

38

2023

**MEDITERRÁNEO ECONÓMICO**

COLECCIÓN ESTUDIOS SOCIOECONÓMICOS

INFLACIÓN,  
POLÍTICAS Y SOCIEDAD

**Coordinador:** Manuel Alejandro Hidalgo Pérez







MEDITERRÁNEO  
ECONÓMICO

38

## INFLACIÓN, POLÍTICAS Y SOCIEDAD

**Coordinador**

Manuel Alejandro Hidalgo Pérez

# MEDITERRÁNEO ECONÓMICO

## CONSEJO ASESOR

*Joaquín Auriolés Martín  
Horacio Capel Sáez  
Francisco Ferraro García  
José María García Álvarez-Coque  
Antonio Pérez Lao  
Manuel Pimentel Siles*

## DIRECTOR DE LA COLECCIÓN

*Manuel Gutiérrez Navas*

## COORDINADOR [NÚM. 38]

*Manuel Alejandro Hidalgo Pérez*

## MEDITERRÁNEO ECONÓMICO [NÚM. 38] INFLACIÓN, POLÍTICAS Y SOCIEDAD

© 2023 de la edición: Cajamar Caja Rural  
© 2023 del texto: los autores

**Edita:** Cajamar Caja Rural

*www.mediterraneoekonomico.com  
mediterraneoekonomico@cajamar.coms*

**Diseño de la Colección:** Francisco J. Fernández Aguilera

**Maquetación:** Silvio García-Aguirre López-Gay

**Imagen de cubierta:** Gettyimages

**Imprime:** Escobar Impresores

**ISSN:** 1698-3726

**ISBN-13:** 978-84-128038-3-9

**Depósito legal:** AL 3753-2023

**Fecha de publicación:** Diciembre de 2023

Impreso en España / *Printed in Spain*

*Cajamar Caja Rural no se responsabiliza de la información y opiniones contenidas en esta publicación, siendo responsabilidad exclusiva de sus autores.*

*© Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta publicación, así como la edición de su contenido por medio de cualquier proceso reprográfico o fónico, electrónico o mecánico, especialmente imprenta, fotocopia, microfilm, offset o mimeógrafo, sin la previa autorización escrita del editor.*

PRESENTACIÓN .....	7
<i>Manuel Gutiérrez Navas</i>	

INTRODUCCIÓN.....	11
<i>Manuel Alejandro Hidalgo Pérez</i>	

## I. EL RETORNO DE LA INFLACIÓN

LAS CAUSAS DE LA REAPARICIÓN DE LA INFLACIÓN EN 2020-2023 .....	23
<i>Josep M. Comajuncosa</i>	

LOS CANALES DE TRANSMISIÓN DE LA INFLACIÓN EN ESPAÑA. DESDE LOS COSTES A LOS PRODUCTOS FINALES .....	39
<i>Manuel Alejandro Hidalgo Pérez</i>	

## II. RAZONES: MATERIAS PRIMAS, COSTES Y MÁRGENES

NUEVAS FORMAS DE ENTENDER Y CONTENER LA INFLACIÓN .....	59
<i>Federico Steinberg y Jorge Tamames</i>	

CÓMO LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA CAUSARON UNA CRISIS INFLACIONARIA: EL EFECTO COMBINADO DE SHOCKS DE OFERTA Y EL DISEÑO DEL MERCADO ELÉCTRICO .....	73
<i>Ramón Mateo Escobar</i>	

LA DISTRIBUCIÓN COMERCIAL DE GRAN CONSUMO, DIQUE DE CONTENCIÓN FRENTE A LA INFLACIÓN .....	91
<i>Álvaro González Zafra</i>	

CRECIMIENTO SALARIAL Y RECUPERACIÓN DEL MERCADO DE TRABAJO TRAS LA COVID-19.....	113
<i>Alfonso Arellano, Rafael Doménech y Juan Ramón García</i>	

## III. POLÍTICAS MONETARIAS Y DE INTERVENCIÓN

LOS CANALES DE LA POLÍTICA MONETARIA .....	133
<i>Antonia Díaz</i>	

INFLACIÓN, REDISTRIBUCIÓN Y LA POLÍTICA MONETARIA .....	155
<i>Laurentiu Guínea, Luis A. Puch y Kamal Romero</i>	

LOS SUBSIDIOS A LOS COMBUSTIBLES EN EUROPA (Y EN ESPAÑA): ¿LUCHANDO CONTRA LA INFLACIÓN?.....	171
<i>Juan Luis Jiménez</i>	

¿CAFÉ PARA TODOS? EL IMPACTO SOCIAL DE LAS MEDIDAS CONTRA LA INFLACIÓN..	185
<i>José Moisés Martín</i>	

IV. SOCIEDAD: PERCEPCIÓN Y CONSECUENCIAS

EDUCACIÓN FINANCIERA E INFLACIÓN, ¿UNA HISTORIA OLVIDADA?.....	205
<i>David Tercero Lucas</i>	
LA DESIGUALDAD ENTRE 2019-2021: LA INFLACIÓN FRENTE A LAS RENTAS MÍNIMAS Y LAS POLÍTICAS DEFLACIONISTAS .....	221
<i>Ángel Martínez Jorge</i>	
DESGLOBALIZACIÓN E INFLACIÓN: LOS NUEVOS RIESGOS POLÍTICOS .....	239
<i>Juan Luis Manfredi</i>	
SOBRE EL DINERO, LA INFLACIÓN Y LA REDISTRIBUCIÓN SILENCIOSA .....	251
<i>Jorge Bielsa Callau</i>	



## PRESENTACIÓN

*Manuel Gutiérrez Navas*  
Director de *Mediterráneo Económico*

El primer cuarto del siglo XXI está siendo especialmente fructífero en movimientos socioeconómicos y geopolíticos de alcance, salpicados con el continuo avance de las tecnologías de la información. La intensidad con la que han ido llegando y acumulado sus efectos ha llevado a definir este extraño tiempo con diversos neologismos, siendo VUCA —acrónimo construido con las iniciales en inglés de volatilidad, incertidumbre, complejidad y ambigüedad— uno de los que ha cosechado mayor éxito. Nosotros preferimos simplificarlo, explicando que nos encontramos en un tiempo de cambios cada vez más rápidos y de consecuencias cada vez más radicales.

Entre los vectores con los que dejamos atrás el sangriento siglo XX se encuentra la globalización, inaugurada tras el final de la guerra fría, con la consiguiente apertura de fronteras entre países para los bienes, servicios y capitales de los demás. Consecuencia indirecta de este cambio de dirección fue asimismo la práctica desaparición de la inflación de entre los problemas de las sociedades avanzadas. Tanto es así que hoy una generación de españoles no reconoce haber vivido la inflación, ni siquiera sabe en qué consiste y, por lo tanto, no guarda recuerdo de sus consecuencias y peligrosidad.

Sin embargo, la salida de la crisis de la covid-19, con un repunte extraordinario de la demanda de bienes, las dificultades de ajuste de las cadenas de distribución globales y la continuidad de medidas dispares entre países para luchar contra las oleadas posconfinamiento, provocaron un repunte de los precios repentino e intenso, sin precedentes en al menos dos décadas. Posteriormente, la invasión de Ucrania por parte de la Rusia de Putin y el estrangulamiento del suministro de gas natural a Europa empujaron los precios hacia arriba, por el canal más delicado, el de la energía, haciendo temer que pudiéramos estar entrando en un entorno similar al de las crisis energéticas de los años 70.

De esta forma, la inflación, un viejo problema económico que creíamos vencido, ha vuelto a convertirse en el protagonista de la información económica. Inicialmente, los análisis del Banco Central Europeo —cuyo principal mandato es la estabilidad de precios— nos hablaban de un choque intenso, pero de corta duración, que sería superado en cuanto las cadenas de suministro se reajustaran. No fue así, posiblemente por el posterior *shock* energético. Lo cierto es que llevamos más de dos años de lucha contra la inflación y que las previsiones más optimistas no nos sitúan en la senda del objetivo de estabilidad de precios —el 2 %— hasta 2025.

Este episodio ha puesto de manifiesto algunas cuestiones que van mucho más allá del mero análisis de coyuntura económica. Por ejemplo, hemos comprobado cómo las dos teorías con las que los economistas se manejaban para tratar la inflación no son capaces de explicar todo lo que ha pasado y está pasando. O cómo el fenómeno es mucho más complejo de lo que parecía a simple vista y ni siquiera los bancos centrales han sido capaces de meterlo en cintura. Es más, el propio Banco Central Europeo ha puesto de manifiesto recientemente el desconocimiento existente sobre su naturaleza.

La enumeración de sucesos previa justifica de sobra que Mediterráneo Económico le dedique un número a este tema. Además, sus efectos sociales enraízan con muchas de las preocupaciones de las que esta publicación se ha ocupado en sus primeros 20 años de vida. A fin de cuentas, tras una definición relativamente sencilla —la inflación es la pérdida de poder adquisitivo del dinero— se encierran numerosos efectos.

Genera «ganadores y perdedores». Los deudores, por ejemplo, ven reducida la cantidad de dinero a devolver si los intereses de dicha deuda no están indexados con el IPC. Los consumidores, por su parte, ven reducida su capacidad de compra, lo que inmediatamente nos lleva hacia la cuestión de la distribución de la renta y la afectación diferencial de la inflación a las diversas capas de la sociedad. No en vano se la conoce también como el impuesto de los pobres. No todas las familias dedican la misma cantidad de su renta al consumo. Usualmente, las de menor poder adquisitivo se ven obligadas a dedicar una mayor cuota de sus ingresos que las ricas al gasto en bienes y servicios de consumo. Una inflación elevada y prolongada en el tiempo merma su capacidad de compra y disminuye su potencial de ahorro. Por otra parte, dado que no afecta por igual a todos los tipos de bienes, ni en tiempo ni en intensidad, se genera una incertidumbre que, en casos extremos, hace prácticamente imposible el desempeño normal de las empresas y de la economía.

En las fechas en las que debían entregarse los textos que conforman el volumen, el grupo terrorista Hamás lanzó un salvaje ataque contra Israel desde la franja de Gaza. La respuesta del Estado hebreo fue iniciar una guerra contra la milicia invadiendo la parte norte de la franja que supuso la apertura de un nuevo conflicto bélico de alta intensidad que amenaza con ampliarse a Cisjordania o Líbano y que está movilizando a una parte de la sociedad árabe en contra de Israel y de quienes consideran sus aliados. En suma, un nuevo elemento desestabilizador cuyas consecuencias socioeconómicas pueden ir desde un moderado aumento temporal del precio del crudo hasta dar lugar a un conflicto internacional con consecuencias generales en Oriente Próximo que podría desestabilizar algunas sociedades y llegar hasta occidente en forma de nuevas oleadas de refugiados o de aumento de las amenazas terroristas.

Quiero ilustrar con esto que el expediente inflación sigue abierto y que nuevos sucesos pueden ampliar el ámbito de los problemas que esta puede causar, haciéndola mutar, amplificando algunos de sus efectos o ampliando el plazo de tiempo en el que la suframos.

Esto es solo la punta del iceberg. Cualquier persona interesada encontrará en estas páginas muchas derivadas, algunas más evidentes que otras, del fenómeno inflacionario: los efectos



distributivos, la repercusión en los mercados financieros o la vinculación con el mercado de trabajo. Manuel Alejandro Hidalgo Pérez, profesor de la Universidad Pablo de Olavide y especialista en el análisis económico ha sido la persona encargada de coordinar este número. Su vertiente didáctica, que practica de manera asidua en medios de comunicación tradicionales y de nuevo cuño, ha quedado patente en la elección de los temas y las personas encargadas de construir el volumen.

La monografía que tienen ustedes entre sus manos, o en su pantalla, presenta una colección de aproximaciones a este tema desde diversas perspectivas. Una nómina de 20 especialistas, a través de 14 capítulos, nos ayuda a entender cómo hemos pasado en España de tener una inflación por debajo de los niveles objetivo a llegar al 10 %. Además del proceso, aprenderemos sobre la naturaleza de «esta» inflación, qué la hace distinta a brotes anteriores, cuáles ha sido sus causas, las evidentes y las no tan manifiestas, sus consecuencias, las herramientas y medidas que se han puesto en marcha y hasta las teorías económicas que se encuentran detrás de las diversas interpretaciones y soluciones que se le han dado.

El mundo de hoy es muy diferente al de la crisis de 1973 y las diferencias entre entonces y ahora ayudan a explicar qué es lo que está pasando. A lo largo de estas páginas el lector encontrará respuesta a muchas de las preguntas que todos nos hacemos en torno a la inflación. Por desgracia, también se dará de bruces contra nuevas preguntas que no han encontrado aún una respuesta convincente. La historia no se repite, pero a veces rima, y con seguridad nos volveremos a enfrentar a este problema en un futuro. Estas páginas servirán de faro entonces para los no expertos, para los que no son especialistas, pero que se enfrentan a las consecuencias de la inflación en el día a día de sus familias o de sus empresas.

En Cajamar, en tanto que banca social y cooperativa, hacemos de las personas nuestro centro de gravedad. Por eso no podemos permanecer ajenos a las consecuencias que la inflación tiene en la sociedad y que se describen en este volumen. Además, como entidad financiera cuyos insumos principales son el dinero y el tiempo, el fenómeno inflacionario dificulta y entorpece nuestra toma de decisiones. Afortunadamente, la tendencia actual tanto en España como en la eurozona es de clara contención, si bien en un entorno tan cambiante y desafiante como este, nada se puede dar por seguro.

Posiblemente, en unos años, como ya ha sucedido con otras temáticas tratadas por la colección Mediterráneo Económico, tengamos que dedicar un nuevo número a actualizar lo que aquí se cuenta. De momento, desde Cajamar queremos contribuir a luchar contra la inflación y sus efectos con la difusión del conocimiento en torno a ella —lo que contribuye a reducir la incertidumbre—, además de seguir aportando la labor de las y los profesionales que, a diario, atienden a nuestros socios y clientes, ofreciéndoles consejo y soluciones a medida para afrontar sus proyectos familiares o empresariales. Incluso a pesar de la inflación.





## INTRODUCCIÓN

*Manuel Alejandro Hidalgo Pérez*

Coordinador

Los autores que participamos en esta publicación de la colección de estudios Mediterráneo Económico consideramos fundamental abordar la experiencia inflacionaria actual, aún en curso. Por esta razón, hemos dedicado este volumen a explicar la compleja naturaleza del fenómeno, así como el impacto tanto de la inflación misma como de las políticas implementadas, tanto dentro como fuera de España.

En esta monografía, expertos con amplia experiencia y conocimiento en sus áreas específicas contribuyen con sus análisis. Cada capítulo en esta edición aborda aspectos parciales de la inflación y sus consecuencias, así como las políticas aplicadas. No obstante, y aunque cada autor o grupo de autores analizan una cuestión en particular, todos ellos en conjunto ofrecen una visión integral de la problemática, siendo lectura recomendada para comprender las causas y consecuencias de la inflación reciente.

Los capítulos se dividen en cuatro bloques, según las cuestiones abordadas. En el primer bloque, **Josep Comajuncosa** y **Manuel Hidalgo** examinan las causas de la inflación a nivel internacional y nacional, respectivamente. En el segundo bloque, los artículos de **Federico Steinberg**, **Álvaro García**, **Ramón Mateo** y **Rafael Doménech** con sus respectivos coautores se centran en explicar la evolución de los precios y sus causas particulares con un enfoque especial en España. El tercer bloque presenta los capítulos de **Antonia Díaz**, **Luis Puch**, **Juan Luis Jiménez** y **José Moisés Martín**, los cuales analizan las políticas aplicadas a nivel nacional e internacional, evaluando sus posibles consecuencias tanto en la inflación como en los ciudadanos. Por último, el cuarto bloque, compuesto por capítulos de **David Tercero Lucas**, **Ángel Martínez Jorge**, **Juan Luis Manfredi** y **Jorge Bielsa**, aborda otras cuestiones, tales como la percepción de la inflación o sus implicaciones sociopolíticas.

### La vuelta de la inflación: principales causas

En relación la inflación a escala internacional, en su capítulo, **Comajuncosa** señala que las causas principales de su reciente evolución corresponden a la fuerte recuperación de la demanda posterior a la pandemia, los problemas en las cadenas de suministro globales, el aumento de precios de las materias primas, las políticas monetarias y fiscales expansivas y, especialmente, el incremento en los precios de la energía y los alimentos derivado de la invasión rusa de Ucrania.

Inicialmente, la inflación se concentró especialmente en bienes duraderos, alimentos y energía. No obstante, a medida que el impacto se propagó a otros sectores, se volvió más persistente en servicios. Además, desde una perspectiva humanitaria, esta evolución, al impactar en los alimentos, generó problemas entre los más vulnerables. La invasión de Ucrania presionó al alza los precios del petróleo, gas y, posteriormente, de alimentos, lo que resultó en una crisis alimentaria global.

A pesar de intentos de equiparar esta inflación con la de los años 70 (originada por alzas en materias primas), existen diferencias evidentes, como un menor incremento en los precios del petróleo y una mayor resiliencia económica. Además, a pesar del fuerte aumento de los precios, las expectativas de inflación han llegado a estar en esta ocasión más controladas. Se espera así que, en 2023, la inflación global se modere al 7 %, o incluso menos, gracias al menor precio de las materias primas, aunque se mantendrá elevada en componentes subyacentes. Por lo tanto, se necesitará mantener políticas contractivas durante un tiempo, lo que podría generar posibles tensiones económicas y financieras.

Sin embargo, a pesar de esta aparente claridad sobre las causas actuales de la inflación, algunas voces han señalado la posible existencia de otras razones oscurecidas en un debate aparentemente consensuado. Algunos economistas han abogado por contemplar la inflación, y específicamente sus causas actuales, más allá de un simple debate sobre oferta y demanda, costes y políticas expansivas, entendiéndolo también como un fenómeno distributivo. Según algunos autores, las tensiones entre deudores y acreedores, tanto globalmente como dentro de cada país, podrían explicar el reciente comportamiento de los precios.

En términos de las potenciales implicaciones, evitar un diagnóstico erróneo es crucial, especialmente por las consecuencias sobre las políticas económicas necesarias para revertir el crecimiento de los precios. Por lo tanto, según una visión menos monolítica de la inflación, la respuesta no puede ser solo monetaria, sino que debe incluir políticas fiscales para distribuir los costes y apoyar a los grupos más vulnerables, así como intervenir en los mercados. Durante este período de inflación elevada, el conflicto distributivo entre empresas y consumidores adquiere relevancia.

La evolución de la inflación y sus causas antes mencionadas, sin embargo, no ha sido uniforme en todos los países. En el capítulo de **Manuel Hidalgo** se muestra que, en España, el papel desempeñado por cada uno de los factores determinantes ha sido diferente al de otros países, generando una elevada heterogeneidad en su evolución dentro de una tendencia global común. En nuestro país observamos que, al igual que en el resto de los Estados europeos, el fuerte aumento de la demanda tras la resolución de la crisis sanitaria, junto con los problemas emergentes en las cadenas de suministro globales, desencadenaron el incremento de precios entre 2021 e inicios de 2022. Sin embargo, cobraron especial relevancia los movimientos específicos en los precios de la energía y, posteriormente, de los alimentos y otros bienes industriales.

En España, la evolución de los precios de los combustibles y, especialmente, de la energía, adquiere relevancia. Así, son principalmente los aumentos en los costes de producción y, en



menor medida, los márgenes empresariales y los salarios, los que explican el aumento inicial de la inflación y, posteriormente, su disminución.

## Las razones: materias primas, costes y márgenes

Para desarrollar esta última cuestión, en el segundo bloque se proponen posibles explicaciones de las principales causas, una a una, de la evolución de la inflación en nuestro país.

El debate ha generado un interés evidente, ya que identificar estas causas permitiría diseñar políticas eficientes para prevenir un impacto más doloroso debido al aumento de precios. Sin embargo, el consenso para España, y en general para todo el mundo, ha sido esquivo. Aunque, como se adelantan en los anteriores capítulos, se han identificado algunas de estas, existiendo un amplio acuerdo sobre algunas de ellas, persisten voces «diferenciadas» del debate general que intentan introducir análisis novedosos o menos ortodoxos.

En este sentido, el artículo de **Federico Steinberg** y **Jorge Tamames** analiza el actual episodio inflacionario global desde una perspectiva de economía política. En el artículo se explica cómo las ideas predominantes sobre la inflación, basadas en debates de los años 70, han condicionado la respuesta de la política económica, dificultando una reacción más adecuada. En contraposición, los autores proponen entender la inflación no solo como un fenómeno monetario, sino también distributivo, reflejando tensiones entre deudores y acreedores en la economía global y generando ganadores y perdedores, algo que desarrollarán otros autores en capítulos posteriores.

El análisis se enfoca en el hecho de que el ajuste ante la inflación ha recaído más sobre los salarios, especialmente en Europa, donde la inflación ha derivado especialmente de golpes en la oferta. Ante esta situación se requiere una respuesta que no se limite únicamente a endurecer la política monetaria, sino que también utilice la política fiscal para proteger a los grupos vulnerables y mitigar los impactos adversos sobre la cohesión social.

En cuanto a causas más específicas para nuestro país, **Ramón Mateo** pone el foco en la relevancia de la evolución de los precios del gas a través de su influencia sobre el precio de la electricidad. Así, el capítulo analiza cómo el aumento en los precios del gas durante 2021 y 2022 explica buena parte de la crisis inflacionaria en España y Europa. La principal razón se debió al enfoque «marginalista» del mercado mayorista de electricidad, donde el precio se establece según la última tecnología que entra para satisfacer la demanda total, generalmente la más costosa (frecuentemente ciclos combinados de gas). El incremento en el coste del gas resultó, pues, en un marcado aumento en el precio de la electricidad.

Esta alza se trasladó a los consumidores españoles debido al diseño de la tarifa PVPC, que replica el precio mayorista. Como consecuencia, la tasa de inflación en España superó la media europea. Para atenuar esta situación, España y Portugal solicitaron una «excepción ibérica» para establecer un «límite al gas». Este mecanismo redujo los beneficios extraordinarios de

tecnologías menos costosas (renovables, nuclear), disminuyendo el precio de la electricidad y la inflación, aunque incentivó un mayor consumo de gas.

Por otro lado, el artículo de **Álvaro González** examina el papel del sector de la distribución comercial de gran consumo en relación con la inflación de alimentos en España, evaluando si ha contribuido a su aumento o ha logrado contenerlo. En el capítulo se detallan las características del sector, destacando su alta competencia, la diversidad de formatos y la presencia significativa de cadenas regionales y locales.

Una vez descritas las principales características del sector, en el capítulo se argumenta que la inflación alimentaria ha sido el resultado de impactos globales que han encarecido la energía, las materias primas y los fertilizantes, así como de la sequía, incrementando los costes en toda la cadena agroalimentaria. Mientras, el aumento de dichos costes no se ha trasladado íntegramente a los precios, por lo que se concluye que la repercusión ha sido parcial, de tal modo que ni los salarios ni los márgenes en el sector de la distribución han contribuido a la inflación, siendo estos últimos de los más bajos de la economía, con un beneficio neto sobre las ventas que oscila entre el 1 % y el 4 %. Así pues, los estudios que cita este capítulo sugieren que el comercio minorista ha logrado contener la inflación gracias a su competitividad, diversidad de formatos y baja concentración, evitando aumentos injustificados en márgenes o precios.

Finalmente, y para este bloque, el capítulo de **Rafael Doménech, Álvaro Arellano y Juan Ramón García**, examina la evolución del mercado laboral en España tras la recuperación económica posterior a la pandemia y en el contexto de alta inflación. Se señala que, si bien los indicadores de empleo y horas trabajadas han mejorado con respecto a 2019, existe una heterogeneidad entre variables y sectores. Aunque la productividad aún no ha alcanzado los niveles previos a la pandemia, la tasa de desempleo ha descendido, equiparándose a la reducción promedio de la UE, aunque mostrando una desaceleración en los meses más recientes.

Se destaca que la relación entre vacantes y desempleo está por encima de su media histórica, lo que sugiere dificultades adicionales en la correspondencia de ofertas laborales, pudiendo ejercer presión al alza sobre los salarios. No obstante, el crecimiento salarial ha mantenido coherencia con la productividad y la inflación objetivo del BCE hasta finales de 2022, momento en el que ha experimentado un aumento, ejerciendo presión sobre el deflactor del PIB.

El análisis, realizado a través de un modelo de equilibrio general, indica que este repunte salarial en 2023 se atribuye a factores tanto de demanda como de oferta, descartando un mayor poder de negociación por parte de los trabajadores.



## Políticas monetarias y de intervención

En un tercer bloque de artículos se analizan las políticas aplicadas para aplacar la evolución de la inflación. Por un lado, la política monetaria ha sido la común para el conjunto de una zona monetaria que, como la europea, comparte destino en todo lo que se refiere a su moneda. Las tesis heredadas durante la lucha contra la inflación en los sesenta y setenta y las lecciones aprendidas durante la *Gran Moderación*, período que transcurre desde los años 80 hasta la *Gran Recesión* es la necesaria aplicación de un endurecimiento de la política monetaria para reducir la tasa de crecimiento de los precios, incluso si con esto se genera desempleo (recesión). Sin embargo, la particular naturaleza del proceso inflacionario actual ha generado un debate sobre no solo la conveniencia sino también sobre las consecuencias más profundas, incluso distributivas, de las medidas. Los artículos de Antonia Díaz y Luis Puch ahondan en estas cuestiones.

Así, **Antonia Díaz** revisa las teorías sobre los canales de transmisión de la política monetaria a la inflación. La teoría cuantitativa del dinero, hegemónica durante la desinflación de los años ochenta relacionaba el crecimiento de los agregados monetarios con la inflación. Sin embargo, la evidencia, según la autora, es ambigua. Incluso una vez sobrepasado lo peor de la inflación en los 80, esta relación ha sido cada vez menos clara, dependiendo del sistema financiero y monetario de cada país.

Díaz explica en su aportación cómo el canal que usan los tipos de interés para impactar en la demanda agregada es primordialmente vía inversiones y consumo. Pero la conexión tipos-inflación tampoco es, según la autora, evidente históricamente. Dicha conexión se fundamenta en la curva de Phillips, que relaciona la inflación con las holguras de producción. Sin embargo, dicha relación está condicionada a numerosos factores, por lo que la evidencia nos cuenta que esta relación no es lineal y depende de circunstancias como la pandemia.

Dado que desde la irrupción de la covid-19 diferentes *shocks* de oferta golpearon a la economía global, explicando buena parte de la inflación, sobre todo en Europa, la efectividad de política monetaria se reduce al difuminarse el «trade-off» entre inflación y holgura productiva, limando la relación tradicional con la que juega la política monetaria para reducir la inflación y que es a través de la demanda.

Así pues, ante la situación de subida de precios, la política óptima a aplicar según esta autora no es fácil de definir. Algunos argumentan que se debe permitir a la economía «calentarse» si la demanda es rígida y las perturbaciones son transitorias. De este modo se evitaría que subidas rápidas de los tipos para combatir a la inflación, terminaran provocando riesgos para la estabilidad financiera y del crédito.

Finalmente, además de esto, los efectos de la política monetaria son asimétricos entre países por grados de integración, a lo que habría que añadir el papel que juega la política fiscal, que debe combinarse con una política monetaria restrictiva, de tal modo que ayude a reducir a la inflación mientras no rema en contra de esta.

El capítulo de **Luis Puch, Laurentiu Guinea y Kamal Romero** analiza los efectos distributivos de la inflación y, por ello, de la respuesta de la política monetaria ante la actual situación de alta inflación. Es de todos sabido que la inflación perjudica a los tenedores de dinero, mientras que beneficia a los deudores, cuya carga real de deuda disminuye. Por lo tanto, y a sensu contrario, la política monetaria restrictiva, con subidas de tipos de interés, pretendería controlar la inflación mientras genera efectos redistributivos no deseados contrarios a los que provoca la propia inflación.

Para ello, Puch y coautores examinan en detalle estos efectos sobre los hogares según su edad y nivel de renta, con datos de la *Encuesta Financiera de las Familias* del Banco de España. Así, los autores encuentran que los hogares más endeudados y vulnerables son los más jóvenes (menores de 35 años) y los de clase media (percentil 70 %), que son aquellos que soportan mayores ratios de deuda sobre renta que otros grupos. Así pues, una subida de tipos impactará más en estos hogares que en el resto.

Por otro lado, los autores analizan cómo el cambio de expectativas ha podido afectar a la posición financiera de los hogares. Así, un factor clave en estos últimos años ha sido las sorpresas de inflación, que han sido importantes en esta crisis. Dado que no se esperaban aumentos considerables de tipos para los siguientes años, los hogares se endeudaron en base a expectativas de inflación baja que, finalmente, no se cumplieron.

Así, dada una distribución del endeudamiento asimétrica por tipo de hogar, y una política monetaria restrictiva que pretende controlar la inflación, pero que puede tener efectos adversos como la reducción de oferta de crédito, tendrá un marcado efecto diferencial según qué parte de la distribución de riqueza de los hogares miremos. Es por ello por lo que se proponen medidas para mitigar el impacto sobre los deudores hipotecarios, que busquen de este modo minimizar el efecto redistributivo de las subidas de tipos, como permitir que durante las recesiones en los pagos mensuales solo se abonen intereses.

Entrando ya en detalle sobre las políticas aplicadas a nivel nacional, el artículo de **Juan Luis Jiménez** analiza cuáles han sido adoptadas en la Unión Europea, en particular para mitigar el impacto de la crisis energética sobre los precios de los combustibles tras la pandemia y la invasión de Ucrania. Así, encuentran multitud de experiencias, mostrando que diecisiete países introdujeron medidas de reducción de impuestos, subsidios al consumo o topes de precios. Por el contrario, otros siete no aplicaron política alguna.

En una segunda parte del trabajo, el autor analiza la validez de buena parte de estas medidas para mitigar la evolución de los precios de los combustibles. Así, mediante la presentación de modelos econométricos compara la evolución de los precios entre países con y sin políticas, estimando que, en los Estados con subsidios a los combustibles, los precios aumentaron por esta única razón, apropiándose los productores de alrededor del 30 % de las ayudas.

Centrándose en el caso español, donde hubo un subsidio de 20 céntimos por litro de combustible entre abril y diciembre de 2022, análisis mencionados por el autor muestran que, debido a la subvención, el diésel aumentó casi 6 céntimos su precio y la gasolina 1 céntimo.



Las gasolineras independientes y *low-cost* fueron las que más aumentaron precios. Un 22 % del coste del subsidio (4.300 millones de euros) fue a parar a empresas y mayores ingresos públicos por IVA.

Finalmente, incluso estas medidas tuvieron efectos redistributivos. Así, los principales beneficiarios fueron los hogares de rentas altas, mientras el subsidio tuvo además efectos negativos para políticas contra el cambio climático. Se concluye que el intervencionismo indiscriminado es ineficiente, proponiéndose ayudas focalizadas que hubieran reducido estos efectos no deseados.

Finalmente, y para este bloque, el artículo de **José Moisés Martín** analiza las medidas implementadas en España desde 2021 para mitigar el impacto social y económico de la crisis inflacionaria, examinando la evolución de precios y salarios y describiendo las políticas dirigidas a hogares, empresas y los mercados energéticos.

La inflación en España alcanzó en 2022 su nivel más alto en 30 años, impactando especialmente en los salarios más bajos, que perdieron más de un 10 % de su poder adquisitivo. Esto afectó a las condiciones de vida de las familias, aumentó la desigualdad y debilitó la cohesión social. Ante esto, el Gobierno implementó un paquete de medidas por 8.500 millones de euros, incluyendo subsidios en combustibles, transporte público, ayudas directas a hogares vulnerables y sectores afectados y cambios en los mercados energéticos.

Las evaluaciones preliminares muestran que estas medidas tuvieron un impacto positivo al contener parcialmente la inflación y apoyar la actividad económica, con efectos redistributivos hacia los más necesitados. No obstante, algunas medidas generales pueden tener efectos no deseados a largo plazo. Así, el autor concluye que, dados los efectos persistentes de la inflación, se requiere un diseño más focalizado en los grupos vulnerables y una retirada paulatina de las medidas generales en 2024, preservando la sostenibilidad fiscal.

## Sociedad: percepción y consecuencias

En otro orden de cosas, es interesante conocer algunas consecuencias del reciente episodio de inflación. Así, el resurgimiento de esta en los últimos años ha provocado un mayor estudio de sus causas, así como de su naturaleza. En otro sentido, además, se trata de comprender la relación entre inflación y educación financiera, siendo esta última una variable que a menudo es pasada por alto. La rápida evolución de los mercados financieros está brindando a los consumidores un acceso sin precedentes a diversas opciones de inversión, de tal modo que, en este contexto, la educación financiera se vuelve esencial para ayudar a las personas a aprovechar estas oportunidades de manera efectiva.

El artículo de **David Tercero Lucas** busca explicar precisamente cuál es la relación entre ambas variables y cuáles las posibles consecuencias. Un mayor nivel de educación financiera puede provocar que los agentes ajusten mejor sus expectativas de inflación, las cuales tienen un

gran impacto en la inflación futura. Los grupos con peores resultados en educación financiera tienden a tener expectativas de inflación más altas, contribuyendo a la asimetría en su distribución. Por lo tanto, la educación financiera no es solo clave para responder adecuadamente a las encuestas de expectativas de inflación, sino para evitar que las personas con menores conocimientos confundan conceptos básicos con consecuencias evidentes.

Por ello, fomentar la educación financiera debe ser una prioridad. Una población mejor formada en temas económicos y financieros estará mejor preparada para comprender la política monetaria y responder a las comunicaciones de los bancos centrales, para ajustar mejor sus expectativas de inflación de acuerdo con los objetivos y para inmunizarse ante la desinformación.

Desde la crisis de 2008 se ha puesto mayor énfasis en la educación financiera. Pero los esfuerzos son muy limitados, como revelan las encuestas que miden el conocimiento financiero. Es necesario reforzar la accesibilidad y eficacia de la educación en este campo. El objetivo debería ser avanzar hacia una sociedad con ciudadanos mejor formados, que puedan tomar mejores decisiones financieras y contribuir a un entorno económico más estable.

Respecto al capítulo de **Ángel Martínez Jorge**, este analiza la evolución de los ingresos y la inflación en España entre 2019-2021 para distintos grupos de renta. Lo que el autor encuentra es que, en 2020, los hogares más pobres sufrieron pérdidas de ingresos por la pandemia, mientras la mayoría mantuvo sus rentas gracias a políticas como los ERTE. En 2021 aumentaron los ingresos de los más vulnerables, especialmente por la expansión del ingreso mínimo vital (IMV) y otras rentas mínimas.

La inflación en 2021 afectó en mayor medida a los hogares más vulnerables, al estar impulsada por la energía y los alimentos, aunque algunas políticas mencionadas en capítulos anteriores, como la rebaja del IVA eléctrico, amortiguaron parte del impacto. En términos reales, el 10 % más pobre ganó un 5,3 % de poder adquisitivo entre 2019-2021 y el resto de los deciles lo perdieron.

Otras medidas, como las aplicadas en 2022 (por ejemplo, el tope al gas), evitaron que la inflación fuera muy superior para las familias más vulnerables, reduciendo fuertemente el precio de la electricidad. Los subsidios a los combustibles también limitaron ese impacto.

Finalmente, el autor concluye que las rentas mínimas fueron claves para proteger a los más vulnerables entre 2019-2021. Las políticas deflacionistas de 2022 consiguieron redistribuir el impacto de la inflación, pero se requiere expandir la cobertura de las rentas mínimas dado el empobrecimiento generalizado.

En términos internacionales, **Juan Luis Manfredi** realiza un análisis de la interrelación entre globalización e inflación. La desglobalización explica la deriva actual del sistema internacional, con el debilitamiento del orden liberal global y el final de la hegemonía estadounidense. En este contexto, el capítulo analiza las claves políticas del nuevo orden y plantea tres desafíos económicos de la desglobalización: la política industrial y el retorno del Estado al capitalismo, las políticas climáticas y energéticas, y las nuevas redes globales de suministro.



Y es que, según el autor, los ejes económicos de la desglobalización tienen naturaleza inflacionaria. El proteccionismo de Trump y el giro hacia políticas industriales nacionales en Europa y China conllevan mayor intervencionismo estatal, lo que incrementa precios. Las políticas contra el cambio climático también son inflacionarias por el alto coste de la transición energética, la reducción de proveedores y la competencia por los recursos. Además, la reconfiguración de las cadenas globales de suministro bajo criterios de reducción de riesgos políticos aumenta la inflación al limitar la competencia y el comercio internacional. La disputa por los semiconductores ejemplifica la pugna tecnológica entre potencias, con aranceles y restricciones que encarecen precios.

Ante esta situación se anticipan tres escenarios. En primer lugar, un comercio estable, pero gobernanza global débil. En segundo lugar, una integración regional en bloques geopolíticos dominados por EE. UU. y China y, en tercer lugar, una desglobalización acelerada con proteccionismo, nacionalismo y costes de capital altos. En los tres habría más inflación, reducción de economías de escala, competitividad limitada y transición energética lenta.

Finalmente, la política monetaria por sí sola no puede controlar esta inflación político-estructural. Se necesita consistencia monetaria y fiscal. La desglobalización dificultará que los bancos centrales cumplan sus objetivos de inflación al 2 %. La confianza, estabilidad y gobernanza global se debilitan, abonando una espiral inflacionaria que requerirá respuestas políticas.

Por último, el capítulo de **Jorge Bielsa** explica conceptos básicos sobre la naturaleza del dinero fiduciario actual, que no es más que una deuda sin intereses del Estado, un privilegio llamado señoreaje. Al abusar emitiendo más dinero crece la inflación, reduciendo el valor real de esa deuda acumulada y provocando una redistribución de riqueza llamada «impuesto inflacionario».

Explica Bielsa, además, el papel de la inflación moderada pero persistente para cambiar precios relativos de factores tales como los salarios ante rigideces para ajustarlos implícitamente. Así, la inflación cumple un rol subsidiario en la distribución de rentas.

Resumiendo, la inflación puede ser una válvula de escape que permite posponer decisiones de gasto e ingresos públicos con consecuencias distributivas que no se quieren asumir. También posibilita cambios en la distribución primaria de rentas, por razones de eficiencia o de relaciones de poder. Se discuten dos ejemplos recientes que ilustran estos conceptos: la financiación de ayudas por la pandemia que alimentó inflación y los posibles cambios en precios relativos de bienes y servicios debidos a modificaciones en la demanda por el confinamiento.





MEDITERRÁNEO  
ECONÓMICO

38

- I. El retorno de la inflación
- II. Razones: materias primas, costes y márgenes
- III. Políticas monetarias y de intervención
- IV. Sociedad: percepción y consecuencias





# LAS CAUSAS DE LA REPARICIÓN DE LA INFLACIÓN EN 2020-2023

Josep M. Comajuncosa  
Esade-Business School

## Resumen

El presente capítulo analiza las causas y los circuitos de transmisión del reciente *shock* inflacionista sufrido especialmente por las economías europeas. De forma acumulativa, nos encontramos con el fuerte repunte del consumo de bienes tras la pandemia de covid-19, los problemas derivados de dicho incremento en las cadenas globales de suministro, el aumento de las materias primas, las políticas monetarias y fiscales y, especialmente, el aumento de precios de energía y alimentos tras la invasión rusa de Ucrania. Así mismo, se discuten las semejanzas y diferencias entre el episodio actual y el acaecido en los años 70 del siglo pasado de la que se desprende que los bancos centrales y los gobiernos deberán encontrar una vía para llevar la inflación a los niveles objetivos sin provocar una recesión económica prolongada, sorteando las dificultades mencionadas. De ello dependerá si se repite o no un escenario de estanflación como el de los años 70.

## Abstract

*This chapter analyses the causes and transmission circuits of the recent inflationary shock suffered especially by European economies. In all, we see a strong rebound in the consumption of goods following the covid-19 pandemic, problems in global supply chains set off by that resurgence of consumer spending, the rise in raw material and commodity prices, the monetary and fiscal policies applied and, in particular, the increase in energy and food prices following the Russian invasion of Ukraine. Also discussed are the similarities and differences between the current episode and the one in the 1970s, which suggests that central banks and governments must find a way to bring inflation down to target levels without causing prolonged economic recession, while steering clear of the aforementioned difficulties. Whether or not we are in for a 1970s-style stagflation scenario will depend on this.*

## 1. Introducción

Después de la crisis de los precios del petróleo, a partir de los años 80, la inflación se moderó de forma significativa en las economías desarrolladas durante algunas décadas. De tal forma que la inflación, en la mayoría de economías desarrolladas, había dejado de ser un problema. Esta evolución se explica por algunos cambios estructurales: la globalización, el progreso tecnológico, el envejecimiento de la población y una política monetaria más bien enfocada que redujo las expectativas de inflación. De 1990 al 2020, la tasa de inflación en Estados Unidos, con unas pocas y breves excepciones, se movió entre el 1 % y el 3 %. La inflación media de los países de la UE se mantuvo entre el 2 % y el 3 % entre 1995 y 2012, y fue aún más baja entre 2012 y 2022, entre el 0 % y el 2 %.

Pero esta dinámica cambió de forma ostensible a principios del año 2021. La tasa global de inflación, que había estado en el 4 % entre 2009 y 2019 y se había situado en el 3,2 % en 2020, aumentó hasta el 4,4 % en 2021 y hasta el 7,5 % a mediados de 2022.

Entre las causas de este aumento de la inflación caben destacarse: el fuerte aumento de la demanda después de la pandemia, la aparición de problemas en la cadena global de valor que impidieron a la oferta seguir el ritmo de la demanda, el aumento del precio de las materias primas, las políticas fiscales y monetarias muy expansivas utilizadas en los últimos quince años y, más recientemente, el aumento del precio de las materias primas energéticas y alimentarias provocado por la invasión rusa de Ucrania.

## 2. El retorno de la inflación

En los países de la OCDE, la inflación se encontraba bajo control a principios del 2021, con una tasa anual del 2 %. Pero empezó a aumentar en el segundo trimestre de ese año y se situaba en el 6 % a finales del mismo. Diversas causas presionaron al alza los índices de precios. Se estaban dando, simultáneamente, un aumento de la demanda agregada y una restricción de la oferta. Por un lado, la demanda estaba aumentando con fuerza después de los confinamientos provocados por la pandemia de covid-19. Por otro, los cuellos de botella que presentó la cadena global de suministro supusieron una restricción de la oferta agregada a nivel global. La coincidencia en el tiempo de una perturbación positiva de demanda con una perturbación negativa de oferta presionó los precios al alza con fuerza.

Además, el aumento de la demanda se produjo en un momento en el que la política monetaria de la gran mayoría de países era aún fuertemente expansiva, con los tipos de interés oficiales a niveles muy bajos y la existencia de cuantiosas inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales mediante programas de compra de activos. También las políticas fiscales se encontraban, en muchos países, en fase expansiva por las ayudas implementadas durante la pandemia. Este panorama de fondo facilitó el aumento de la demanda e hizo más rápida su traslación a aumentos de precios.

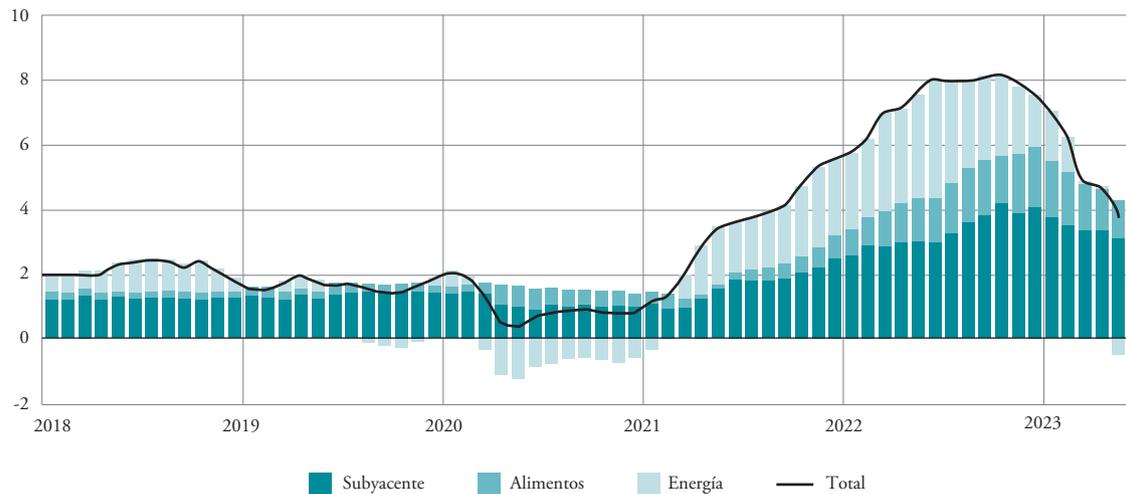
A principios de 2022 la inflación se situó en los niveles más elevados de las últimas décadas. Se encontraba por encima del 5 % en más del 75 % de las economías desarrolladas y el porcentaje era parecido para las economías emergentes, aunque con una menor incidencia en los países asiáticos.

A mediados de 2021 la inflación había empezado a evolucionar al alza, pero los aumentos de precios se concentraban en determinados grupos de productos, como los bienes duraderos, los alimentos y la energía. En un primer momento, estos aumentos se interpretaron como un fenómeno transitorio, provocado por el ajuste de los precios relativos inducido por los cambios en la oferta y la demanda agregadas durante la pandemia. Pero, de forma progresiva, la inflación se extendió hacia otros grupos de bienes. Así, a finales de 2021, el porcentaje de

ítems de la cesta de la compra que experimentaban un aumento de precio superior al 5 % representaba el 40 % en las economías desarrolladas y el 65 % en las economías emergentes. Además, la inflación de los precios de los servicios, que tiende a ser más persistente que la de bienes, superaba ya el nivel previo a la pandemia en la mayor parte de los países.

A partir del año 2022, la invasión rusa de Ucrania y las sanciones impuestas al agresor por los países occidentales generó un importante aumento del precio del petróleo, del gas natural y, posteriormente, de algunas materias primas alimentarias y metálicas. Esto provocó un importante aumento de los precios de la energía y de los alimentos, tanto en las economías desarrolladas como en muchas economías emergentes y de ingresos bajos. A lo largo del año 2022, los aumentos de precios de la energía y los alimentos se trasladaron a buena parte de los productos y servicios de la cesta de consumo, con que las tasas de inflación se situaron en los niveles más elevados de las últimas décadas. En octubre de 2022, la tasa de los países de la OCDE se situó en el 8 %, el nivel más elevado en treinta años. Posteriormente, empezó a descender a medida que remitían los aumentos de precios de las materias primas.

**Gráfico 1. Tasa de inflación de los países de la OCDE (2018-2023)**



*Fuente:* OCDE y BCE.

### 3. Cambios en la demanda agregada global

La recuperación de la actividad económica después de la recesión provocada por la pandemia fue notablemente rápida, especialmente en las economías desarrolladas. En estas, las políticas monetarias y fiscales expansivas mantuvieron el nivel de ingresos de las familias, pese a la caída del PIB. En un principio, este aumento de las rentas se tradujo básicamente en un

aumento del ahorro, pero finalmente permitió una fuerte recuperación del gasto cuando, en 2021, se fueron relajando las restricciones a la actividad económica. Este aumento del gasto se tradujo en presiones inflacionistas sobre determinados productos, especialmente los bienes duraderos, los alimentos y la energía.

La pandemia y los confinamientos indujeron un cambio en la demanda agregada a favor de los bienes y en detrimento de los servicios, especialmente de aquellos que suponían un contacto intensivo. Esta rotación de la demanda se prolongó más allá de los confinamientos, durante todo el año 2020, posiblemente por la incertidumbre acerca de la evolución de la pandemia. Pero los aumentos de precio de las empresas que estaban trabajando a plena capacidad no se vieron compensados por aumentos menores en otras empresas; con lo cual, la inflación fue en aumento pese a que la producción seguía estando por debajo del nivel previo a la pandemia.

Las políticas fiscales jugaron un importante papel para favorecer la pronta recuperación de la demanda, pero también contribuyeron a una primera alza de precios. Los estudios empíricos señalan que el volumen de apoyo gubernamental en las primeras fases de la pandemia muestra una relación mucho más clara con el PIB nominal que con el PIB real. El papel de las medidas fiscales se hace también evidente al observar que es en los países donde mayores fueron estas medidas donde más sorprendió el alza de los precios en 2021. Esta correlación disminuyó en 2022, lo cual muestra el creciente papel explicativo de las perturbaciones negativas de oferta provocadas por los problemas en la cadena global de suministro y posteriormente por la guerra en Ucrania.

#### 4. Los problemas en la cadena global de suministros

En muchos países, en la primera mitad de 2020, la expansión de la pandemia de covid-19 y los consiguientes confinamientos y cierres contrajeron la demanda y provocaron una recesión económica. Muchas empresas respondieron a esto con un importante recorte de la compra de bienes intermedios. Cuando, en 2021, la demanda se recuperó con un ímpetu mayor del esperado, estas empresas no fueron capaces de aumentar su producción al ritmo necesario. Al reabrirse las economías, después de los confinamientos, se observó que la cadena global de suministros había quedado afectada por los cierres y el hecho de que estos se eliminaran solo de forma gradual. También estaba afectada por diversos conflictos geopolíticos y desastres naturales.

Aparecieron cuellos de botella en varios sectores, como los semiconductores, los plásticos, la madera y los metales para uso industrial. Estos desajustes se vieron amplificados por las interrupciones en el transporte de bienes, pues estaba afectada la distribución de los contenedores que se utilizan en el transporte marítimo, quedando muchos de ellos desplazados de sus rutas habituales. Diversas incidencias afectaron a los tiempos de entrega y a los costes del transporte internacional: el cierre temporal del Canal de Suez, la congestión de algunos grandes puertos como los de Los Ángeles y Long Beach o las restricciones en la navegación en algunas zonas de China, especialmente en la bahía de Hong-Kong.

Un número elevado de factores productivos se producen en países emergentes que aún experimentaban problemas y confinamientos cuando las economías avanzadas ya estaban recuperando la actividad habitual. Las nuevas variantes y, especialmente, el menor ritmo en la vacunación de su población, provocaban que algunos países emergentes aún necesitaran confinamientos en un momento en que la demanda de sus productos volvía a ser elevada en los mercados mundiales.

Por todo ello, aumentaron los costes y el tiempo de entrega del comercio internacional y disminuyeron los niveles de existencias de muchas empresas. Además, algunas empresas encontraban dificultades para la obtención de factores productivos clave. Las empresas que se enfrentan a una escasez grave de factores productivos cruciales se ven obligadas a reducir la oferta y se incrementan los precios de venta. Por tanto, estas disrupciones de la cadena global de suministro suponían una perturbación negativa de la oferta agregada, a nivel global, que presionó los precios al alza.

El caso paradigmático fue la escasez de semiconductores para el sector automovilístico. Durante la pandemia, la demanda de semiconductores aumentó debido al auge de la demanda de productos electrónicos, relacionados con el trabajo y el estudio a distancia o con el ocio durante periodos de confinamiento. Aunque los semiconductores representan una parte bastante pequeña del valor final de los productos donde se utilizan, son factores indispensables, sin sustitutos válidos, que en caso de no estar disponibles hacen imposible el acabado del producto en cuestión. Además, resulta difícil y costoso aumentar la capacidad de producción de las empresas de semiconductores, con lo cual estas tienen poca capacidad de respuesta a corto plazo ante aumentos de la demanda.

Pese a que los semiconductores utilizados en la producción de un coche valen unos pocos cientos de euros, sin ellos el coche no puede salir al mercado. Con la pandemia, la producción de coches en Estados Unidos y Europa había caído prácticamente a cero entre abril y junio de 2020. Cuando, al terminar los confinamientos, aumentó con fuerza la demanda de automóviles, las empresas solo pudieron aumentar la producción con lentitud y con aumentos de precio. Los estudios empíricos muestran que en Estados Unidos en el año 2021, los precios de los sectores que utilizaban semiconductores como *inputs* crecieron 4 puntos porcentuales más que los precios de los que no los requerían. Además, se trata de un hecho relevante, pues los sectores que utilizan semiconductores representan un 40 % de la producción industrial en Estados Unidos.

Muchos de los cuellos de botella que aparecieron en la economía global se encontraban cerca del inicio de las cadenas de producción, de tal forma que las restricciones en la oferta tuvieron implicaciones en muchos sectores y países. Los retrasos en las entregas dejaron sin existencias a empresas de un gran número de sectores.

La producción de bienes duraderos es muy dependiente de las cadenas globales de valor. En general, se trata de una circunstancia positiva, pues permite aprovechar ventajas comparativas en la producción de componentes, pero también implica riesgos. Si algún hecho perturba

alguna fase de la producción, el problema se propaga por toda la cadena y deja expuestas a las empresas de todo el mundo que son dependientes de los *inputs* procedentes de la región afectada. Con la pandemia, estos riesgos se materializaron claramente en forma de confinamientos más prolongados en algunas regiones, tasas de vacunación menores en las economías emergentes, mayores costes de transporte y dificultades en puertos clave para el comercio internacional.

Otro factor que se ha señalado para explicar las disrupciones en la cadena de suministro es el principio de producción *just in time*. Este se basa en una buena alineación temporal entre la compra de los factores productivos y la fabricación de los bienes finales, para minimizar con ello los costes financieros y de almacenaje. Pero el método requiere una predicción acertada de la demanda, y es muy sensible a los cambios inesperados de esta demanda.

## 5. Los precios de la energía

En la primera mitad de 2020, al iniciarse la pandemia, los precios energéticos experimentaron un importante descenso por la caída de la demanda. En la segunda mitad de 2020 empezaron a aumentar de nuevo, debido a la recuperación de la demanda energética al finalizar las medidas de confinamiento. Durante el siguiente año 2021, algunos problemas de oferta siguieron presionando los precios energéticos al alza y la situación se agravó adicionalmente a principios de 2022 con la invasión rusa de Ucrania. En el primer trimestre de 2022, los precios de la energía alcanzaron niveles de récord, con un importante efecto sobre la evolución de la actividad económica global y los niveles de precios.

El precio del petróleo cayó un 75 % entre febrero y abril de 2020 y el del gas lo hizo un 44 %. Pero, a partir de abril de ese año, los precios empezaron a recuperarse con fuerza. El del gas alcanzó su nivel previo a la pandemia ya en septiembre de 2020 y el del petróleo alcanzó el nivel prepandemia en febrero de 2021.

Algunos factores estaban dificultando la recuperación de la oferta. En Europa, en verano del 2021, la poca intensidad del viento llevó a sustituir energía eólica por energía generada con gas. En la primera mitad de ese año 2021, la extracción de gas en Noruega fue menor de lo habitual por la realización de obras de mantenimiento de los gaseoductos. Además, el invierno anterior había sido más frío de lo habitual. Por todo esto, a finales del verano del 2021, las existencias de gas en Europa se encontraban en un nivel históricamente reducido. A partir de ese momento los precios del gas iniciaron una carrera alcista.

El aumento del precio del gas fue especialmente intenso en la segunda mitad de 2021 y se intensificó en la primera mitad de 2022. De julio de 2021 a junio de 2022 los precios del gas en Europa aumentaron un 145 %, mientras que el precio del petróleo aumentó un 46 % en el mismo período, situándose ambos muy por encima del nivel previo a la pandemia. En Europa, el gas alcanzó el precio más elevado de la historia en el segundo trimestre de 2022.

El precio del petróleo también aumentó en la segunda mitad de 2021. Debido a la caída de la demanda observada en 2020, los países de la OPEP+ decidieron una importante reducción de la extracción. En julio de 2021 empezaron a revertir esta decisión, pero algunos países no pudieron seguir el ritmo previsto de aumento de la extracción, lo cual mantuvo la oferta restringida a nivel global. Además, por problemas de financiación, la industria norteamericana del petróleo *shale* reaccionó de forma más lenta que en otras ocasiones al aumento del precio internacional del petróleo, con lo que no pudo jugar el papel de estabilizador del precio que había realizado en las dos décadas previas.

Con el inicio de la invasión rusa de Ucrania y las sanciones establecidas contra Rusia por los gobiernos de los países occidentales, aumentó adicionalmente la volatilidad de los precios del gas y del petróleo. Las existencias reducidas hacían que los precios fueran especialmente sensibles a cambios en las expectativas sobre el comportamiento futuro de la oferta y la demanda de productos energéticos. La capacidad de respuesta de los productores de petróleo y gas también se vio afectada por el menor volumen de las inversiones realizadas después del descenso de precios de 2014. En parte, esta menor inversión fue debida a la incertidumbre acerca del papel exacto que tendrían estas materias primas después del cambio en la demanda que provocaría la transición hacia un modelo energético verde y sostenible.

En Europa, el precio de la electricidad siguió la misma pauta que los precios del gas y del petróleo, cayendo en la primera mitad del año 2020 y aumentando con gran fuerza durante el año 2021. En diciembre de 2021 el precio alcanzó un máximo de 250 € por MWh, cinco veces superior al existente en diciembre del año anterior. Poco después, alcanzó un máximo histórico en marzo de 2022 con un precio medio mensual de 300 € por MWh.

El precio de la electricidad en Europa se determina según el principio de marginalidad, utilizando el precio de la tecnología más cara de todas las empleadas para cubrir la demanda existente. En los últimos años, el precio del gas es el que ha determinado la evolución del precio de la electricidad, especialmente en España, Portugal, Irlanda e Italia.

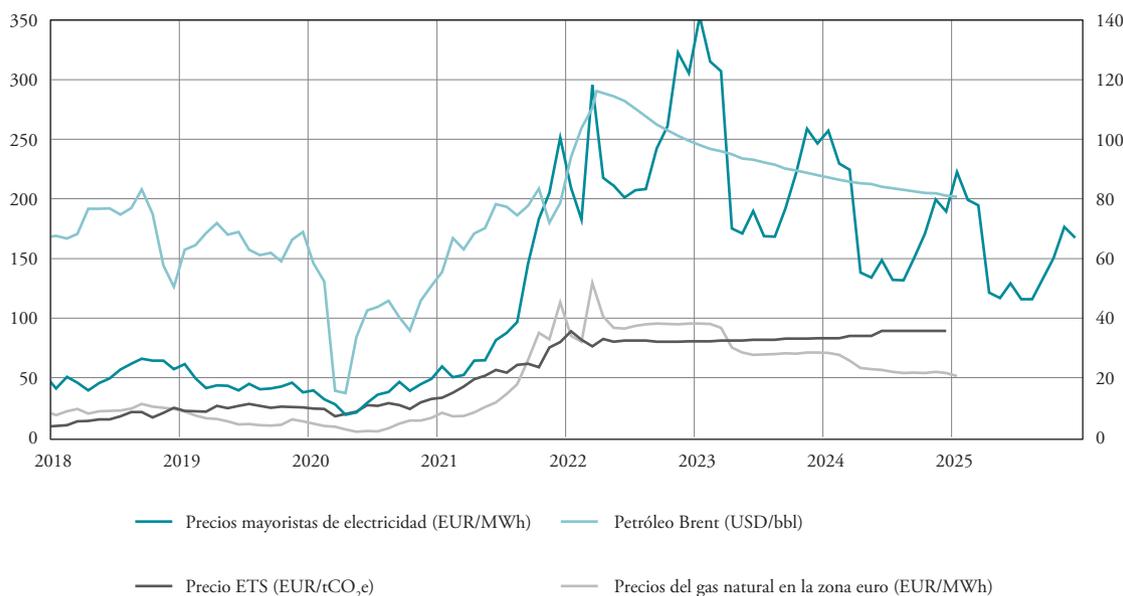
En los momentos en que, gracias a las condiciones climáticas, la oferta de energía renovable es elevada y la demanda es relativamente baja, esta se puede cubrir utilizando tan solo energías de este tipo. Las fuentes de energía renovable, una vez instaladas, tienen un coste marginal bajo. Durante los primeros meses de la pandemia la demanda de electricidad se pudo cubrir utilizando tan solo energías renovables, lo cual rebajó considerablemente el precio de la electricidad. Cuando la demanda se recuperó en 2021, fue necesario empezar a generar electricidad con gas. Como el precio del gas iba en aumento y además se debió pagar el precio para la emisión de carbono establecido por las autoridades europeas, el precio de la electricidad aumentó considerablemente. El gran aumento del precio del gas hizo que, a finales del 2021 y principios de 2022, resultara más conveniente utilizar carbón para producir electricidad, pese a que requiere pagar una cantidad superior por las mayores emisiones.

El peso de la energía en el índice de precios armonizado de la UE ha estado situado, estos últimos tres años, entre el 9,5 % y el 10,9 % del total. Los principales componentes energé-

ticos del índice son los combustibles líquidos (un 46 % del total de energía), la electricidad y el gas (un 28 % y 20 %, respectivamente). En 2020 el componente energético contribuyó negativamente a la evolución de la tasa de inflación en Europa, especialmente por la evolución a la baja del precio de los combustibles. Pero, a partir de febrero de 2021, la inflación empezó a aumentar debido al aumento de los precios del petróleo. El posterior aumento del precio del gas y de la electricidad, por la guerra en Ucrania, llevó al componente energético del IPC armonizado hasta niveles de récord a principios de 2022. En ese momento, el aumento de precios constituyó un verdadero *shock* energético.

Pero también empezaron a aumentar los precios de otras materias primas, especialmente de algunas materias primas alimentarias y metálicas y de los fertilizantes.

**Gráfico 2. Precios medios mensuales de la energía: petróleo, gas y electricidad (2018-2023)**



Escala izquierda: euros por unidad; escala derecha: dólares por unidad.

Fuente: Eurostat, Refinitiv y BCE.

## 6. El precio de los alimentos

A nivel global, los precios de los alimentos entraron en una fase expansiva ya en 2020. Pero, en 2022, se dio un aumento adicional de los precios que, conjuntamente con las escaseces en algunos países, llegaron a crear una crisis alimentaria.

El precio de los alimentos subió un 20 % en el año 2021 y el inicio de la guerra en Ucrania elevó este porcentaje hasta el 40 %. Aunque durante la segunda mitad de 2022 los precios descendieron algo, estos seguían estando entre un 20-25 % por encima de los existentes a principios de 2021.

En los países avanzados, la subida del precio de los alimentos presionó al alza las tasas de inflación, reduciendo el poder adquisitivo de las familias. En los países de renta más baja, donde los alimentos suponen más de la mitad del consumo de las familias, el aumento de los precios generó graves dificultades. En algunos países se puso en riesgo la seguridad alimentaria y se extendieron el descontento social y las protestas en países como Bangladés, Irán, Siria, Egipto, Ecuador o Perú. En los países que son importadores netos de alimentos se ha deteriorado el saldo de la balanza de pagos y se han tensionado los presupuestos públicos al ser necesario aumentar las medidas de protección social.

Los precios de las materias primas alimentarias aumentaron por una combinación de varias perturbaciones negativas en la oferta. Durante la pandemia, los confinamientos redujeron la producción agrícola y, a lo largo de 2021, diversos factores climáticos como el aumento de temperaturas, las sequías, las inundaciones o el episodio de la Niña, redujeron considerablemente la producción agrícola en América y Europa. Por ello, a principios de 2022, las reservas globales de trigo y otros cereales se encontraban en niveles muy bajos.

En 2022, el aumento del precio del transporte y de los combustibles se sumó a esta menor producción para seguir presionando los precios al alza. Finalmente, la guerra en Ucrania supuso el bloqueo de las exportaciones de cereales de este país. En el momento de la invasión, Ucrania era el cuarto productor mundial de trigo y maíz y el máximo productor de semillas de girasol. Ucrania y Rusia, conjuntamente, producen un 27 % de la producción mundial de trigo y un 53 % de la de semillas de girasol. Además, Ucrania y Rusia exportan mucho a países con ingresos bajos. Más de 25 países africanos importan un 30 % del trigo que necesitan de Ucrania y Rusia. Y 15 países africanos importan de estos dos países más del 50 % del trigo que consumen.

La guerra también tuvo un importante efecto sobre el precio de los fertilizantes. Como respuesta a las sanciones de los países occidentales, Rusia prohibió las exportaciones de nitrato de amoníaco, un factor indispensable para la producción de fertilizantes, que utiliza gas natural para su producción y del cual Rusia es uno de los máximos exportadores. Cabe recordar que prácticamente la mitad de la población mundial se alimenta gracias a la producción adicional de alimentos que hacen posible los fertilizantes.

Todos estos factores mantuvieron el precio de los alimentos en una trayectoria ascendente entre el mes de abril del 2020 y mayo del 2022. En julio de 2022 se alcanzó un acuerdo entre Ucrania y Rusia, auspiciado por las Naciones Unidas y Turquía, para permitir la salida de barcos de transporte de cereales desde los puertos del Mar Muerto. La reapertura de esta vía ha favorecido, desde entonces, el paulatino descenso de los precios de los cereales.

Es frecuente que, en los mercados internacionales, los precios de la energía y de los alimentos evolucionen en la misma dirección. Los estudios empíricos muestran que este ha sido el caso en el 66 % de las ocasiones desde 1970 y con una frecuencia creciente en el presente siglo. Hay varias razones que explican esta correlación. El petróleo se utiliza como combustible para la maquinaria agrícola y en el transporte de productos y el gas natural es uno de los factores más importantes en la producción de fertilizantes y pesticidas. Los precios evolucionan en función de una misma demanda agregada global. Y finalmente, algunos productos agrícolas se utilizan como biocombustibles.

La correlación entre el precio del petróleo y el de los cereales se ha hecho más elevada desde que la Unión Europea introdujo la obligatoriedad del uso de biocombustibles. Esto es especialmente cierto para el maíz, que ha sido la materia prima más incentivada por las políticas europeas en la producción de biocombustibles. Por un efecto contagio, esta correlación ha aumentado también para otras materias primas, en parte debido a la mayor financialización de los mercados de materias primas. Los precios de los alimentos también se ven afectados por la evolución del tipo de cambio del dólar americano y de los tipos de interés.

Los aumentos de precio de las materias primas alimentarias suelen extenderse en el tiempo. Los estudios empíricos muestran que un *shock* negativo típico en la producción global de cereales aumenta el precio de este cereal un 16 % en el primer trimestre después del *shock* y hasta un 23 % medio año después. El impacto del precio de la energía es algo menor. Un aumento del precio del petróleo de un 10 % hace aumentar un 2 % el precio de los cereales después de tres o cuatro trimestres. Por el contrario, el precio de los fertilizantes tiene un efecto mayor, aunque algo más retrasado en el tiempo. Un aumento del 10 % del precio de los fertilizantes, no tiene un efecto inmediato en el precio de los cereales, pero hace que aumente un 7 % después de un trimestre. Finalmente, un aumento de 1 punto en el tipo de interés oficial en Estados Unidos hace bajar el precio de los cereales un 13 % después de un trimestre.

A lo largo del año 2021, los aumentos de precios de las materias primas alimentarias se fueron trasladando a los precios de los alimentos presentes en la cesta de la compra de los consumidores de todos los países. La transmisión de un aumento del precio internacional de estas materias primas a los precios de los alimentos al por menor es muy variable entre países, pues depende de factores tan dispares como los impuestos, las subvenciones, los costes locales de distribución, el peso relativo de los alimentos en la cesta de la compra o el nivel de integración del país en los mercados globales. La inflación de los productos alimentarios alcanzó el 12,5 % en Estados Unidos y Europa, pero solo fue del 5,3 % en los países del este y el sudeste de Asia.

Por término medio, en los países desarrollados, después de un aumento del precio internacional de una materia prima alimentaria, el precio nacional de los alimentos empieza a aumentar de forma lineal hasta alcanzar un máximo pasados 10 meses, para empezar a disminuir después, aunque se mantiene a un nivel elevado durante un período largo, de varios años. En total, un aumento de un 1 % del precio internacional supone un aumento de un 0,3 % de los precios nacionales de los alimentos al cabo de 10-12 meses. Así pues, se trata de una transmisión, por término medio, del 30 %, pues el coste de las materias primas alimentarias

es solo una parte del coste total de los alimentos. En los países emergentes, el peso del precio de la materia prima en el precio final es más elevado, experimentan una mayor transmisión, como también es el caso para las economías más abiertas al comercio internacional.

Los estudios empíricos muestran que el aumento de los precios internacionales de las materias primas alimentarias, para un país medio, explicaron 5 puntos porcentuales de inflación en el año 2021 y 6 puntos en el 2022. Se espera que en el año 2023 este efecto sea menor, de solo 2 puntos.

Este episodio ha puesto de relieve la necesidad de mantener un buen funcionamiento de los mercados internacionales de alimentos y de que cada país lleve a cabo políticas adecuadas para compensar las variaciones de precio, como pueden ser las ayudas dirigidas específicamente a grupos vulnerables de la población. También es importante poner los incentivos para la creación de *stocks* de reservas de alimentos a nivel global. La apertura al comercio internacional ayuda a diversificar los alimentos disponibles para la población y permite cubrirse ante la volatilidad de la producción interna. Además, las políticas que promueven la autosuficiencia alimentaria resultan contraproducentes desde el punto de vista medioambiental, pues favorecen la excesiva conversión de tierras en cultivos y la sobreexplotación de estas. El comercio internacional es indispensable para los países pequeños, los muy densamente poblados y los más vulnerables al cambio climático.

## 7. Poder de mercado e inflación

En el mundo académico existe la preocupación de que la economía mundial haya entrado en una época caracterizada por un menor grado de competencia en los mercados. El excesivo poder de mercado de las empresas es una fuente de inflación, pues estas pueden sacar provecho de la existencia de poca competencia en su mercado para mantener un nivel elevado de beneficios, limitándose a trasladar al precio de venta cualquier aumento de los costes. Algunas voces sugieren que esta menor competencia podría ser una de las causas del aumento de la inflación en los últimos años.

La literatura económica ha observado una disminución del grado de competencia en las últimas décadas en la economía de Estados Unidos. Esta menor competencia estaría en la base de algunos problemas que afectan a la economía norteamericana, como el nivel bajo de inversión, la caída de la participación del factor trabajo en la renta nacional, o la reducción del ritmo de creación de empresas, y es un factor importante para entender la evolución de la innovación.

Diversos estudios empíricos confirman el aumento del *mark-up*, la ratio entre precio y coste marginal, en diversos ámbitos de la economía global. A nivel global, el *mark-up* aumentó un 6 % en el período 2000-2015. Se trata de un fenómeno que se concentra sobre todo en las economías avanzadas y en las empresas que ya tenían *mark-ups* elevados y que los han aumentado un adicional 40 % en el período en cuestión.

En las últimas décadas, el *mark-up* de las empresas ha aumentado en la gran mayoría de economías desarrolladas, lo cual implica que se ha dado una consolidación a largo plazo del poder de mercado de las empresas. Sin embargo, desde la pandemia, el aumento de los *mark-up* se ha moderado e incluso ha disminuido en algunos países. El *mark-up* y la tasa de inflación venían mostrando una correlación positiva y al alza, pero esta correlación se ha perdido en los últimos tres años. La capacidad de fijar un *mark-up* elevado señala que las empresas pueden trasladar los aumentos de costes a los clientes mediante precios más elevados, pero también es una señal de que las empresas tienen una mayor capacidad de absorber los aumentos de costes sin incurrir en pérdidas. Este segundo factor ha sido el predominante en los últimos años.

En Estados Unidos, el 20 % de las empresas con un mayor nivel de *mark-up* previo a la pandemia trasladaron el 60 % del aumento de costes a los precios de venta y absorbieron el 40 % restante mediante una disminución de los beneficios. En cambio, el 40 % de las empresas con un menor nivel de *mark-up* pasaron la práctica totalidad del aumento de costes a los precios de venta. Esto hace pensar que el poder de mercado no ha sido una variable determinante para explicar el aumento de la inflación en los últimos tres años.

Pero otros estudios empíricos presentan conclusiones algo dispares. Algunos muestran que, en ciertas economías, el excedente bruto, que incluye los beneficios empresariales, ha sido uno de los factores que mejor explican el aumento de los precios al consumo. Así mismo, las grandes empresas energéticas americanas y británicas obtuvieron beneficios muy cuantiosos en el año, lo cual muestra que sacaron partido de su gran cuota de mercado y de la poca competencia en el mercado.

Se trata, pues, de una cuestión abierta. Y aunque el mayor poder de mercado de algunas empresas no parece ser un factor explicativo importante del aumento de la inflación en el reciente período 2021-2023, sí que podría tener una implicación en el futuro, en la medida que un grado menor de competencia puede amplificar los efectos de las perturbaciones de oferta y de demanda sobre el nivel de precios de la economía.

## 8. La crisis de los años 70 y la estanflación

El episodio inflacionario de los últimos tres años presenta bastantes similitudes con el que experimentaron las economías desarrolladas en los años 1970, de tal forma que se han levantado temores a la repetición del problema de la estanflación experimentado entonces, casi una década con tasas de inflación elevadas y estancamiento económico.

La principal semejanza se encuentra en el detonante del problema, un episodio inflacionario desencadenado por el aumento de precio de algunas materias primas que produce una ralentización de la actividad económica y, finalmente, una recesión.

Pero también hay importantes diferencias. En los 70 la crisis se concentró en el mercado del petróleo, mientras que en la actualidad ha afectado a un mayor número de materias pri-

mas. En 1973 los precios del petróleo aumentaron de forma muy repentina e inesperada, se multiplicaron por más de dos en el lapso de cuatro semanas. En 1979 se volvieron a duplicar, aunque de forma más gradual. En cambio, el aumento del precio del petróleo de los últimos años ha sido mucho menor. Aunque el aumento del precio del gas y otras materias primas sí ha sido de mayor magnitud.

Desde una perspectiva a largo plazo, los precios del petróleo no están ahora muy apartados de la tendencia histórica. Por ejemplo, el precio en dólares se encuentra al mismo nivel en que se situaba a mediados del año 2014, y un 20 % por debajo si se mide en términos reales. En cambio, en 1973 los precios sí se fueron a niveles históricamente altos.

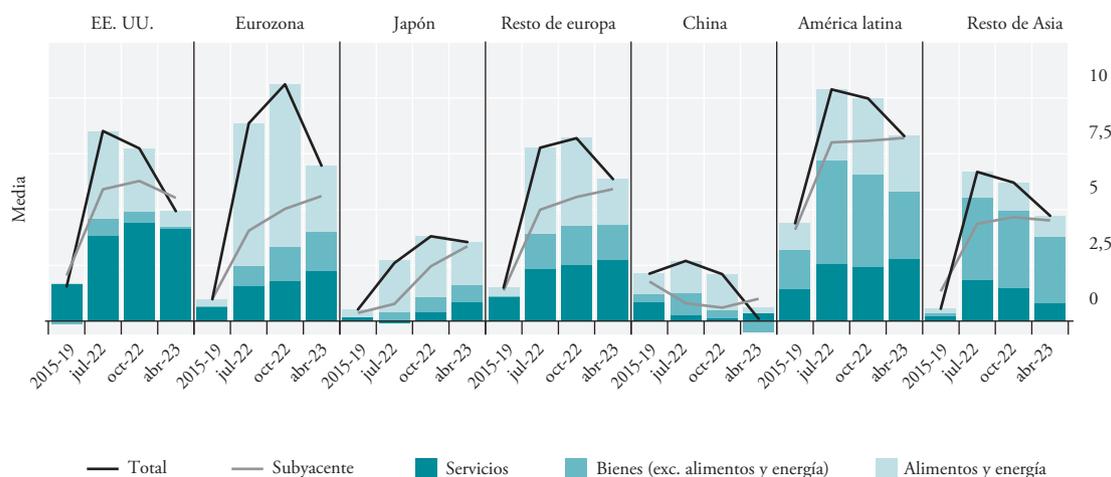
En 1973 la producción de petróleo cayó un 5 % y el consumo de petróleo de las economías avanzadas lo hizo un 8 %. En 1979 la caída de la producción fue algo menor. En cambio, la subida del precio de las materias primas de los últimos tres años ha venido acompañada de un cierto aumento de la producción.

También se debe tener en cuenta que, en la actualidad, unos precios de la energía elevados tienen un impacto menor sobre el funcionamiento de la economía. La cantidad de energía necesaria para producir un determinado volumen de bienes y servicios, la intensidad energética del PIB, ha disminuido un 40 %. Además, el comportamiento de la inflación es más benigno hoy en día. En 1973, el aumento de la inflación se produjo después de algunos años de inflación al alza, lo cual facilitó una rápida pérdida de anclaje de las expectativas de inflación, y contribuyó a una gran transmisión de la subida de los precios del petróleo hacia los precios de muchos otros bienes y servicios. En cambio, ahora las expectativas de inflación se encuentran mucho más controladas, tanto en las economías desarrolladas como en muchas economías emergentes.

El crecimiento global se ha mostrado más resiliente de lo esperado ante la perturbación negativa de oferta causada por el aumento de los precios de la energía y de las materias primas. Pero no se ha alejado del todo el fantasma de la estanflación de los años 70, cuando el aumento de los precios del petróleo y la subida de las tasas de inflación fue acompañado por un largo período de estancamiento económico.

## 9. Consideraciones finales

En este año 2023 la tasa de inflación se está moderando. Si en el 2022, a nivel global, la inflación fue del 8,7 %, este año probablemente se situará cerca del 7 %. Esta moderación es debida a la progresiva desaparición de las disrupciones de la cadena global de suministro y a la moderación del precio de las materias primas energéticas y alimentarias. Pero la inflación subyacente se muestra más resistente a la baja. Además, en muchas economías avanzadas, el componente servicios es ahora el más inflacionario. Históricamente, en el sector servicios la inflación es más persistente que en el de bienes, pues los costes laborales tienen un mayor peso y está menos expuesto a la competencia internacional.

**Gráfico 3. Inflación e inflación subyacente, regiones de la economía global (2015-2023)**

*Fuente:* OCDE, Bloomberg, Datastream, BIS, datos nacionales.

También las políticas monetarias contractivas, implementadas de forma muy sincronizada por los grandes bancos centrales, han resultado de gran ayuda para controlar la inflación. El 95 % de los bancos centrales de la economía mundial subieron sus tipos de interés oficiales entre principios del año 2021 y mediados de este año 2023. Pero, en muchos casos, los tipos nominales se mantienen aún por debajo de la tasa de inflación, con lo cual los tipos de interés reales siguen siendo negativos.

Pese a la evidente moderación del último año, la inflación se mantiene aún elevada. Históricamente, la última fase de la lucha contra la inflación es la más complicada. Para llevar la inflación a los niveles objetivo, será necesario mantener los tipos de interés elevados durante un período de tiempo prolongado, lo cual frenará la actividad económica. También pueden aparecer tensiones en el sector financiero y en el mercado de deuda pública. Y cuanto más se prolonga la inflación, mayores son las presiones para aumentos salariales, aumentos que pueden poner en marcha una espiral precios-salarios. También serán necesarios esfuerzos en el ámbito de la política fiscal, pues es necesario controlar el déficit público por el encarecimiento de la financiación de la deuda.

Los bancos centrales y los gobiernos deberán encontrar una vía para llevar la inflación a los niveles objetivo sin provocar una recesión económica prolongada, sorteando las dificultades mencionadas. De ello dependerá si se repite o no un escenario de estanflación como el experimentado en los años 70.

## Referencias bibliográficas

- ADOLFSEN, J. V.; KUIK, F.; LIS, E. M., y SCHULER, T. (2022): «The Impact of the war in Ukraine on euro area energy markets»; en *ECB Economic Bulletin*, issue 4, 2022.
- BANCO DE ESPAÑA (2021): *Informe Anual*.
- BANCO DE ESPAÑA (2022): *Informe Anual*.
- BIS (2022): *Annual Economic Report*.
- BIS (2023): *Annual Economic Report*.
- DE LOECKER, J.; EECKHOUT, J., y UNGER, G. (2020): «The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications»; en *Quarterly Journal of Economics*, 135(2).
- DÍEZ, F. J.; FAN, J., y VILLEGAS-SÁNCHEZ, C. (2021): «Global Declining Competition»; en *Journal of International Economics*, 132.
- FAO (2021): *The State of Food Security and Nutrition in the World*.
- FURERI, D.; LOUNGANI, P.; SIMON, J. y WATCHER, S. M. (2016): «Global Food Prices and Domestic Inflation: Some Cross-Country Evidence»; en *Oxford Economic Papers*, 68(3).
- IMF (2021): «Recovery During a Pandemic»; en *World Economic Outlook*, October 2021.
- IMF (2022): «War Sets Back the Global Recovery»; en *World Economic Outlook*, April 2022.
- IMF (2022b): «Countering the Cost-of-Living Crisis»; en *World Economic Outlook*, October 2022.
- IMF (2023): «A Rocky Recovery»; en *World Economic Outlook*, April 2023.
- KOESTER, G. *et al.* (2022): «Inflation developments in the euro area and the United States»; en *ECB Economic Bulletin*, issue 8.
- KUIK, F.; ADOLFSEN, J. F.; LIS, E. M., y MEYLER, A. (2022): «Energy price developments in and out of the Covid-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices»; en *ECB Economic Bulletin*, issue 4.
- LEBASTARD, L. y SERAFINI, R. (2023): «Global value chains and the pandemic: the impact of supply bottlenecks»; en *ECB Economic Bulletin*, issue 2.
- REES, D. y RUNGCHAROENKITKUL, P. (2021): «Bottlenecks: causes and macroeconomic implications»; en *BIS Bulletin*, n. 48.
- SANTACREU, A. M. y LABELLE, J. (2022): «Global supply chain disruptions and Inflation during the covid-19 pandemic»; en *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 2<sup>nd</sup> quarter.





# LOS CANALES DE TRANSMISIÓN DE LA INFLACIÓN EN ESPAÑA. DESDE LOS COSTES A LOS PRODUCTOS FINALES

*Manuel Alejandro Hidalgo Pérez*  
Universidad Pablo de Olavide

## Resumen

El detonante del episodio de inflación más intenso en las últimas cuatro décadas tuvo inicio en el aumento de los precios energéticos y aquellos derivados de los cuellos de botellas tras la resolución de lo peor de la pandemia. Sin embargo, el primer impacto de la subida de costes se desarrolló como un racimo de consecuencias que afectó no solo a los precios directamente relacionados con los energéticos, sino con aquellos que de un modo u otro se veían influenciados como fue el caso particular de los alimentos. En este capítulo se explica cómo los impactos iniciales de subidas de costes se fueron transmitiendo paso a paso a otros precios alejados de los primeros en la cadena de producción.

## Abstract

*The most intense episode of inflation seen in the last four decades was first triggered by rising energy prices and upward price pressures unleashed by supply bottlenecks once the worst of the pandemic was over. The first impact of the rise in costs, however, unfolded as a cluster of consequences that affected not only prices directly related to energy but also those that were influenced in one way or another, as in the specific case of food products. This chapter explains how the initial impacts of cost increases were transmitted link by link to other prices far from the first in the production chain.*

## 1. Introducción

Aunque parece que lo peor pasó, es evidente que, desde la segunda mitad del año 2021, en términos de evolución de los precios tanto nuestro país como el resto de las economías occidentales han experimentado una situación excepcional. Aunque a principios de 2022 no pocos precios de ciertas *commodities* alcanzaban el que parecía era su techo en su crecimiento e, incluso, en algunos casos iniciaban un claro descenso, el inicio de la guerra en Ucrania devolvía a los precios internacionales de estos bienes, en particular a los de la energía, hacia tasas de crecimiento por mucho tiempo desconocidas. Iniciada la guerra, la esperanza de una resolución rápida e indolora del repunte de precios tras la pandemia se esfumaba.

A medida que pasaban los meses, y tras la importante y excepcional subida de los precios del crudo y del gas, iba calando en el resto de los precios tales impulsos al alza a través del aumento de los costes de producción. El crecimiento de los precios de los insumos necesarios

para la producción de bienes y servicios, en particular el transporte y la energía eléctrica (vinculada por un diseño marginalista del mercado mayorista eléctrico español al precio del gas) no tardarían en obligar, a costa del consumidor, a sufrir un aumento de los precios finales de la gran mayoría de productos. Dicho aumento fue más que evidente a partir de la segunda mitad de 2022, que es cuando se inicia una clara aceleración del crecimiento de los precios de los alimentos, frescos y elaborados, así como de otros productos de consumo personal.

Este proceso inicia, a su vez, un debate sobre las causas y con ello de los culpables de la inflación. Por un lado, se acusó a las políticas monetarias y fiscales anteriores a la pandemia y a las desarrolladas durante estas como inflacionarias, siendo por ello la inflación solo un fiel reflejo de estas. Así, para estos, la inflación solo tenía una naturaleza de demanda, ya que es esta la que aumentando gracias a las facilidades ofrecidas por las decisiones políticas antes comentadas las que habrían impulsado el aumento de estos precios. Por otro lado, desde ciertos espacios políticos, que en el caso de España coincidía con parte de su ejecutivo, se señalaron a las empresas y al aumento generalizado de sus márgenes empresariales como la principal razón del aumento de los precios, en concreto a los del comercio minorista. La «avaroinflación» hacía acto de presencia dentro de la dialéctica política sobre a quienes culpar.

Sin despreciar cualquiera de estas explicaciones, lo que se pretende en este capítulo es resumir cuáles han sido realmente las razones del aumento de los precios, su importancia para la explicación final y, así, buscar el modo más objetivo para repartir responsabilidades. Como es obvio, el interés de comprender las razones de esta tan fulgurante como intensa subida está fuera de duda, en parte porque facilita el entendimiento de cuáles deben ser las políticas óptimas para aplicar y que, en algunos casos, han sido o llevadas a cabo u olvidadas. También es importante por el hecho de que conociendo los principios fundamentales del proceso de inflación se facilita al analista el entendimiento no solo de dichas causas, sino además de las posibles consecuencias, como puede ser la desigualdad en la asunción de los costes de la inflación

El objetivo de este capítulo es, por lo tanto, evaluar las causas de la evolución de los precios en general. Para ello, a lo largo del mismo se van a desarrollar, a través de diversas etapas, una línea argumental que permitirá alcanzar una conclusión sobre el anterior debate basada en datos objetivos.

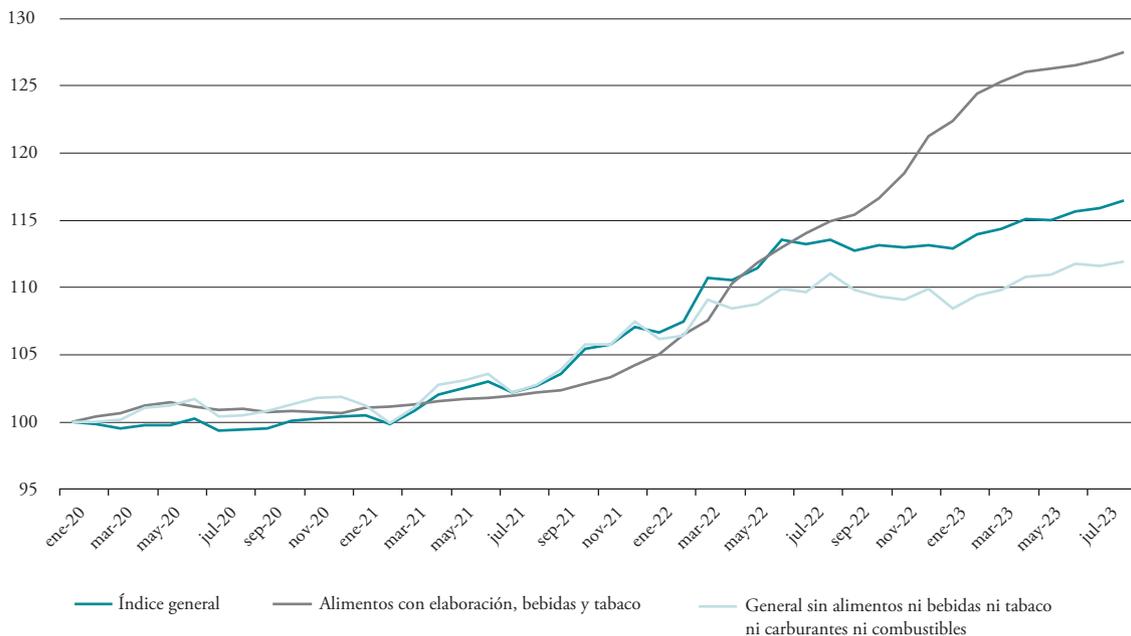
## 2. ¿Por qué han subido los precios?

Desde que se iniciara la recuperación tras la etapa más dura de la pandemia, los precios al consumo, medidos en España mediante el cálculo del índice de precios al consumo (IPC) del Instituto Nacional de Estadística (INE), aunque en intensidad y momentos diferentes, han crecido de forma generalizada. En un inicio, el aumento provino principalmente de las partidas o rúbricas asociadas directamente a los precios energéticos, otros insumos y a algunos bienes industriales. Tres cuartas partes del aumento de la inflación en 2021 provino de pocos bienes, como fueron los precios de los carburantes y en particular, y sobre todo a partir del otoño de aquel año de una electricidad fuertemente influida por los precios del gas.

No cabe duda, sin embargo, que rápidamente los diferentes eslabones de la cadena de producción y, sobre todo, de suministro, empezaron a trasladar estos mayores costes a otros precios finales. A esto hay que sumar, en el caso particular de los alimentos y bebidas otros impulsos provenientes de causas que, aunque inicialmente aisladas de las anteriores, elevaron el precio de algunos productos.

Esta fase, inmediatamente posterior a la pandemia muta a una completamente diferente con la invasión rusa de Ucrania. Una vez iniciada la guerra, la mayor intensidad en el crecimiento de los precios de los fertilizantes, y que ya habían aumentado en los meses anteriores, o productos cuya producción, así como sus precios, sufrieron enormemente durante las primeras semanas de la guerra (como es el caso del aceite de girasol), sin mencionar a los carburantes y el gas, con aumentos excepcionales, comenzaron a trasladar esta tensión hacia los precios finales de, entre otros, los alimentos. Así pues, rápidamente y motivado porque los suministros de energía y combustible son muy importantes en la cadena de distribución, los precios finales fijados por el sector del comercio minorista comenzaron a repuntar.

**Gráfico 1. Evolución de los precios entre enero de 2020 y diciembre de 2022**



Fuente: INE.

No obstante, esta tendencia pareció intensificarse aún más en la rúbrica de alimentos que en el IPC, generando un importante malestar entre la población y una respuesta inmediata del Gobierno. Mientras que desde el mes de septiembre de 2022 se experimentó una contención en el crecimiento de los precios en general, en buena parte por la caída de varios de los precios cuyo crecimiento previo fue considerable (gas y crudo, por ejemplo), los correspondientes a

los alimentos continuaron su escalada hasta bien entrado el año 2023. Este aumento, mientras los costes de producción y otros precios ya mostraban una importante moderación, generó una evidente suspicacia sobre el comportamiento del sector de la comercialización minorista y, singularmente, sobre importantes marcas comercializadoras en torno a su posible comportamiento doloso en una situación tan compleja.

Sin embargo, no es aquí donde finalizó el proceso de ajuste de precios. Debido al aumento de los precios antes mencionados, aquellos sectores con servicios cuyos precios y tarifas son ajustados cada cierto tiempo asumieron el mayor entorno inflacionario, trasladando subida de costes hacia precios desde la segunda mitad de 2022 hasta inicios de 2023 y más aún en los precios de servicios turísticos, fuertemente alentados por la definitiva recuperación del sector tras la pandemia. Estos hechos se tradujeron en una reacción de la inflación subyacente que inició su escalada con cierto retraso a la del IPC general, pero que mostró hasta mediados de 2023 sus mayores registros.

Estos párrafos, por lo tanto, describen lo sucedido. Sin embargo, tales explicaciones están lejos de apuntar convenientemente cuáles fueron exactamente las causas de estos aumentos y su relevancia para la explicación. Esto es lo que se hace en los siguientes apartados.

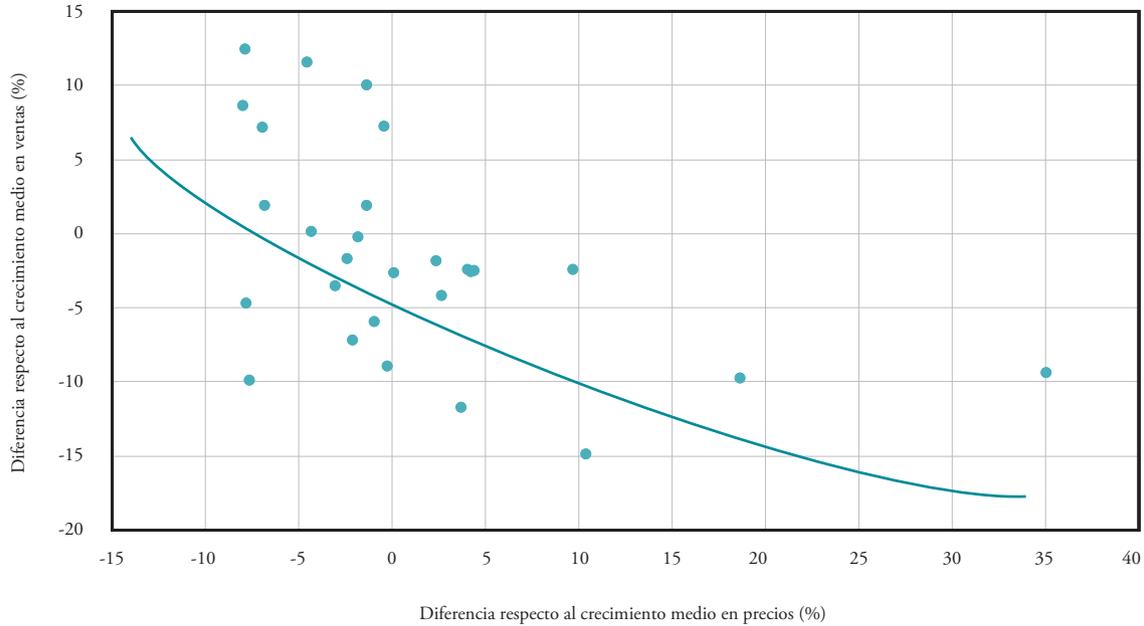
## *2.1. Las causas primigenias de la subida de precios*

Conocer las causas de la inflación es crítico para entenderla. Aunque para el actual episodio de subida de precios dichas causas no sean desconocidas, el debate sobre estas ha estado bastante viciado desde el principio. Nadie quiere presentarse como el causante de la subida de precios ante la opinión pública por lo que los argumentos y acusaciones han sido desarrollados bajo un prisma de clara intencionalidad política. Por esta razón resulta claramente necesario centrar dicho debate, sobre todo ahora que se conoce qué pasó gracias a la llegada de datos que lo permiten.

Para empezar, hay que decir que no existe evidencia clara de que la inflación actual, al menos en España y en Europa, se originara por razones monetarias o, cuando menos, en su inmensa parte. No existen estudios de los muchos realizados que así lo avalen, más allá de alguna pequeña influencia.

Desde su inicio es conocido que este episodio de inflación es un típico ejemplo de inflación de costes, que también llamaríamos de oferta, iniciado y motivado en su origen porque los precios de algunas materias primas o bienes y servicios aumentaron de forma considerable por razones y causas identificadas o bien por las dificultades de reacción de la actividad ante una salida de la pandemia más rápida e intensa de lo esperado.

**Gráfico 2. Correlación entre el cambio relativo en las cantidades y los precios de las actividades productivas en 2022**



*Fuente:* AEAT y elaboración propia.

No obstante, centrándonos en el periodo en el que la inflación se torna intensa y que es a partir del verano-invierno de 2021 y 2022, el Gráfico 2 es bastante revelador. En ella se correlacionan el aumento relativo de las ventas de los sectores productivos españoles con el aumento relativo del deflactor (precios) de ese sector durante 2022 utilizando para ello los datos provenientes de la Agencia Tributaria española (AEAT). Este gráfico, que solo relaciona movimientos en el mismo momento de tiempo y que, por ello, no busca establecer causalidad, dibuja sin embargo una posible relación que permitiría discriminar entre causas más probables y menos probables de la inflación. Los datos se muestran en términos relativos al crecimiento medio de los sectores —relativos por el hecho de la necesidad de descontar, y controlar, que la economía creció en 2022 en buena parte para recuperar la actividad perdida durante la pandemia—.

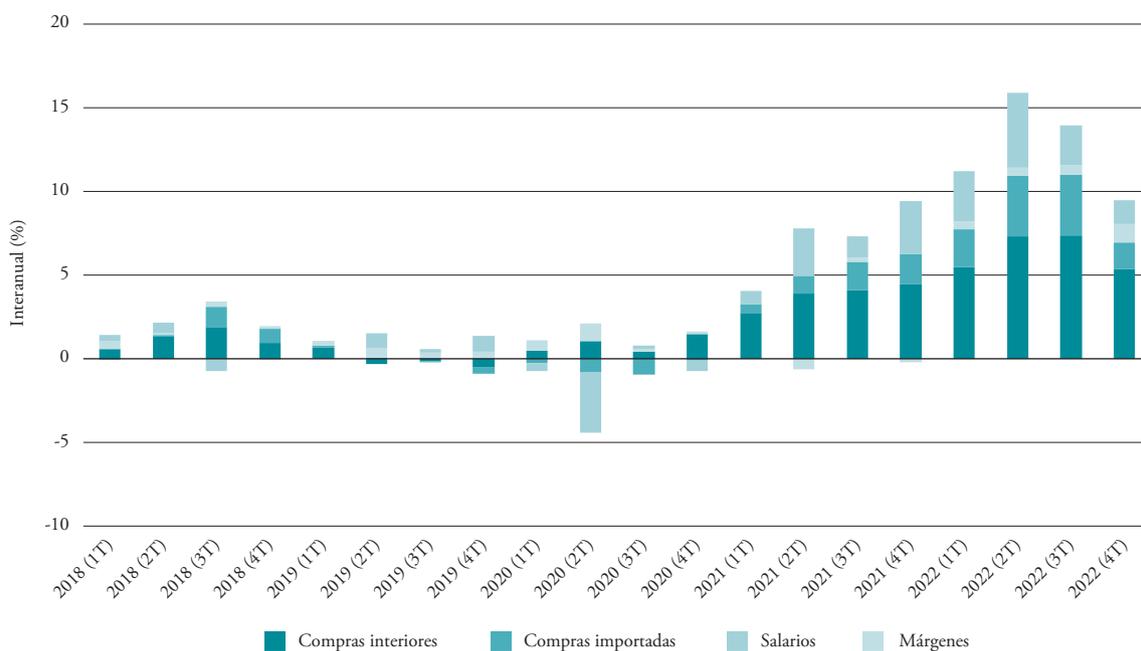
La lectura de este gráfico ilumina sobre lo que pretendemos discutir. Así, aquellos sectores donde más aumentaron los precios relativos, más hacia la derecha en el eje horizontal, fueron aquellos donde, a precios constantes, las ventas crecieron menos, es decir, experimentaron una menor demanda relativa frente a las puertas de sus negocios.

En otras palabras, los sectores que subieron más los precios fueron aquellos donde hubo un menor aumento de la demanda de sus bienes. Esto ofrece una evidencia clara de cuál fue el origen de la subida de la inflación en su punto más álgido. Y es que, si la inflación hubiera tenido un origen eminentemente de demanda, sería improbable observar tal relación decreciente, sino más bien creciente. Cuando la inflación es de demanda, los precios reaccionan en la misma dirección que las compras, no en dirección contraria. Si la inflación hubiera sido

de demanda no habríamos observado aumentos de demanda menores en sectores con mayor aumento de precios. En ese caso, el impulso de demanda habría precedido a un aumento de precios, y con ello habrían establecido una relación en el mismo sentido, no en el contrario.

Por lo tanto, el gráfico mostrado plantea indicios muy claros sobre el origen de la inflación experimentada. Una vez sabemos que su origen más probable es el aumento de ciertos precios de bienes y servicios, la pregunta es qué papel han podido jugar otros factores que entran en la formación de los precios. Para ello el Gráfico 3 muestra una descomposición de la evolución de los precios en sus principales componentes, a saber, costes laborales unitarios, costes unitarios por adquisición de bienes y servicios para la producción y excedente por unidad de producto.<sup>1</sup> De nuevo, se analiza la cuestión a partir de los datos trimestrales que para diversos sectores publica la AEAT. En este ejercicio, lo que se denomina excedente se obtiene como saldo entre ingresos por producto (precio medio) y costes unitarios (laborales y por adquisición de bienes y servicios). Sin embargo, bajo una serie de supuestos, su evolución nos puede ayudar a aproximar la de los precios y arrojar luz sobre las causas de su comportamiento.

**Gráfico 3. Evolución de los precios (deflactor implícito). Tasas de crecimiento interanual**



Fuente: AEAT y elaboración propia.

<sup>1</sup> Sobre esta cuestión entraremos en más detalle en los siguientes apartados, particularmente cuando descompongamos la evolución de los precios en el sector comercial.

Así pues, muy buena parte de la evolución de los precios desde 2021 viene explicada por el aumento de los costes asociados tanto a la adquisición de bienes interiores como importados. Esto, evidentemente, encaja perfectamente con el gráfico anterior, confirmando el origen de la inflación como una inflación principalmente de costes (de oferta). En segundo lugar, queda perfectamente reflejada la no existencia de efectos de segunda ronda salariales, al menos hasta el IV trimestre de 2022. El aumento de los salarios, y que tanto temor suscitó desde el principio dadas experiencias pasadas de espirales inflacionistas, no jugó ningún papel relevante, al menos hasta finales del año mencionado. Finalmente, nos queda el excedente, y cuya aportación, sin ser similar a la de los costes, sí ha jugado, no obstante, un papel particularmente relevante. Sin embargo, esta aportación parece debilitarse al final del año 2022.

Es sin duda este último resultado el que puede generar mayor controversia. ¿Cómo puede casar este resultado último con los mensajes lanzados por instituciones y analistas de que, al menos hasta finales de 2022, tampoco los excedentes, o llamados márgenes con cierta confusión, han jugado un papel relevante en la inflación, al menos, como vectores de efecto de segunda ronda? No es complicado entenderlo: el aumento de los beneficios por productos durante buena parte de 2022 estuvo concentrado en sectores muy concretos y que son, de hecho, aquellos que jugaron un papel importante en la traslación de la subida de costes: refino y su distribución, así como energía eléctrica. Esto explicaría que el máximo de la aportación de los excedentes se observe en el segundo trimestre de 2022.

Pero, entonces, ¿cómo es posible que los excedentes se estén recuperando a principios de 2023 y su aportación pudiera ser menor a la inflación? Hay explicaciones que encajan bien con esta situación. Una de ellas es la caída de los márgenes en los sectores que fueron sus impulsores previos por la reciente caída de los precios energéticos. De nuevo, los márgenes evolucionan, y por ello los beneficios empresariales, con grandes diferencias entre sectores. En segundo lugar, porque las subidas posteriores estarían concentradas en sectores con menor peso económico, aunque no por ello menos estratégicos (explotaciones agrarias y ganaderas). Finalmente, porque el aumento de los excedentes, y posiblemente los márgenes actuales, simplemente esté rellenando del espacio dejado por la caída de los costes energéticos unido a cierta resistencia de no pocos precios a bajar. Es decir, los márgenes pueden estar jugando el papel que le permite la histéresis de precios: no bajando precios, pero con la retirada del aumento de costes de ciertas materias primas, muchas empresas están recuperando pérdidas anteriores.

## 2.2. *Inflación de costes*

Así pues, de la evolución de los precios mostrada en el apartado anterior no procede de causas infusas sin explicación alguna. Tanto nuestro país como las del resto de las economías de nuestro entorno han experimentado un proceso similar que responde, sin posibilidad de que no fuera de este modo, a causas comunes que exceden a nuestros límites físicos como Estado. Estas causas comunes se hunden en el mismo proceso económico generado por la irrupción

de la pandemia y su resolución. Es pues necesario ahondar en dichas razones que son aquellas que, tras diversos procesos de traslación y mutación, han derivado en estos dos últimos años en un claro aumento de los precios finales de no pocos bienes comercializados.

Así, en primer lugar, podemos indicar que buena parte del *shock* inicial en los precios se produce por factores globales que terminan afectando a los costes internos. El auge inicial de determinados precios internacionales durante 2021 podría responder a cuatro razones muy concretas, aunque, posteriormente, se añada una más. Estas cuatro razones iniciales, derivadas de una causa común como es la onda expansiva de una pandemia, explicarían buena parte del comportamiento de ciertos precios desde primavera de dicho año hasta iniciado 2022.

- En primer lugar, la rápida reacción de la demanda global tras la apertura ante una oferta que tuvo enormes dificultades para reaccionar al ritmo exigido. La crisis de la covid-19 dejó las existencias globales de determinados productos en niveles muy ajustados, ante la supuesta creencia de que la crisis originada por el virus sería aún más profunda y mayor de lo esperado. Una vez que parte de las restricciones en numerosos países a la movilidad y a la actividad se fueron relajando, en especial gracias al avance exitoso en parte de las economías occidentales de los procesos de vacunación y del despliegue de ayudas al sostenimiento de rentas, la reacción de la demanda fue intensa e incluso explosiva. Dicho crecimiento, con unas cadenas de suministros momentáneamente en cortocircuito, provocó una escasez inmediata y, por ello, una presión sobre las mismas a medida que las existencias se acercaban al agotamiento. Dicha presión fue mucho más intensa en aquellos productos donde la producción no era inmediata, y donde el reajuste de los suministros fue complejo. Este es el caso, por ejemplo, de los chips o de industrias vinculadas a esta como son, por ejemplo, la del automóvil. Prueba de que el impulso proviene principalmente en esta fase de la demanda puede observarse en que, a pesar de que la oferta de muchos productos aumentó rápidamente, los precios de muchos de estos productos no dejaron de crecer.

No obstante, este aumento de la demanda no habría generado presiones en segmentos de bienes y servicios de no ser por la incapacidad temporal de la oferta para suministrar aquellos bienes deseados. Hubo un impulso de una demanda sobre una oferta temporalmente en fuera de juego.

- En segundo lugar, la composición del consumo durante estos meses pivotó desde los servicios a los bienes industriales. En unas economías donde buena parte de la actividad y del consumo está orientado a los servicios, este hecho impuso una mayor presión hacia los bienes fabriles, lo que añadió impulso a su demanda y, por ello, a sus precios. Los servicios son bienes que, en no pocos casos, son parcial o directamente no rivales, es decir, el consumo de estos por un consumidor no tiene por qué impedir que otro haga lo mismo. Es por ello por lo que el efecto de una mayor demanda sobre un servicio no tiene por qué generar una presión tan intensa como lo puede hacer en el caso de los bienes industriales. Por lo tanto, las restricciones a la actividad exterior o la limitación a los desplazamientos, entre ellos los turísticos o actividades de servicios que comportan contacto social explicarían, en parte, este desvío de consumo a bienes industriales y, con ello, una mayor presión sobre sus precios.

- En tercer lugar, podría señalarse las consecuencias que para una red de producción diseñada y engrasada para tiempos normales tuvo la parada parcial debido a la pandemia durante el año 2020. Esta red, que funcionó a la perfección por años, encontró serias dificultades para alcanzar el óptimo cuando se venía de una parada técnica. La actividad productiva ha convergido a un sistema donde se produce bajo demanda. Los pedidos de muchas industrias son casi nominativos y para ello es necesaria una logística con detalles muy definidos. El virus paralizó esta logística y reiniciarla supuso enormes y serios problemas.
- En cuarto lugar, es necesario añadir un cuarto efecto, denominado «látigo». Según este efecto, los agentes económicos, ante una posible expectativa de subida de precios o de cortes de suministros ante la reducción de las existencias, tratan de acaparar existencias para evitar precisamente no disponer de las mismas cuando estas sean necesarias. Estas acciones terminaron por introducir más presión a una oferta ya saturada. Esto suma, por lo tanto, a la gestión de los canales de distribución ante la avalancha de pedidos y demanda.

Sin embargo, estas razones solo explicarían parte del aumento de ciertos precios de los bienes industriales a lo largo de finales de 2020 y parte de 2021, pero por sí solas no lograrían explicar la evolución posterior y más virulenta a partir de 2022.

Existen otras causas adyacentes y complementarias que podrían explicar la evolución de precios, como son los energéticos, y en particular como veremos a partir de febrero de 2022, y que, como bien sabemos y al estar incluidos en prácticamente todas las cadenas de valor de los bienes producidos globalmente, se sumaría a las presiones para la subida de precios de los productos industriales, dotando a este episodio, como se ha adelantado, de un marcado carácter de costes.

**Gráfico 4. Evolución de los precios internacionales del crudo y del gas TTF**



Fuente: Bdsice, Ministerio de Economía.

En este caso, en particular el precio del gas y del crudo, experimentaron igualmente subidas intensas durante buena parte de 2021 y 2022. Aunque las razones para ello se pueden encontrar en la lista anteriormente desarrollada, en este caso, y por el fuerte carácter geopolítico y geoestratégico de estos bienes, sería necesario sumar otras razones más a las ya argumentadas.

En particular, y en referencia a los precios del gas, se podría argumentar que estos se vieron atrapados en una tormenta perfecta, y que aunó tanto una menor oferta frente a una mayor demanda para continuar con su papel estratégico en la ofensiva rusa sobre Ucrania y que se vio reforzado por el inicio de la guerra.

En cuanto a la mayor demanda, en 2020, un verano de temperaturas particularmente elevadas en los Estados Unidos exigió una mayor necesidad de gas para satisfacer una demanda eléctrica que alimentara los sistemas de refrigeración. Una de las consecuencias directas de este mayor consumo fue la caída de las existencias para los meses de invierno de entre 2020 y 2021. A este mayor calor habría que sumar un clima invernal más extremo a inicios de 2021 y, finalmente (en España sufrimos el paso de Filomena), los efectos del huracán Ida que mantuvieron durante días prácticamente cerrada la actividad de extracción de gas del Golfo de México y a un rendimiento inferior al normal durante semanas.

A estas causas que afectaron a la oferta debemos sumar, ya más cercano desde el punto de vista geográfico, las incertidumbres generadas tanto por el conflicto ucraniano y sus derivadas sobre el suministro de gas a Europa desde Rusia desde el verano de 2021 o, ya en clave nacional, el propio conflicto entre Argelia y Marruecos que presionó una vez más los precios al ser el primero el gran suministrador de gas para España.

A todo ello, también, debe sumarse la existencia de una más que probable *infrainversión* en los sectores extractivos de estos recursos naturales dada la evolución negativa de los precios energéticos desde 2014 hasta 2019. Además, habría que sumar el fuerte impulso de los diferentes gobiernos en inversiones en energías renovables, junto con una menor expectativa de rentabilidad a largo plazo en estos sectores que ha podido reducir el impulso inversor necesario en estos últimos años. En consecuencia, esta menor oferta estructural generada por un retroceso en planes de inversión podría haber alimentado, aún más, el efecto de una demanda intensa sobre una oferta más inelástica que en períodos anteriores.

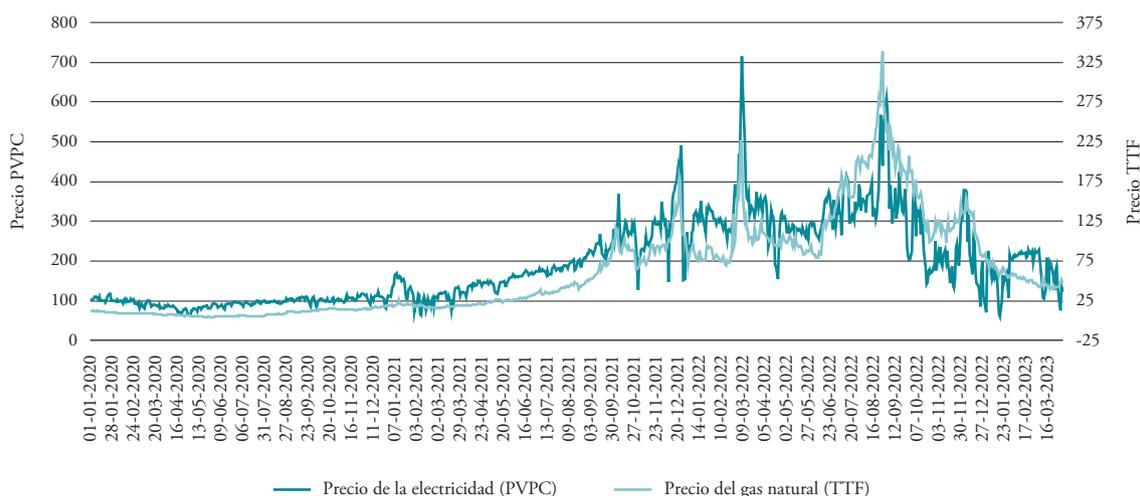
Pero, sin embargo, la razón final que transformó un aumento moderado de los precios en todo un episodio histórico de inflación llegó en febrero de 2022. La guerra iniciada el 24 de dicho mes impulsó al alza, pulverizando récords de cualquier subida anterior, los precios del gas y del crudo hasta niveles nunca previstos solo semanas antes. Particularmente en el caso del primero esta evolución lo llevó a niveles (medidos por el gas TTF) máximos cercanos a los 340 euros por MWh, es decir, más de siete veces el precio marcado solo en los meses anteriores. No cabe duda de que esta evolución de los precios de las *commodities* mencionadas y todo lo anterior pusieron presión en aquellos precios que, de forma directa o indirecta, afectaban a las cadenas de producción de no pocas actividades productivas. Es en este momento cuando las razones de oferta no solo aparecen en el escenario de forma dramática tomando un absoluto protagonismo, sino que terminan explicando buena parte del aumento observado de precios durante 2022.

### 2.3. Del crudo y el gas hacia otras actividades

No cabe duda de que el proceso de crecimiento de los precios de estas *commodities* desde inicios de 2021 golpeó de forma intensa y transversal a la economía en su conjunto. Aunque en un inicio, para las principales economías occidentales y emergentes, los precios que aumentaban fueron aquellos que más directamente estaban asociados a los energéticos, todo el proceso de presión sobre las cadenas de distribución terminó por impulsar buena parte de los costes de importación de no pocos bienes y cuyos precios se vieron igualmente elevados, así como los precios interiores afectados de forma directa o indirecta por los anteriores. Esto, que es cierto para el conjunto de la economía, no lo es menos para determinados sectores productivos, como es el caso de la comercialización, influido directamente por la evolución de los precios en origen de los sectores proveedores, como son el agrícola, el ganadero o las industrias asociadas a estas actividades y otras de productos finales comercializados por medianas y grandes superficies.

Así, en primer lugar, el sector agrícola y ganadero se convirtió en el epicentro de buena parte de las subidas de costes comentadas. Entre los insumos que este sector obtiene del exterior, no pocos de ellos sufrieron aumentos intensos en sus precios desde finales de 2020; desde los fertilizantes hasta los bienes de capital para llevar a cabo las inversiones productivas necesarias para expandir o modernizar las actividades. Sin embargo, y aunque como veremos, esta subida de precios afectó a prácticamente toda la cadena de producción del sector, no ha sido tan relevante como la de uno de los productos claves para lograr un adecuado rendimiento de las actividades agrícolas: los fertilizantes.

Gráfico 5. Evolución del precio de la electricidad y del gas TTF



Fuente: Red.es y BdSice.

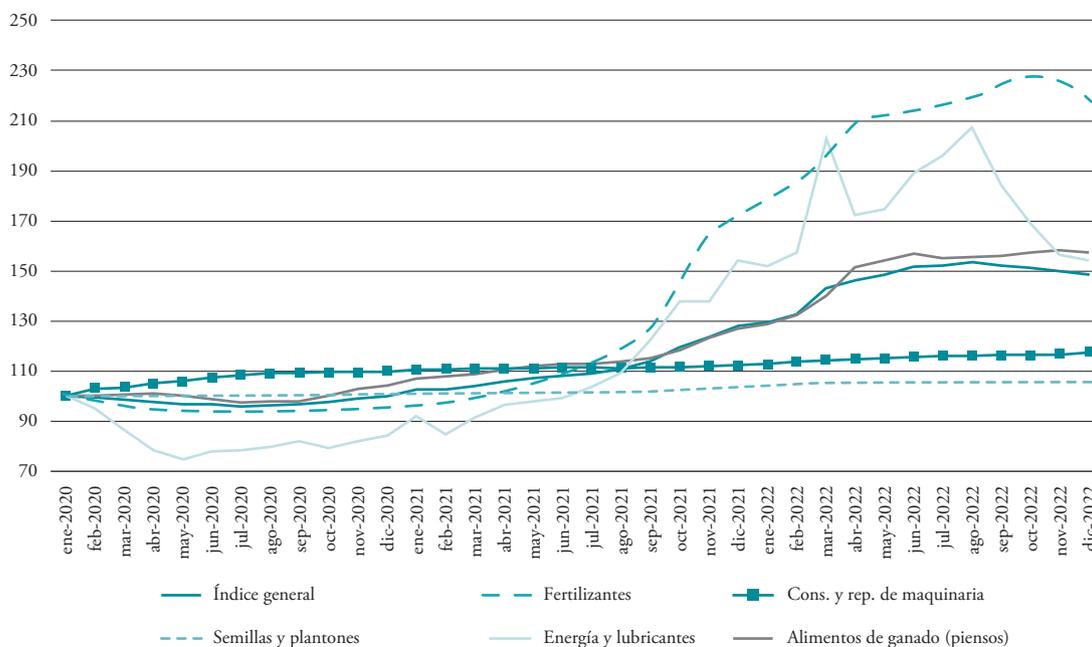
En buena parte de la producción de fertilizantes, el gas natural es un ingrediente absolutamente necesario. Y lo es tanto para derivar de él componentes químicos fundamentales para su producción, como para proporcionar el calor necesario para las reacciones necesarias durante los procesos de transformación productiva. Es por esta razón por la que la subida del precio del gas natural ha supuesto para las plantas de fertilizantes un aumento considerable de los costes de producción y, es por esta misma causa que durante un tiempo, a parte de estas empresas no les haya compensado el aumento de los precios finales de sus productos, forzándolas a limitar en algún momento su producción. A esto habrá que añadir la posición estratégica de Rusia en el suministro de estos productos, lo que, una vez iniciada la guerra e impuestas las sanciones al país agresor, impulsará una vez más los precios de estos insumos hasta niveles desconocidos.

La consecuencia directa, sin duda, de este aumento tanto de los costes presentes como de las expectativas de subidas de estos que durante un tiempo descontaron los mercados es que muchos productores, en particular pequeños y medianos de los sectores agrícolas y ganaderos, se enfrentaron a una menor rentabilidad de sus explotaciones durante 2022 del mismo modo que ya ocurriera en 2021. Además, estos aumentos de costes, extendidos por el tiempo y por las cadenas de producción a otros insumos como son la alimentación de ganado, el suministro de energía o el de combustibles, obligó a algunas explotaciones, en particular las ganaderas, a reducir su tamaño, concentrando su actividad en los segmentos más eficientes de sus líneas de producción. En el caso, por ejemplo, de la ganadería láctea, donde el aumento de costes elevó más de un 50 % el sacrificio de ganado, incentivado además por el aumento de los precios de la carne, lo que generó una reducción, durante el verano y otoño de 2022, de la producción lechera. Este efecto en cadena, por lo tanto, generó impulsos a lo largo y ancho de toda la cadena de producción de alimentos que no tardó, como si fueran diversas réplicas de un terremoto, en alcanzar a los precios finales de ciertos productos. Similares perfiles demostraron, además, otros precios de alimentos como son el azúcar, los huevos o algunas frutas y hortalizas frescas.

Así, por ejemplo, en el Gráfico 6 se muestra la evolución desde 2020 hasta diciembre de 2022 de los precios pagados por los agricultores españoles de productos utilizados por las explotaciones agrícolas y ganaderas para el desarrollo de su actividad. Este gráfico, que emula a un palo de hockey en algunas de las series con máximos en otoño de 2022, refleja el aumento exponencial de los precios en este período que se comenta.

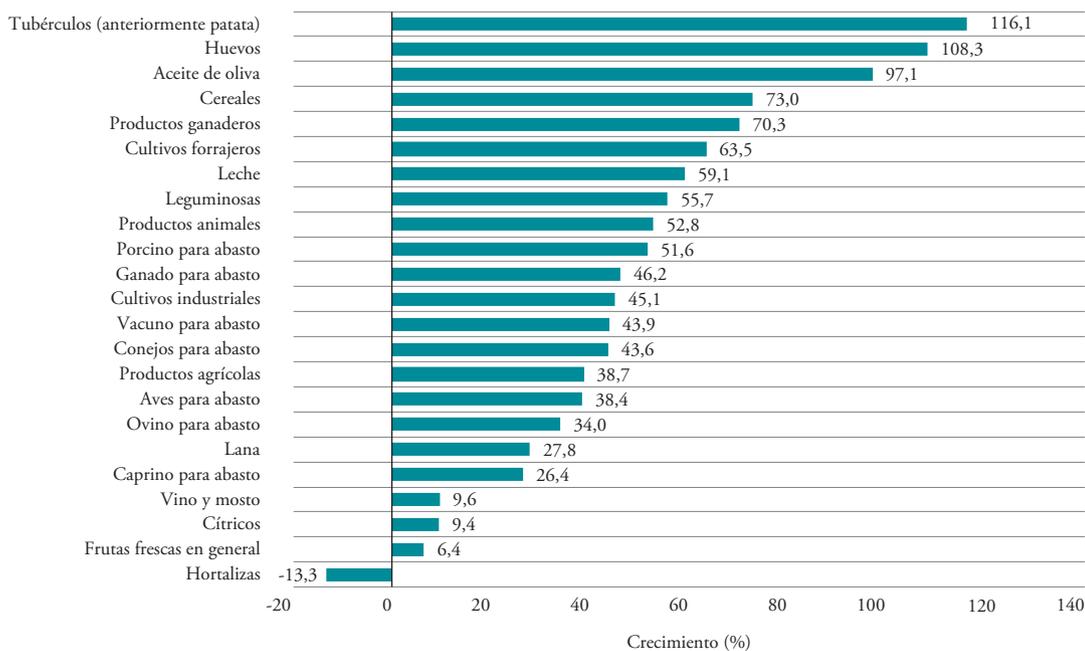
Así, como se ha adelantado, de los insumos del sector el que más impulso mostró en sus precios fue el de los fertilizantes. En diciembre de 2022 los precios medios pagados por el sector agrícola por fertilizantes fue un 117 % superior al observado en enero de 2020. En segundo lugar, el alimento para ganado se elevó un 57 % del precio medio de inicios de 2022. A continuación, y muy cerca, se situó con un 54 %, el suministro de energía y lubricantes. Finalmente, y con subidas muy moderadas, se encontraban reparación de maquinaria, con un 17 % y semillas y plántones con un 5 %. En general, y como media, los costes soportados por las explotaciones agrarias y ganaderas habrían aumentado desde el 1 de enero de 2020 y hasta finales del 2022 un 48 %, aunque habiendo alcanzado un máximo en agosto de 2022 con un 53 %.

**Gráfico 6. Precios pagados por los agricultores y ganaderos (1 de enero de 2020=100)**



Fuente: elaboración propia a partir de los datos del Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación.

**Gráfico 7. Tasa de crecimiento de los precios percibidos por los agricultores y ganaderos (diciembre 2022 vs. enero 2021)**



Fuente: Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca.

En consecuencia, los precios percibidos por los agricultores y ganaderos sufrieron, igualmente, una subida para compensar como mínimo dicha alza de costes (Gráfico 7). A estas razones, además, se deben sumar los efectos de la sequía en los precios de determinados productos, así como la ruptura de la producción y de las cadenas de suministros para otros que sufrieron las consecuencias del inicio de la guerra.

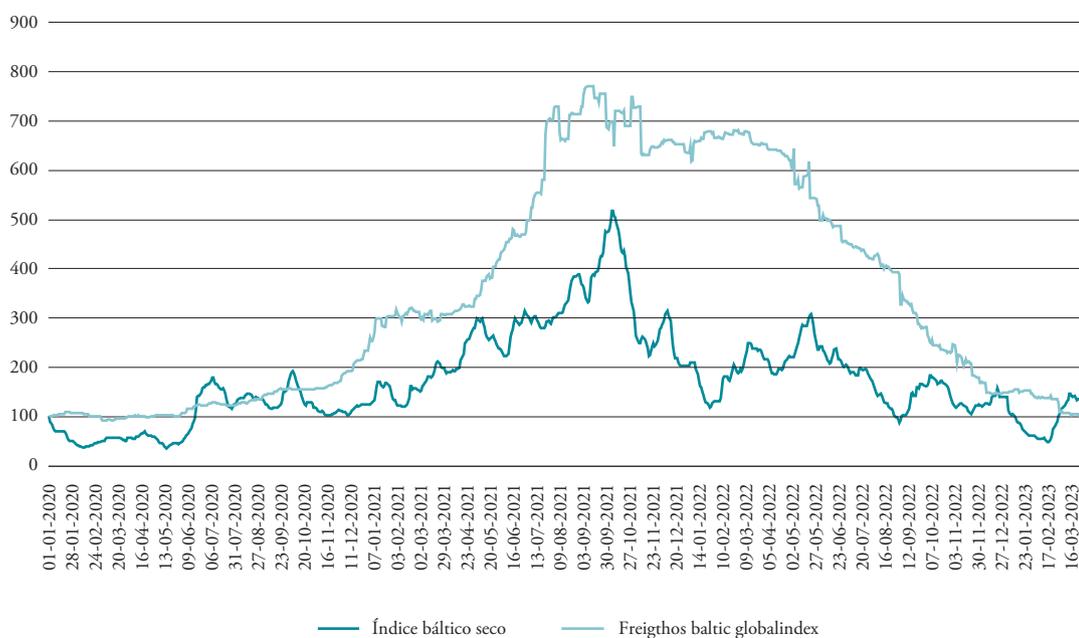
## 2.4. Transporte

Pero restringir el análisis del aumento de los costes para las estructuras productivas principales suministradoras de productos centrándonos solo en los precios pagados por los insumos es limitar en exceso el análisis.

Como se ha adelantado, la irrupción de la pandemia generó no pocos desajustes en el comercio internacional. La existencia de un sistema de producción-distribución-comercialización afinado durante años de evolución comercial y financiera en un sistema *on-demand* ha funcionado a la perfección durante tiempos normales. Sin embargo, una vez iniciada la recuperación de la pandemia, este ajuste saltó por los aires, provocando fuertes desequilibrios en dicho comercio que se tradujeron en subidas igualmente intensas de los precios.

Además, y debido a las restricciones comerciales y productivas derivadas de un impacto asimétrico de la pandemia en muchos países, las consecuencias del coronavirus también afectaron a la distribución regional de la producción, trasladándose parte de esta a regiones con mayor flexibilidad, pero a cambio de sufrir una mayor presión en su etapa de distribución, afectando sobre sus puertos, y por ello provocando una ralentización de los embarques y desembarques, cuando estos rápidamente alcanzaron su máximo potencial de actividad. Finalmente, esta ralentización conllevó a un congestionamiento, de tal modo que se aunaron tanto retrasos como encarecimiento de los servicios.

Pero otras razones están también detrás del encarecimiento de la distribución de las mercancías hasta bien entrado el año 2022. En primer lugar, y sin olvidar lo comentado anteriormente, el coste energético se ha traducido, obviamente, en un mayor coste de transporte por tonelada. Dicho coste necesariamente se trasladó al precio de los fletes. En segundo lugar, la producción de contenedores se vio reducida durante 2020. Esto llevó irremediablemente a que, durante 2021 y con el repunte de los pedidos, el precio por su alquiler se viera claramente presionado al alza. En tercer lugar, se observa que, dado el aumento de los costes y la competencia por alquilar los contenedores motivado por el aumento de la demanda mundial, las empresas navieras dieran preferencia a ciertas rutas donde se maximizara la carga.

**Gráfico 8. Evolución de los precios de los fletes (1 de enero de 2020=100)**

Fuente: Freightos.

Además, y finalmente, el mayor coste de los combustibles impulsó, una vez más, el coste en este caso del transporte marítimo, lo que obviamente se tradujo en un aumento de las tarifas. Todo ello, sin duda alguna, supuso un aumento de los precios pagados por los centros de producción nacionales, en particular aquellos fuertemente dependientes de las importaciones.

Así, puede observarse en el Gráfico 8 que la evolución de los costes de los fletes no dejó de crecer desde el otoño de 2020. Como se puede ver, el índice del báltico seco y el freightos baltic global index alcanzaban ambos un máximo en septiembre de 2021, con unos niveles de hasta más de cinco veces los observados en enero de 2020, antes de la pandemia. En el caso del segundo, el múltiplo fue de 7,7 respecto a los valores de primeros de 2020. A partir de esas fechas el precio de los fletes no dejó de caer, aunque a ritmos lentos, en particular el freightos, y cuya normalidad no llegó hasta finales de 2022. Todo esto, obviamente, debió tener su repercusión en los precios internos por la dependencia a la importación de numerosos bienes y factores productivos que se trasladaron a precios finales los durante meses siguientes.

Por lo tanto, estas presiones al alza tanto por las subidas de precios energéticos y por las consecuencias de la pandemia en la distribución comercial a través del comercio marítimo global, no ha podido ser inocua en los precios de los diferentes insumos de diversos sectores, en particular el de producción y comercialización de alimentos. Si bien ya hemos comprobado que los precios a la importación de ciertos bienes, como son los abonos, se dispararon por las causas anteriormente citadas, también podemos decir lo mismo del resto de precios que el sector se ha tenido que ver obligado abonar.

## 2.5. La sequía

Finalmente, y como consecuencia de la sequía, nuestro país está experimentado una repercusión en sus precios agrícolas y ganaderos de esta situación y que podría cifrarse, según los datos de Eurostat, en un ajuste de la producción física del 18 % en 2022.

Los efectos de esta caída de la producción son evidentes en los precios. La Tabla 1 obtenida del informe «El aumento del precio de los alimentos en España: ¿qué esperar?» del Caixabank Research, nos muestra que la caída de producción en España fue generalizada para el año 2022, e igualmente generalizada fue el aumento de los precios.<sup>2</sup> Este efecto terminó por prolongarse durante 2023 dada la continua escasez de lluvias, lo que provocaría, a su vez, un aumento continuado de aquellos precios cuyos productos no pueden ser importados en la magnitud necesaria para sostener la oferta de años anteriores. Particular virulencia sufrió el precio del aceite, cuya escasez no puede suplirse, como en otros productos, por importaciones.

**Tabla 1. Volumen de cosechas y precios agrícolas**

Crecimiento en 2022	Cosecha	Precio
Cereales	-24,3	42,5
Leguminosas	-18,7	31,0
Patata	-7,0	34,0
Cultivos industriales	-11,5	31,1
Cultivos para la alimentación del ganado	-18,4	46,3
Hortalizas	-14,7	19,9
Cítricos	-11,0	-18,3
Frutales	-23,8	4,0
Viñedos	1,9	16,0
Olivar	-48,4	27,3

*Fuente:* El aumento del precio de los alimentos en España: ¿qué esperar? Caixabank Research.

Para concluir, no podemos descartar por completo el papel de la demanda en la evolución de la inflación desde 2020. Este capítulo no busca rechazar ninguna explicación desde esta perspectiva. Como se mencionó anteriormente, la salida de la pandemia ejerció presión sobre algunos precios, en parte debido al aumento relativo de la demanda de ciertos productos y, en

<sup>2</sup> <https://www.caixabankresearch.com/es/analisis-sectorial/agroalimentario/aumento-del-precio-alimentos-espana-esperar>

parte, debido a problemas de oferta, como la incapacidad de los proveedores para disponer de los *stocks* necesarios a tiempo. Sin embargo, estos factores han quedado eclipsados por los efectos de la crisis energética, que finalmente ha dominado cualquier otro impulso que afectara a los precios.

También es importante recordar que ciertos precios han tenido un protagonismo destacado en los últimos meses, especialmente después de la primera oleada de la crisis energética. En primer lugar, el ajuste de precios que cambian cada poco tiempo (principalmente algunos servicios) absorbió el aumento de costos y precios entre finales de 2022 e inicios de 2023, afectando a sectores cuya estructura de costos los alejaba del epicentro energético, al contrario que otros que los absorbieron más rápidamente, como fueron los alimentos o el transporte. Por último, la recuperación definitiva del turismo y el ocio, impulsada únicamente por factores de demanda, contribuyó al aumento de los precios en este sector desde principios de 2023, lo que generó un incremento en la inflación durante la primavera y el verano de este año.

### 3. Resumen

El propósito de este capítulo es analizar las causas del aumento de la inflación a partir de 2021, prestando especial atención a la situación en España. Como hemos mencionado previamente, la inflación se originó principalmente por razones de costos, sin evidencia clara de causas monetarias. La rápida recuperación posterior a la pandemia generó una fuerte demanda que superó a una oferta que se estaba recuperando a un ritmo más lento, ejerciendo presión al alza sobre los precios de varios insumos y bienes industriales.

A partir de febrero de 2022, el conflicto en Ucrania contribuyó a un aumento en los precios del gas y del petróleo, lo que impactó en toda la economía debido al uso de energía en la producción, especialmente en la generación de electricidad y en el sector del transporte. Sin embargo, este aumento en los precios energéticos también afectó a otros aspectos de la economía a través de distintos canales.

El incremento en los precios de los fertilizantes, que dependen del gas, tuvo un efecto dominó en los alimentos, ya que estos dependen de fertilizantes y otros insumos que también se vieron afectados, impactando así directamente en el coste de la cesta de la compra de las familias españolas.

Finalmente, aunque en menor medida, la demanda también ejerció presión sobre la inflación a medida que la economía se recuperaba de los efectos de la pandemia, aunque este efecto quedó eclipsado por la crisis energética. La recuperación del turismo y el ocio añadió presión adicional a los precios, contribuyendo así al aumento de la inflación.





MEDITERRÁNEO  
ECONÓMICO  
38

- I. El retorno de la inflación
- II. Razones: materias primas, costes y márgenes
- III. Políticas monetarias y de intervención
- IV. Sociedad: percepción y consecuencias





# NUEVAS FORMAS DE ENTENDER Y CONTENER LA INFLACIÓN

*Federico Steinberg*

Universidad Autónoma de Madrid y Real Instituto Elcano

*Jorge Tamames*

University College Dublin y Real Instituto Elcano

## Resumen

Este artículo analiza desde una perspectiva de economía política por qué el marco conceptual dominante sobre la inflación ha dificultado la reacción de política económica y explora los aspectos distributivos de la misma. Entender la subida de precios como un problema distributivo (además de monetario) permite analizar tensiones entre deudores y acreedores en la economía global, así como entender de qué manera las subidas de precios generan ganadores y perdedores tanto entre como dentro de diferentes economías nacionales. Nuestro análisis subraya que el ajuste se ha cargado más sobre los salarios de lo que hubiera sido deseable (sobre todo en Europa y España, donde la inflación ha sido más de oferta que de demanda), y sugiere que la respuesta de política económica no puede pasar solo por un endurecimiento de las condiciones monetarias, sino que debe dar un lugar a la política fiscal. Solo así se reducirá el riesgo de que un porcentaje cada vez mayor de la población se descuelgue del crecimiento económico, con el subsiguiente impacto sobre la estabilidad política.

## Abstract

*This article analyses, from an economic policy perspective, why the dominant conceptual framework for inflation has hindered the economic policy reaction and explores the attendant distributive aspects. Understanding the rise in prices as a distributional problem (as well as a monetary one) allows the tensions between debtors and creditors in the global economy to be analysed, and helps afford an understanding of how price increases generate winners and losers both between and within different national economies. Our analysis emphasises that the brunt of this problem has been borne by wages more than would have been desirable (especially in Europe and Spain, which have had more demand-side than supply-side where inflation). It also suggests that the response of economic policy must involve not only a tightening of monetary conditions but also rely on fiscal policy. Only in this way can we avert the risk of an ever larger percentage of the population falling further behind in economic growth, with the subsequent impact on political stability.*

## 1. Análisis

La inflación se ha convertido en el «enemigo público número uno». Tras décadas de inflación muy baja —tanto que dejó de ser un tema de preocupación para la ciudadanía, lo que contribuyó al anclaje de sus expectativas y al prestigio de los bancos centrales— las alzas de precios recurrentes regresaron a la economía mundial a partir de 2021. Con el rebote económico pospandemia, los precios, alimentados tanto por los estímulos fiscales y monetarios como por restricciones de oferta y subidas del precio de la energía y las materias primas, se aceleraron en todo el mundo, y muy especialmente en los países del Atlántico Norte. Los bancos centrales, muy poco acostumbrados a las subidas de precios y perdidos en debates académicos sobre si la inflación era permanente o transitoria, reaccionaron tarde. En 2022 la inflación se terminó de descontrolar: la invasión rusa de Ucrania elevó todavía más los precios de la energía, llevando la inflación a niveles todavía más altos —en muchos países por encima del 10 %— y obligando

a los bancos centrales a reaccionar con mucha más contundencia, elevando los tipos de interés de un modo no visto en más de 40 años.

Para sorpresa de todos, la contracción monetaria, con tipos de interés en el entorno (o incluso por encima) del 5 % en EE. UU. y la zona euro, no ha generado una fuerte caída del crédito ni una recesión generalizada, aunque sí ha provocado episodios de inestabilidad financiera, incluyendo la quiebra de cuatro bancos regionales en EE. UU., y de Credit Suisse (absorbido por UBS) en Europa. También resulta llamativo que las tasas de desempleo no hayan aumentado y que, a pesar de la volatilidad en los mercados financieros, el escenario base para los próximos años siga siendo un aterrizaje suave (FMI, 2023) de las economías de los países avanzados, pero no las duras recesiones que se vaticinaban cuando comenzó la invasión rusa de Ucrania en febrero de 2022. En todo caso, en el último encuentro de los banqueros centrales de Jackson Hole, en agosto de 2023, tanto Jerome Powell, presidente de la FED (Powell, 2023), como Christine Lagarde, presidenta del BCE, subrayaban la complejidad del actual entorno macroeconómico y las dificultades para saber cómo debería evolucionar la política monetaria. Constataban que la inflación había subido mucho más rápido de lo que habían anticipado, que tras alcanzar su pico estaba bajando más deprisa de lo que esperaban y, finalmente, se alegraban de (pero no entendían) que las bajadas de precios y las subidas de tipos de interés no vinieran acompañadas por un aumento del desempleo. Por último, no se atrevían a predecir dónde se encontrarán los tipos de interés neutrales una vez que termine el episodio inflacionista, aunque aventuraban que serían mayores que antes de la pandemia (entre el 2 % y el 3 %) debido a los cambios estructurales que está atravesando la economía mundial, sobre todo la fragmentación de la economía mundial y la necesidad de incrementar las inversiones para luchar contra el cambio climático. Ambos factores tenderán a elevar los tipos de interés neutrales, lo que en la jerga macroeconómica se conoce como  $R^*$ , dejando así atrás el largo de periodo de tipos de interés cero, bautizado por Larry Summers como «estancamiento secular», también caracterizado por un mayor desempleo e índices de crecimiento anémicos.

Una vez que la bestia inflacionaria parece estar bajo control, podemos afirmar que durante los últimos años la economía global ha sido víctima de una tormenta perfecta: varios *shocks* consecutivos de oferta y demanda han desconcertado a las autoridades y generado enormes conflictos distributivos, así como comportamientos oportunistas por parte de algunas empresas. Y es que la inflación de demanda, la generada por los estímulos monetarios y fiscales para luchar contra la pandemia y amortiguar y ayudar a la población ante la invasión rusa de Ucrania —es decir, la derivada del recalentamiento de la economía, a la que también contribuyó el ahorro embalsado durante la pandemia y el aumento del gasto en bienes de todo tipo, sobre todo en EE. UU.— se combate con subidas de tipos de interés. Sin embargo, la inflación de oferta, la generada por problemas en las cadenas de suministro (ya sean causadas por la pandemia, los prolongados confinamientos en China, la subida de los precios del transporte y, sobre todo, la subida del precio de la energía), no se puede combatir con este mismo instrumento. Al hacer más pobre al país cuya relación real de intercambio se deteriora porque lo que importa sube de precio en relación a lo que exporta, obliga a abrir un debate sobre cómo distribuir esa mayor pobreza entre los distintos actores; es decir, abre un conflicto distributivo.

En todo caso, y esa es la buena noticia, como señala el historiador económico Adam Tooze (2021), podemos hablar de una espiral inflacionista una vez que las expectativas de inflación futura alimenten ese fenómeno, algo que a lo largo de este proceso no parece haber ocurrido (Álvarez y Hansen, 2023). Para consolidar esa espiral inflacionaria en los años 70, por ejemplo, fueron necesarias las subidas en los precios del petróleo por parte de la OPEP, una década de militancia sindical sin precedentes y una serie de acuerdos corporativos que indexaban las subidas de precios a salarios y prestaciones públicas, de modo que el conjunto de la economía entró en una peligrosa espiral de subidas de precios y salarios que llevó a la inflación a los dos dígitos. Una inflación desbocada requiere, por tanto, un desanclaje de las expectativas de inflación al alza y una tímida reacción de la política monetaria para contenerla. Estamos lejos de reproducir ese escenario porque las expectativas de inflación a largo plazo apenas han subido. Pero en este proceso, quienes han soportado la mayor parte de la carga del ajuste (en forma de empobrecimiento) han sido los trabajadores. Los salarios han crecido por debajo de la inflación (aunque en la segunda mitad de 2023 algunos comenzaban a recuperar poder adquisitivo), lo que ha alimentado el descontento social. De hecho, España ha sido el país donde más poder adquisitivo han perdido de toda la OCDE.<sup>1</sup>

Un reparto equitativo de los costes de la inflación hubiera llevado a un pacto de rentas, en el que las subidas de salarios, de beneficios e incluso de pensiones se hubieran coordinado para que los distintos grupos sociales «compartieran» la carga del ajuste. Pero eso no parece haber sido así.

Eso se debe a que, como argumentamos en las siguientes páginas, nuestra forma de entender la inflación está anclada en debates políticos y académicos que se retrotraen a la década de 1970. Estas posiciones han condicionado nuestra forma de entender el fenómeno y responder ante él. Sostenemos que las ideas sobre el funcionamiento de la inflación tienen implicaciones materiales directas y han dificultado una mejor respuesta de política económica. Asimismo, explicamos por qué es importante entender la inflación como un fenómeno distributivo además de monetario. La inflación, considerada de esta forma, refleja tensiones entre deudores y acreedores en la economía global. Además, produce ganadores y perdedores tanto entre como dentro de diferentes economías nacionales, sobre todo si no se pueden adoptar decisiones cooperativas para repartir equitativamente la carga del ajuste.

Tras más de dos años haciendo frente a la inflación, estamos en condiciones de diagnosticar con mayor precisión sus orígenes y proponer un tratamiento más adecuado para combatirla de forma que los costes del ajuste estén más equitativamente distribuidos tanto entre distintos países como en los diferentes grupos sociales. Así, los tipos de interés son un instrumento necesario pero insuficiente para contener una inflación que —al menos en una UE energéticamente dependiente del exterior— responde a factores de oferta más que de demanda. Seguirá siendo necesario utilizar la política fiscal para mitigar su impacto más adverso sobre los grupos más desfavorecidos, así como adoptar medidas adicionales para contener el alza de precios.

<sup>1</sup> Lema, M. (2023): «España es la gran economía donde más bajaron los salarios reales en 2022»; *El Confidencial*. Disponible en: [https://www.elconfidencial.com/economia/2023-04-25/espana-economia-mas-bajaron-salarios-reales-inflacion\\_3617413/](https://www.elconfidencial.com/economia/2023-04-25/espana-economia-mas-bajaron-salarios-reales-inflacion_3617413/) (consultado el 13 de octubre de 2023).

## 2. Dos formas de entender la inflación

La escalada de precios ha sorprendido porque nos habíamos acostumbrado a vivir en un mundo sin inflación. Esa ausencia se debe —resumiendo y simplificando— a que a principios de los años 80 nos adentramos en un entorno macroeconómico internacional cuya prioridad era, entre otras cosas, mantener la estabilidad de los precios. Si en la época dorada del keynesianismo (1945-1973) la prioridad de las economías occidentales fue mantener el pleno empleo —incluso a costa de que subiese la inflación de forma moderada—, con el tiempo este orden de prioridades se invirtió. El punto de inflexión fueron precisamente los años 70. Las crisis del petróleo de aquella década generaron una combinación de inflación y estancamiento económico, conocida como estanflación, que los modelos macroeconómicos vigentes —la llamada síntesis neoclásica, y en particular la curva de Phillips, que postulaba una relación inversamente proporcional entre empleo e inflación— no eran capaces de explicar ni atajar, y que abrirían la puerta a la revolución de las expectativas racionales en macroeconomía.

Para establecer este cambio de prioridades se promovieron una serie de medidas —empezando por subidas abruptas de tipos de interés, siguiendo con el debilitamiento de los sindicatos y terminando con la internacionalización de las cadenas de producción, el auge del sector financiero y la entrada de China en la economía global— que a menudo han repercutido negativamente sobre las clases medias y trabajadoras occidentales al disparar la desigualdad económica. Pero a todas luces triunfaron: crearon un mundo sin inflación. Las inyecciones de liquidez masivas por parte de los bancos centrales en las crisis de 2008 y 2020 no han alterado esta realidad. Hace mucho que dejamos de vivir en un mundo en el que, como proclamaba Milton Friedman, la inflación es siempre y en todas partes un fenómeno monetario.

John Maynard Keynes, sin embargo, proporciona un punto de partida distinto para entender el episodio inflacionario que vivimos. «La dificultad no radica en las ideas nuevas», advirtió en el prólogo de su *Teoría General del Empleo, el interés y el dinero*, «sino en escapar de las viejas que, para quienes hemos recibido la formación más convencional, se ramifican hasta alcanzar cada esquina de nuestra mente» (Keynes, 2017; p. 5). La inflación es un ejemplo perfecto: su retorno se inscribe en un conjunto de ideas antiguas e imprecisas.

El relato convencional arranca en la República de Weimar. La hiperinflación de los años 20 laminó a la sociedad alemana, causando un malestar generalizado que allanó el camino al nazismo. Alemania Occidental se propuso no repetir los errores del pasado y por eso estableció un prestigioso banco central, el Bundesbank, centrado en mantener la estabilidad de los precios. El valor de esta independencia quedó de manifiesto en la década de 1970. El banco central alemán fue el único capaz de navegar el fin del régimen monetario de Bretton Woods sin entrar en una espiral inflacionaria, como hicieron el resto de las economías europeas y EE. UU., cuyos bancos centrales no supieron mantener la estabilidad macroeconómica. Esto convirtió el marco alemán en la moneda de referencia europea y al Bundesbank en el modelo sobre el cual se proyectó el Banco Central Europeo (BCE).

Según esta interpretación, combatir la inflación es vital porque, como explica la economista Carmen Reinhart (2021), «es un impuesto regresivo que les pega especialmente a los pobres». Si hoy los precios se disparan, mañana será necesario subir los tipos de interés y cuadrar el gasto público, incluso a costa de socavar la recuperación económica poscovid. Es una hoja de ruta brusca, y además poco original: en 2011 el presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, subió los tipos de interés para contener un pico de inflación más bien modesto y causado por un *shock* de oferta (una subida del precio del petróleo y los alimentos), aún a costa de agravar la recesión económica. El caso paradigmático es el de Paul Volcker, el presidente de la Reserva Federal que recurrió a subidas aún más bruscas —haciendo descarrilar a las economías emergentes de la época y la presidencia de Jimmy Carter— para frenar la inflación en los 70 y principios de los 80.

La interpretación alternativa cuestiona las moralejas de este relato. Un estudio reciente de Gregory Galofré-Vila, Christopher Meissner, Martin McKee y David Stuckler (Galofré-Vila *et al.*, 2021) señala que no fue la hiperinflación de los años 20, sino las políticas de austeridad en los años 30 las que generaron un desafecto que se tradujo en apoyo al nacional-socialismo en Alemania. La década de 1970 también ofrecería moralejas distintas. La estanflación no se debió exclusivamente a las políticas fiscales o monetarias ni a las crisis del petróleo, sino también a la elevada militancia sindical. La oleada de huelgas de los años 70 generó un problema en el corazón del modelo económico keynesiano identificado por el economista Michał Kalecki (1943) tres décadas antes. En sociedades con pleno empleo y con una mano de obra altamente sindicalizada, argumentaba, tarde o temprano se desencadena una presión salarial sostenida. Debidamente organizados, los trabajadores son capaces de forzar a las empresas a promover subidas de salarios que no se corresponden con los incrementos en su productividad. Esto termina desatando la inflación. Sobre la base de esta intuición, Kalecki fue capaz de predecir el comportamiento de la economía en los años 70, a saber: la conformación de un poderoso bloque social, liderado por grandes empresas especialmente amenazadas por la inflación y la militancia sindical, y con el apoyo de economistas de prestigio —como Robert Lucas o el propio Friedman— orientado a la contención de la inflación mediante políticas ortodoxas y el abandono del keynesianismo de posguerra.

Siguiendo esta perspectiva, la relación entre bancos centrales independientes y baja inflación existe, pero no siempre en la dirección causal que se asume. Por ejemplo, la estabilidad de precios en un país podría reflejar que determinados sectores económicos con gran peso nacional —como el financiero en EE. UU. o el exportador en Alemania— la consideran deseable. La independencia de un banco central vendría así a simbolizar el compromiso con un *statu quo* preexistente. Contener la inflación importa porque, si alcanza cifras de dos dígitos —o, aún peor, cuando se dispara una espiral hiperinflacionaria— se convierte en un problema para el conjunto de la sociedad. Pero, en la medida en que a efectos prácticos actúa como un impuesto sobre ahorros o activos financieros, cuya posesión suele indicar un mayor grado de afluencia, el impacto de la inflación —siempre que sea moderada— no tiene por qué recaer en primer lugar sobre los más pobres.

En una línea similar, y desde el análisis económico ortodoxo, George Akerlof, William Dickens y George Perry (1996) también han desglosado los efectos redistributivos de la inflación a nivel macroeconómico. Subrayan cómo, dada la rigidez de los salarios, una inflación moderada genera niveles de crecimiento y empleo superiores a una inflación cero, porque facilita que se produzcan ciertos ajustes que son necesarios para el buen funcionamiento de la economía (quienes hoy proponen elevar el objetivo de inflación de los bancos centrales por encima del 2 %, entre los que están economistas tan prestigiosos como Olivier Blanchard, se inspiran en este análisis). El impacto redistributivo que conviene evitar, en todo caso, es el que produce la deflación, que hasta la llegada de la pandemia amenazaba de manera recurrente a la zona euro, porque hace muy difícil afrontar deudas y aumenta las probabilidades de impago.

Varias líneas de investigación recientes inciden en la pertinencia de entender la inflación como un fenómeno distributivo. El primero es un *paper* del propio servicio de estudios de la Reserva Federal. En un estudio publicado por el banco central estadounidense —y provocadoramente titulado «¿Quién mató a la curva de Phillips?»—, los macroeconomistas David Ratner y Jae Sim (2022) sostienen que el principal vector anti-inflacionario de la economía estadounidense en la década de 1980 no fueron las abruptas subidas de los tipos de interés decretadas por la Fed de Volcker, sino la política antisindical de Ronald Reagan, que logró quebrar la capacidad de los trabajadores norteamericanos para obtener alzas salariales que alimentaban la espiral precios-salarios. Los autores postulan una «Curva de Phillips Kaleckiana», en la que la fuerza sindical es un factor clave para entender el desarrollo de la inflación. En los años 70 y 80, hasta un 90 % de la misma, siempre según Ratner y Sim, pudo reducirse sin el recurso a una política monetaria restrictiva.

El estudio arroja dos conclusiones relevantes. La primera es que los tipos de interés son un instrumento más limitado de lo que habitualmente se considera a la hora de garantizar la estabilidad de precios. La segunda es que, entre todos los factores que inciden sobre la demanda agregada, la presión sindical desempeña un papel fundamental en la consolidación de las espirales precio-salarios. Tanto en EE. UU. como en la UE, esa presión es hoy una sombra de lo que era en la década de 1970.

Otro estudio reciente de Ben Bernanke y Olivier Blanchard (2023) incide en que la inflación actual no es, ni siquiera principalmente, un fenómeno monetario. Los autores señalan que los estímulos económicos en tiempos de pandemia generaron un aumento de demanda agregada y mercados laborales más ajustados, que sin embargo solo contribuyeron de manera «modesta» a generar inflación. Las principales causas de la misma han sido *shocks* de oferta en bienes como la alimentación y la energía, o servicios específicos (por ejemplo, el transporte marítimo). Así, y pese a que las cosas podrían cambiar en el futuro, los temidos efectos de segunda ronda han desempeñado un papel menor en 2021-2023.

Pese a este resurgir de ideas heterodoxas, el retorno de la inflación conjuró, como señala Tooze (2022), la larga sombra de los años 70. Se consideró, de manera generalizada, que la reacción de los bancos centrales tras un 2021 complaciente debía ser más severa. Mediante subidas de tipo abruptas e inflexibles se recobraría su credibilidad ante los mercados, evitando un desanclaje de

las expectativas de inflación. Fieles a esta hoja de ruta, primero la Reserva Federal y después el Banco Central Europeo instrumentaron de 2022 en adelante una subida de tipos sin precedentes históricos cercanos: de más de 500 puntos básicos en el caso de la Fed, y de algo menos (al menos cuando este artículo terminó de escribirse, en octubre de 2023) el caso del BCE. Así, los tipos de interés se consolidaron como la principal herramienta para contener la inflación incluso en la zona euro, donde la inflación venía causada más por factores de oferta que de demanda.<sup>2</sup>

### 3. De Kalecki a Weber, pasando por la Reserva Federal

¿Qué relato es más preciso para entender el mundo en que vivimos? La inflación actual coincidió, a lo largo de 2021, con un crecimiento elevado. De 2022 en adelante, pese a las subidas de los tipos de interés y la invasión rusa de Ucrania, parece haberse evitado un escenario de recesión generalizada. Así que los relatos más alarmistas de la vuelta de la estanflación parecen exagerados.

EE. UU. da la impresión de atravesar un ‘momento Kalecki’. La vuelta a la normalidad ha traído consigo un repunte de la actividad sindical, puesto que los trabajadores en diversos sectores económicos acumulan décadas sufriendo una erosión de sus salarios reales. La reciente oleada de huelgas en sectores como el de la automoción añaden presión a la economía americana desde el lado de la demanda. Y, además, el presidente Biden ha planteado la subida de los salarios y el apoyo a los sindicatos como uno de los ejes de su política económica, ya conocida como *bidenomics*. Pero conviene mantener este proceso en perspectiva. Los índices de afiliación sindical en EE. UU. permanecen en mínimos históricos, en parte porque las nuevas tecnologías y la globalización han cambiado la estructura del mercado laboral. La presión que los sindicatos han ejercido desde 2021 no se explica sin los cuellos de botella puntuales y los mercados laborales ajustados (con tasas de desempleo en mínimos históricos, por debajo del 4 %) que generaron el retorno a la normalidad tras la pandemia.

Así, aunque la perspectiva distributiva parece más pertinente que la monetaria, es importante matizarla para entender la inflación actual. Hace 50 años, el pleno empleo y la elevada militancia sindical contribuyeron a que la inflación se expresase como el resultado de un conflicto entre capital y trabajo. Hoy nos encontramos con una inflación de carácter redistributivo, pero no con la escala de conflictividad laboral que caracterizó la década de 1970. Eso se debe a que, en la actualidad, el componente redistributivo de la inflación se expresa de maneras diferentes: como una tensión entre países deudores y acreedores en la economía internacional, o como un pulso entre productores y consumidores en los mercados (nacionales e internacionales).

La primera expresión es fácil de identificar en la UE, donde una inflación moderada, siempre que se combine con un crecimiento económico sostenido, permitiría un desapalancamiento de las economías del sur de la zona euro ante las del norte. Recordemos que, como

<sup>2</sup> En algunos países, como en España, también se adoptaron otras medidas, como la «excepción ibérica» en la fijación de los precios de la electricidad o algunos controles de precios, como en las viviendas en alquiler.

titulaba Jonathan Kirshner uno de sus artículos más influyentes, «Money is politics» (Kirshner, 2003). Las tensiones en este ámbito —especialmente en lo que se refiere al rediseño de las reglas fiscales europeas (Feás, 2023)— vendrían a representar las dificultades para alcanzar criterios comunes no solo de estabilidad macroeconómica, sino de cohesión social en el ámbito de la UE. La inflación moderada que los Estados más endeudados de la zona euro podrían considerar útil para suavizar sus pagos de deuda se percibirá como una amenaza por los ahorradores alemanes, que ya acumulaban desafecto con el BCE por su política de tipos bajos en la década de 2010. Otras medidas económicas —como rebajar el peso de la economía sumergida en España o aumentar el salario mínimo alemán— pueden generar inercias de las que todos los Estados miembros se beneficien. Pero en el ámbito de una política monetaria compartida, las preferencias se expresan de una forma más difícil de reconciliar.

La segunda expresión de la inflación, en este caso más microeconómica, es la expuesta por Isabella Weber, una joven catedrática de economía en la Universidad de Massachusetts Amherst, principal bastión, junto con la New School de Nueva York, de la heterodoxia económica estadounidense. A finales de 2021, Weber publicó una tribuna en *The Guardian* (Weber, 2021) abogando por el uso de un instrumento que había resultado útil en la posguerra estadounidense, y defendido en su día por economistas como Simon Kuznets, Irving Fisher y Paul Samuelson.<sup>3</sup> Se trataba de controles de precios estratégicos, destinados a contener las subidas de precios en un contexto específico, caracterizado entonces —como ahora— por un alza abrupta de la demanda agregada al tiempo que las cadenas de producción globales estaban en proceso de reconfiguración.

Empleando la metáfora de un incendio en una casa, Weber contrastaba los controles de precios estratégicos con las dos visiones entonces enfrentadas en el debate político y académico. La interpretación de la inflación como un fenómeno transitorio empujaría a ignorar el problema y permitir que la casa continuase ardiendo. La lectura ortodoxa (partidaria de subir los tipos de interés abruptamente, aún al precio de laminar el crecimiento económico) equivaldría a destruir la casa con tal de atajar un incendio que podría expandirse a otras. La propuesta de Weber —controles de precios selectivos— logró unir a ambos grupos en su oposición —a veces visceral— a la misma. Paul Krugman incluso afirmó que establecer controles de precios sería algo «verdaderamente estúpido».<sup>4</sup> Cabe recordar que, hace tan solo dos años, esta medida se consideraba una herramienta tosca para lidiar con la inflación, y la noción de que esta pudiese deberse a un aumento de márgenes de beneficio empresariales (la tesis de la *greedflation*, donde la inflación tiene como causa última la codicia de determinadas empresas) se descartaba por simplista.

El diagnóstico de Weber, sin embargo, es más elaborado. Y por eso, en parte, ha logrado cierta aceptación. Considera a los controles de precio como un instrumento más dentro de una

<sup>3</sup> *The New York Times* (1946): «Price Controls Recommended». Disponible en: <https://timesmachine.nytimes.com/timesmachine/1946/04/09/93087670.html?pageNumber=23> (consultado el 13 de octubre de 2023).

<sup>4</sup> Sobre el artículo y la reacción que generó, ver Carter, Z. (2023): «What if We're Thinking About Inflation All Wrong?»; en *The New Yorker*. Disponible en: <https://www.newyorker.com/news/persons-of-interest/what-if-were-thinking-about-inflation-all-wrong> (consultado el 13 de octubre de 2023).

caja de herramientas que incluye los impuestos sobre beneficios extraordinarios y el desarrollo de *stocks* de reservas en sectores clave de la economía —inspirados tanto en la reserva estratégica de petróleo norteamericana como las propuestas que realizó Keynes en Bretton Woods—. El contexto en el que este tipo de medidas deben aplicarse es lo que Weber ha llamado «inflación de vendedores» (*sellers' inflation*): una situación en la que, debido a la acumulación de *shocks* a la economía global, algunas empresas abusan de su poder de mercado para establecer una estrategia que prioriza subidas de precio sobre el volumen de ventas (Weber, 2023; Weber y Wasner, 2023). El ejemplo paradigmático de estas prácticas (*price over volume*) son los movimientos recurrentes de Arabia Saudí y Rusia para limitar la oferta de petróleo y así encarecer su precio de venta. Pero estas estrategias también pueden llevarlas a cabo empresas privadas con posiciones dominantes en mercados específicos. El periodo de 2020-2023 constituyó una tormenta perfecta que facilitó estas estrategias: al caos en las cadenas de producción globales se unieron alzas de precios en los insumos, lo que en parte excusó, de cara a la opinión pública, las subidas de precio coordinadas en sectores específicos.

Así, en los dos años transcurridos desde que Weber expuso sus tesis, la «inflación de vendedores» ha pasado de considerarse una teoría extravagante a una realidad que apuntalan los estudios del BCE —con análisis pioneros de Isabel Schnabel (2023)— y el Fondo Monetario Internacional (Halsen *et al.*, 2023). Como señaló recientemente Christine Lagarde, la lentitud para corroborar el diagnóstico de Weber se debió en parte a la ausencia de instrumentos para medir los beneficios empresariales, en contraste con indicadores fiables para medir el crecimiento de salarios.<sup>5</sup> La creación de instituciones dedicadas a este fin, como el Observatorio de Márgenes Empresariales en España, supone un primer paso para mejorar la capacidad de diagnóstico. Por el momento, los datos apuntan a que los aumentos de márgenes han estado concentrados en pocos sectores, especialmente en los que han recibido mayores *shocks* de oferta.

En lo que respecta a los controles de precios, instrumentos como la regulación de precios del gas y el petróleo han pasado de considerarse extravagancias a formar parte de la caja de herramientas con que los países de la Unión Europea buscan contener la inflación. Weber ha pasado de considerarse una paria en la profesión económica a asesorar al gobierno alemán y desarrollar nuevas metodologías para evaluar la evolución de la inflación. El propio Krugman (2023) terminó por pedir disculpas por la recepción original de sus argumentos y aceptar buena parte de ellos. El modo en que se interpreta la inflación es por tanto un debate de ideas que acarrea consecuencias profundas en el mundo real. Queda por ver si tras dos años de debate académico en paralelo a la experimentación de políticas públicas producen un cambio duradero en la forma en que se evalúa y combate este fenómeno.

<sup>5</sup> Sobre los comentarios de Lagarde, ver Allenbach-Amman, J. (2023): «ECB-Lagarde says corporate profits contributed to inflation»; en *Euractiv*. Disponible en: <https://www.euractiv.com/section/economy-jobs/news/ecb-lagarde-says-corporate-profits-contributed-to-inflation/> (consultado el 13 de octubre de 2023).

## 4. Futuro, expectativas de inflación y política económica

Aunque parece que el pico de inflación se ha superado, el panorama futuro no invita a la complacencia. Bajar la inflación hasta los objetivos de los bancos centrales (en el entorno del 2 %) todavía costará, especialmente ahora que los salarios están recuperando poder adquisitivo y continuarán creciendo por encima del 2 % o 3 %, e incluso más en algunos países y sectores. Por lo tanto, los tipos de interés seguramente permanecerán elevados a lo largo de 2024, y tal vez más allá. Y como el impacto de los elevados tipos de interés sobre la economía real tiene un retardo, es razonable pensar que la economía continuará desacelerándose, al tiempo que el coste de la financiación y las subidas en las hipotecas a tipo variable aumentará las dificultades económicas de los grupos más desfavorecidos.

Las predicciones de los bancos centrales y de las principales instituciones internacionales como el FMI (FMI, 2023), sin embargo, siguen siendo relativamente optimistas. Confían en que la economía global, aunque está en desaceleración, logrará un aterrizaje suave, e insisten en que las expectativas de inflación están bien ancladas, por lo que rechazan abrir los debates sobre la conveniencia de elevar el objetivo de inflación como llevan pidiendo Blanchard (2022) y otras eminencias macroeconómicas desde hace años. Pero cabe recordar que en la década precedente estas mismas instituciones sobrevaloraron la inflación de manera sistemática. Eso podría indicarnos que ahora están haciendo lo mismo —y que, por lo tanto, no hay motivo para preocuparse—. Pero tal vez sea más sensato, como aconseja el analista Wolfgang Münchau (2021), asumir que los bancos centrales siempre piensan que la inflación se aproximará hacia el objetivo que fijan sus mandatos. Del mismo modo que antes esperaban que subiese un 2 % que nunca llegaba, ahora estarían esperando que la inflación baje con la misma fortuna. De este modo, aunque resulte recomendable revisar los objetivos de inflación, conviene no hacerlo en un contexto como el actual, donde la decisión podría interpretarse como una forma tácita de admitir que los bancos centrales no son capaces de cumplir su mandato.

Todo esto supone un enorme reto para la política económica. Durante las últimas décadas (y a excepción de la hecatombe económica generada por la pandemia) se ha priorizado la política monetaria sobre la fiscal en las respuestas anticrisis. Como la política monetaria es capaz de responder con más celeridad que la fiscal y nos encontrábamos en un periodo de poca volatilidad macroeconómica —la llamada Gran Moderación—, el *policy mix* «de manual» lo constituía una política fiscal equilibrada a lo largo del ciclo y una respuesta monetaria rápida para suavizar las fluctuaciones macroeconómicas.

Sin embargo, desde hace unos años, se percibe como cada vez es más necesario un uso más activo de la política fiscal. En particular, si es necesaria una restricción monetaria para frenar el alza de precios y asegurar que las expectativas de inflación no se desanclan, se debería permitir que la política fiscal siga manteniendo un tono más expansivo, aunque también más enfocado a quien realmente necesita apoyos. Desde el punto de vista distributivo, además, esto podría reducir la desigualdad, porque la laxitud monetaria ha tendido a beneficiar más a los ciudadanos que poseen activos financieros, mientras que una política fiscal más redistributiva

podría beneficiar a las rentas bajas y medias. Asimismo, el esfuerzo de política fiscal es clave para la lucha contra el cambio climático, que requiere ingentes inversiones públicas. Por último, las autoridades deben estar preparadas para expandir su caja de herramientas de política económica utilizando puntualmente herramientas heterodoxas, como los controles de precios o los impuestos extraordinarios, vigilar mejor el crecimiento de los márgenes empresariales en sectores con estructura de oligopolio o competencia monopolística y promover pactos de rentas, en los que las pensiones (al menos las máximas), deberían incluirse.

En definitiva, el *policy mix* para los próximos años dependerá de cómo evolucione la inflación. Si efectivamente cuesta alcanzar el objetivo del 2 %, habría que combinar una política monetaria contractiva con un mantenimiento de políticas fiscales ligeramente expansivas con ayudas centradas en sectores concretos y medidas heterodoxas transitorias. Pero eso, en el caso de la UE, requerirá una reforma de las reglas fiscales, que la presidencia española del Consejo Europeo ha puesto entre sus prioridades para 2023. En países como España, con un déficit público estructural, será necesaria también una reforma fiscal que equipare gastos e inversiones públicas a ingresos.

A quienes están preocupados con los actuales niveles de deuda, esta puede parecerles una estrategia arriesgada. Pero conviene recordar que las inmensas deudas contraídas a lo largo de la Segunda Guerra Mundial no se atajaron con programas de austeridad, sino mediante una combinación de inflación moderada, crecimiento económico sostenido y aumentos de productividad, con sus consecuentes efectos redistributivos entre acreedores y deudores. No se trata de un caso excepcional, sino de la norma a la hora de volver sostenibles las deudas públicas elevadas tras una crisis. Como señalan los economistas políticos Jeffrey Frieden y Stephanie Walter (2016), nuestro precedente más cercano en este ámbito —la crisis de la zona euro en 2009-2013— es engañoso. El coste del ajuste entonces recayó casi exclusivamente en los países deudores del sur en forma de devaluación salarial y políticas de austeridad, sin que los países acreedores cedieran, bien aceptando mayores niveles de inflación, rescates más generosos o algún tipo de reestructuración de la deuda. También es llamativo que, al producirse dentro de la UE, la tensión se expresase en líneas nacionales, pese a ser en gran medida el conjunto de los contribuyentes europeos quienes originalmente financiaron el rescate del sector financiero. Este no es el patrón habitual en el que se resuelven las crisis de deuda, donde lo habitual es que una mayor parte del ajuste recaiga sobre los acreedores.

En definitiva, inflaciones estables algo por encima del 2 %, combinadas con inversiones públicas y políticas fiscales redistributivas que aumenten el crecimiento potencial y la productividad, podrían ser fórmulas adecuadas para hacer sostenible (e ir reduciendo) el gran volumen de deuda pública. Además, esta combinación de políticas permitiría reducir el porcentaje de población que desde la crisis financiera ha ido quedando descolgada del sistema, y que termina expresando su descontento votando a partidos radicales de extrema derecha antisistema que socavan el buen funcionamiento de la democracia liberal. Eso fue, precisamente, lo que se hizo con éxito tras la Segunda Guerra Mundial.

## Referencias bibliográficas

- AKERLOF, G.; DICKENS W., y PERRY, G. (1996): «The Macroeconomics of Low Inflation», *Brookings Institution*. Disponible en: [https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1996/01/1996a\\_bpea\\_akerlof\\_dickens\\_perry\\_gordon\\_mankiw.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/1996/01/1996a_bpea_akerlof_dickens_perry_gordon_mankiw.pdf) [consultado el 13 de octubre de 2023].
- ÁLVAREZ, J. y HANSEN, N-J. (2023): «Wage-Price Spiral Risks Still Contained, Latest Data Suggests»; en *IMF Blog*. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/02/24/wage-price-spiral-risks-still-contained-latest-data-suggests> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- BERNANKE, B. y BLANCHARD, O. (2023): «What caused the U.S. Pandemic-Era Inflation?»; en *Brookings Institution*. Disponible en: [https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2023/04/Bernanke-Blanchard-conference-draft\\_5.23.23.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2023/04/Bernanke-Blanchard-conference-draft_5.23.23.pdf) [consultado el 13 de octubre de 2023].
- BLANCHARD, O. (2022): «It's time to revisit the 2% inflation target»; en *Financial Times*. Disponible en: <https://www.ft.com/content/02c8a9ac-b71d-4cef-a6ff-cac120d25588> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- FEÁS, E. (2023): «Una reforma insuficiente de las reglas fiscales»; en *Real Instituto Elcano*. Disponible en: <https://www.realinstitutoelcano.org/analisis/una-reforma-insuficiente-de-las-reglas-fiscales/> [consultado el 16 de octubre de 2023].
- FMI (2023): *World Economic Outlook*, octubre. Washington D. C.
- FRIEDEN, J. y WALTER, S. (2016): «Understanding the Political Economy of the Eurozone Crisis»; en *Annual Review of Political Science*. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2953949> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- GALOFRÉ-VILÀ, G.; MEISSNER, C.; MCKEE, M. y STUCKLER, D. (2021): «Austerity and the Rise of the Nazi Party»; en *The Journal of Economic History*, 81(1); pp. 81-113.
- HALSEN, N-J.; TOSCANI, F. y ZHOU, J. (2023): «Europe's Inflation Outlook Depends on How Corporate Profits Absorb Wage Gains»; en *IMF Blog*. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/06/26/europes-inflation-outlook-depends-on-how-corporate-profits-absorb-wage-gains> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- KALECKI, M. (1943): «Political Aspects of Full Employment»; en *The Political Quarterly*, 14; pp. 322-330.
- KEYNES, J. M. (2017): *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Hertfordshire, Wordsworth Editions.
- KIRSHNER, J. (2003): «Money Is Politics»; en *Review of International Political Economy*, vol. 10, no. 4, 2003; pp. 645-660 [consultado el 13 de octubre de 2023].
- KRUGMAN, P. (2023): «The Football Game Theory of Inflation»; en *The New York Times*. Disponible en: <https://www.nytimes.com/2023/01/03/opinion/inflation-economy.html> [consultado el 13 de octubre de 2023].

- MÜNCHAU, W. (2021): «El puercoespín da una voltereta»; en *El País*. Disponible en: <https://elpais.com/opinion/2021-10-25/el-puercoespín-da-una-voltereta.html> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- POWELL, J. (2023): «Inflation: Progress and the Path Ahead»; en *Junta de Gobernadores de la Reserva Federal*. Disponible en: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20230825a.htm> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- RATNER, D. y SIM, J. (2022): «Who Killed the Phillips Curve? A Murder Mystery»; en *Finance and Economics Discussion Series 2022-028*. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System. Disponible en: <https://doi.org/10.17016/FEDS.2022.028> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- REINHARDT, C. (2021): «Entrevista con Fariza, I.»; en *El País*. Disponible en: <https://elpais.com/economia/2021-10-11/carmen-reinhart-no-veo-la-inflacion-como-algo-transitorio.html> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- SCHNABEL, I. (2023): *Entrevista con Jutarnji list*. Disponible en: <https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2023/html/ecb.in231006~c18d34f7a8.en.html> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- SUMMERS, L. (2020): «Accepting the reality of secular stagnation»; en *Fondo Monetario Internacional*. Disponible en: <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2020/03/larry-summers-on-secular-stagnation> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- TOOZE, A. (2021): «Inflation: The Good, the Bad, and the Ugly»; en *Foreign Policy*. Disponible en: <https://foreignpolicy.com/podcasts/ones-and-tooze/inflation-the-good-the-bad-and-the-ugly/> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- TOOZE, A. (2022): «Chartbook #65: Inflation & Price Controls»; en *Chartbook*. Disponible en: <https://adamtooze.substack.com/p/top-links-65-inflation-and-price> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- WEBER, I. (2021): «Could strategic price controls help fight inflation?»; en *The Guardian*. Disponible en: <https://www.theguardian.com/business/commentisfree/2021/dec/29/inflation-price-controls-time-we-use-it> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- WEBER, I. (2023): «Taking aim at sellers' inflation»; en *Project Syndicate*. Disponible en: <https://www.project-syndicate.org/commentary/sellers-inflation-diagnosis-accepted-but-old-interest-rate-policies-remain-by-isabella-m-weber-2023-07?barrier=accesspaylog> [consultado el 13 de octubre de 2023].
- WEBER, I. y WASNER, E. (2023): «Sellers' Inflation, Profits and Conflict: Why can Large Firms Hike Prices in an Emergency?»; en *Economics Department Working Paper Series*, 343. Disponible en: <https://doi.org/10.7275/cbv0-gv07> [consultado el 13 de octubre de 2023].





# CÓMO LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA CAUSARON UNA CRISIS INFLACIONARIA: EL EFECTO COMBINADO DE SHOCKS DE OFERTA Y EL DISEÑO DEL MERCADO ELÉCTRICO

*Ramón Mateo Escobar*

Director de Análisis e Impacto Regulatorio de beBartlet y policy fellow del Centro de Políticas Económicas de Esade (EsadeEcPol)

## Resumen

A mediados de 2021 los precios de la energía habían encadenado varias semanas de subida, aunque por entonces todavía no se aventuraba lo que sucedería seis meses después. El precio del gas había comenzado a aumentar, entre informaciones de reducciones del suministro procedente de Rusia debido a labores de mantenimiento y otras contingencias. Pero en febrero de 2022 Rusia invadió Ucrania y entonces la evolución de los acontecimientos cobró un nuevo sentido. Los precios del gas se dispararon, como lo hicieron los del petróleo o los del grano. Europa recuperó tasas de inflación de dos dígitos que no se veían desde la crisis de los 70. ¿Cómo el encarecimiento de una materia prima pudo contribuir a generar una crisis inflacionaria? Con la vocación de aportar algunas respuestas a esta pregunta, en este artículo se analizan los mecanismos de transmisión de un alza en los precios de la energía al resto de precios y con ello su impacto sobre el nivel general de precios y la inflación, con foco específico en las implicaciones del diseño «marginalista» de los mercados eléctricos europeos y la dependencia del gas para garantizar el suministro en la UE.

## Abstract

*By mid-2021, energy prices had been rising for several weeks, though at that time no one could foresee what was to come six months later. The price of gas had begun to rise, amid reports of supply reductions from Russia due to maintenance work and other contingencies. But in February 2022, Russia invaded Ukraine and those developments then took on new significance. Gas prices soared, as did oil and grain prices. Europe revisited double-digit inflation rates not seen since the 1970s crisis. How could the rise in the price of one raw material contribute to an inflationary crisis? In an attempt to provide some answers to this question, this article analyses the mechanisms by which a rise in energy prices was transmitted to other prices and considers their impact on general price levels and inflation, with specific focus on the implications of the "marginalist" design of European electricity markets and the dependence on gas to ensure supply in the EU.*

## 1. Introducción: el año que aprendimos cómo funciona el mercado eléctrico

En el mes de febrero de 2021 el precio de la electricidad en el mercado mayorista español comenzó a subir. Aunque por entonces todavía era pronto para saberlo. De hecho, visto desde la perspectiva de aquellas semanas, los precios parecían desplomarse tras haber alcanzado un pico histórico de 103 euros por megavatio-hora (€/MWh) el 8 de enero coincidiendo con el paso de la borrasca *Filomena* por el interior español, afectando con especial incidencia a la ciudad de Madrid. Pero la realidad es que los precios subirían y no dejarían de hacerlo durante los meses siguientes.

Llegado el mes de julio, estos parecían haber consolidado un suelo de 100 €/MWh, más del doble que la media registrada en 2020. El 7 de octubre el precio medio llegó a los 255,83 €/MWh.

Y el 23 de diciembre a los 383,67 €/MWh.<sup>1</sup> La variación de los precios era recurrente en las portadas de los medios de comunicación y se seguían por la opinión pública por un interés similar al que despertara la prima de riesgo diez años atrás.

Entonces no existía consenso entre los analistas ni entre los decisores públicos sobre las causas detrás del encarecimiento del gas. Por un lado, el invierno previo había sido especialmente frío, no solo en España —con el paso de la borrasca *Filomena* antes mencionada— sino también en toda Europa y Estados Unidos. El resultado fue que las reservas de gas en los almacenes en la Unión Europea (UE) quedaron en mínimos. Por el otro, se apuntaba a las asimetrías provocadas por la recuperación económica abrupta tras la retirada de las restricciones más severas implantadas durante la pandemia mundial de covid-19 (Pandalai-Nayar *et al.*, 2020). Las cadenas globales de suministro habían quedado interrumpidas durante los momentos más duros de la pandemia, y aunque las economías europeas experimentaron una rápida recuperación tras el levantamiento de las medidas de confinamiento, la reactivación del tráfico comercial internacional no fue igualmente rápida —ni ordenada—. Esta circunstancia, en la que la demanda de las economías en recuperación habría superado con creces la capacidad de los operadores internacionales, reactivar su capacidad de producción y suministro al mismo ritmo presionaba al alza los precios de la energía y de otras materias primas críticas, lo que a su vez se traducían en inflación. Paradójicamente, la recuperación económica de la pandemia habría supuesto una amenaza para sí misma en un momento todavía incipiente.

En todo caso, los precios estaban todavía lejos de haber tocado techo. En el mes de febrero del año siguiente, 2022, las fuerzas militares rusas invadieron Ucrania. El 8 de marzo el precio medio de la electricidad en el mercado mayorista español alcanzó un nuevo máximo histórico con 544,98 €/MWh, y ese mismo día en el registro de precios intradiarios se llegó a superar los 700 €/MWh. Y con el alza de los precios de la electricidad, la inflación volvió a hacer su aparición como no lo había hecho desde la crisis del petróleo de los años 70. En julio de 2022 en España superó los dos dígitos, llegando al 10,7 %. En los meses siguientes el resto de los países de la UE experimentarían una escalada de precios similar. En octubre, la tasa de inflación de Alemania se situó en el 10,4 %, la mayor en cuarenta años, un duro golpe real y también simbólico para un país que tradicionalmente ha hecho del control de los precios su principal bandera de política económica.

¿Por qué empezaron a subir los precios de la electricidad en España y en el resto de Europa? Esta es la pregunta que se tratará de responder en este artículo. Para ello se analizará la regulación del mercado mayorista de electricidad de España —el *diseño*— y el impacto del encarecimiento de los costes de generación de las diferentes tecnologías que ofertan en el mercado, en particular los ciclos combinados de gas, en el proceso de formación de los precios de la electricidad —el *shock*—. También se planteará cómo este efecto combinado se traslada al nivel general de precios, presionando al alza la inflación, y por qué su impacto ha sido diferente en España frente a otros

<sup>1</sup> Las estadísticas sobre precios del mercado mayorista de electricidad de España y Portugal pueden consultarse en el portal web de OMIE, el operador del mercado eléctrico designado (NEMO, según la terminología europea). Disponible en <https://www.omie.es/es/market-results/daily/daily-market/daily-hourly-price> [consultado el 15/10/2023].

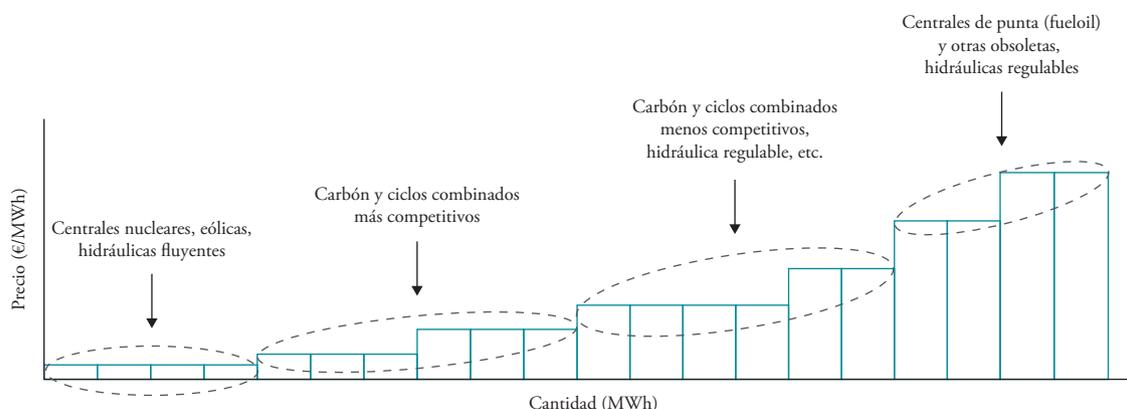
Estados miembros de la UE —incluido Portugal, pese a compartir ambos países el mismo mercado mayorista de electricidad— tanto en magnitud como en evolución a lo largo del tiempo. Asimismo, teniendo en cuenta el efecto combinado antes señalado, se analizará el efecto que ha tenido el mecanismo del «tope al gas» aplicado por España y Portugal desde el 14 de junio de 2022 tanto sobre los precios de la electricidad como sobre la inflación.

## 2. El funcionamiento del mercado mayorista de electricidad en España: tecnologías «marginales» y determinación del precio de mercado

Para entender el mecanismo por el cual un *shock* exógeno que afecta al precio de un factor productivo se acaba trasladando a los precios de la electricidad y de ahí al conjunto de la economía, primero es necesario comprender cómo funciona el mercado mayorista de electricidad y cómo este traslada esta presión de los generadores a los consumidores.

El mercado mayorista de electricidad en España y Portugal, al igual que en general en el resto de la UE, está diseñado bajo una lógica de funcionamiento «marginalista». Esta denominación viene del hecho de que es el precio de la tecnología que oferta la última unidad de electricidad necesaria para satisfacer la totalidad de la demanda de mercado —esto es, la oferta *en el margen*— la que determina el precio final del mercado para todas las unidades de electricidad ofertadas en cada momento. Y como la demanda siempre adquirirá primero las ofertas con precios más bajos, la oferta «marginal» será a su vez la que tenga el precio más caro. La tecnología que realiza esta oferta se denomina a su vez «marginal» y las restantes, que ofertan por precios inferiores, «inframarginales». Las primeras suelen ser las tecnologías que usan fuentes de energía de origen fósil, en particular los ciclos combinados de gas, mientras que entre las segundas se encuentran las tecnologías que generan electricidad a partir de fuentes renovables (solar, eólica, hidroeléctrica) y las centrales nucleares. En la determinación de las ofertas intervienen dos factores: los costes de generación —mayores en las tecnologías fósiles— y la capacidad de ajustar el nivel de generación —casi total en las fósiles, prácticamente nula en la solar y la eólica—, lo que a su vez se traduce en la posibilidad —o no— de ofertar de forma estratégica.

El esquema de funcionamiento del mercado puede verse de forma más precisa entrando al detalle del funcionamiento del mercado mayorista de electricidad español —y portugués—, que cada día determina los precios del día siguiente. Las compañías de generación señalan a qué precio están dispuestas a vender para cada hora del día, mientras que las comercializadoras señalan a qué precio están dispuestas a comprar según la estimación que hagan de la demanda de sus clientes. A continuación, se procede a ordenar todas las propuestas. Las de oferta, de menor a mayor precio; y las de demanda, de mayor a menor. Los valores para los que ambas secuencias casan entre sí determinan los precios para cada una de las 24 horas del día siguiente, sin perjuicio de que, en el mismo día, los operadores tienen también la capacidad de realizar ajustes en el mercado intradiario.

**Figura 1. Curva de oferta en el mercado mayorista de electricidad**

*Fuente:* Extraído de Pacce, Sánchez García y Suárez-Varela, M. (2021), a su vez del portal «Energía y Sociedad» (<https://www.energiaysociedad.es/>).

*Nota:* en la parte izquierda se encuentran las tecnologías que ofertan con menores costes, incluidas las centrales nucleares y las que usan fuentes de origen renovable. En la parte derecha las tecnologías que ofertan con mayores costes, incluidas las centrales de ciclo combinado y las centrales térmicas de carbón y fueloil.

La secuencia anterior también puede verse con un ejemplo práctico. Supongamos tres tecnologías que participan en el mercado mayorista y que la demanda es de 160 unidades de electricidad. La empresa A oferta 100 unidades a un precio de 5 euros, B oferta 40 unidades a un precio de 10 euros y C oferta 20 unidades a un precio de 20 euros. Como las ofertas de todas las tecnologías son necesarias para satisfacer la totalidad de la demanda, el precio de mercado será el de la tecnología «marginal», en este caso la C. El precio por tanto será de 20 euros por unidad de energía, C cubrirá sus costes, B percibirá un beneficio de  $(20-10) \times 40 = 400$  euros y A uno de  $(20-5) \times 100 = 1.500$  euros. La electricidad generada por la tecnología C supone tan solo un 12,5 % de la total ofertada en el mercado y sin embargo determina el precio que perciben todas las demás. Precio que en este caso se traduce en unos beneficios conjuntos de 1.900 euros.

Que el diseño del mercado propicie que todas las tecnologías inframarginales se retribuyan al mismo precio al que oferta la tecnología marginal en cada momento tiene una serie de consecuencias. La primera es que asegura que toda la demanda sea satisfecha —siempre que exista una capacidad de generación igual o superior— ya que el mercado garantiza a la tecnología marginal una retribución suficiente para cubrir sus costes de generación y a todas las demandas unos ingresos superiores a sus costes. La segunda es que, precisamente por esto último, el sistema incentiva la generación de electricidad a través de la tecnología más eficiente disponible en cada momento, dado que cuanto menor sea el coste de producción eléctrica de una tecnología inframarginal, mayores serán los beneficios que percibirá del mercado. Por

tanto, este sistema de retribución actúa asimismo como una señal de orientación de la inversión hacia aquellas tecnologías que perciben mayores beneficios, que son las más eficientes —y, coincide, también las más limpias, dado que son las que no generan emisiones de carbono—. Por otra parte, como para las tecnologías inframarginales estos beneficios se producen como resultado del diseño regulatorio del mercado, y no por ninguna variable asociada a sus costes o sus decisiones de oferta, a estos se les suele denominar como «beneficios caídos del cielo» —o *windfall profits* en inglés—. El origen de estos beneficios, la transferencia de renta que suponen de los consumidores a los productores y su justificación y correspondencia —o no— con su propósito desde el punto de vista social son aspectos clave para entender las políticas que se han adoptado desde el inicio de la crisis energética —entre ellas, el «tope al gas», sobre el que se entrará en detalle más adelante—.

Del mismo modo, de forma implícita, este sistema también supone que el precio final siempre dependerá de la tecnología que sea capaz de aportar las últimas unidades de electricidad necesarias para satisfacer la demanda. Y eso hace que el peso de las tecnologías con menores costes de generación —esto es, las renovables como la solar y la eólica— sobre el total tenga un impacto *limitado* y condicionado por la propia estructura del mix de generación eléctrica. Así, un aumento de la potencia instalada de tecnologías renovables que se traduzca en una capacidad de generación efectiva cada vez mayor cubrirá una parte también cada vez mayor de la demanda, que desplazará progresivamente a aquellas tecnologías de generación menos eficientes y por tanto más caras, dando como resultado precios más asequibles. Este escenario es el que se pudo comprobar en 2020, cuando la economía entró en «hibernación» y la demanda de electricidad se contrajo, provocando que la totalidad de la demanda se pudiera cubrir de forma recurrente bien solo con tecnologías renovables —y nuclear— o bien con las anteriores más puntualmente con tecnologías fósiles de muy alta eficiencia, resultando en precios finales de la electricidad del mercado mayorista muy bajos. De hecho, durante el año 2020 el precio medio de la electricidad no superó los 50 €/MWh.<sup>2</sup>

Pero en tanto esa capacidad de generación efectiva de las tecnologías renovables no sea suficiente para satisfacer *toda* la demanda *en todo momento*, siempre será necesario recurrir a otras tecnologías, más caras, para terminar de satisfacer el margen de demanda no cubierto por las renovables. Y la diferencia de costes entre ambos tipos de tecnologías, renovables y fósiles, puede ser notablemente superior. Además, en el caso de las fuentes de energía de origen fósil, su precio puede venir determinado por factores exógenos sobre los que los operadores del mercado pueden tener una capacidad de intervención nula o muy limitada, sobre todo si no tienen ningún control sobre su extracción y suministro. Las consecuencias de ambos aspectos han podido ser constatadas con ocasión de la crisis provocada por la escalada de los precios del gas en los últimos años.

Por último, se deben tener en cuenta algunos aspectos que invitan a una reflexión más crítica sobre los efectos que se derivan del funcionamiento del mercado eléctrico, y que de hecho motivaron que desde la Comisión Europea se abriera un proceso de reforma en marzo

<sup>2</sup> Datos procedentes de OMIE. *Ibid.*

de 2022 que en la actualidad se encuentra en fase de *trílogo* con el Consejo tras recibir la aprobación del Parlamento Europeo.<sup>3</sup>

En primer lugar, es cierto que el diseño del mercado está concebido con la intención de incentivar el uso de la tecnología más eficiente. Pero, aunque las empresas que operan en el mismo ofrecen el mismo producto (megavatios-hora), no lo hacen solo a través de diferentes versiones de la misma tecnología, sino también del uso de tecnologías muy distintas entre sí (solar, eólica, nuclear, ciclos combinados, etc.). En consecuencia, la competencia en el mercado no se da solo en eficiencia, sino también en la elección de tecnologías complementarias entre sí. En segundo lugar, hay que tener presente que el proceso de sustitución de tecnologías que usan fuentes de energía de origen fósil por otras de origen renovable no es ni *necesaria* ni *prioritariamente* un proceso dirigido por incentivos de naturaleza económica. La transición energética responde ante todo a motivaciones climáticas, luego, geoestratégicas y, después, económicas. En ese sentido, el uso de energías renovables persigue reducir las emisiones de gases de efecto invernadero, reducir la dependencia energética y contribuir a un ambiente más saludable. Coincide que además son las tecnologías capaces de producir energía eléctrica con menores costes. Pero si esto último no fuese así, no sería algo que condicionara los objetivos de la transición ecológica, que como se ha señalado tiene fines extraeconómicos.

Asimismo, no se puede ignorar que en el mercado mayorista de electricidad la competencia *no es perfecta* y que los operadores que participan en el mismo exhiben un *comportamiento estratégico*, sobre todo ante una serie de circunstancias que se dan en el caso del sistema energético español. La primera es que, aunque el número de compañías ha aumentado en el segmento de las tecnologías renovables, el grado de concentración en el sector energético sigue siendo elevado.<sup>4</sup> La segunda es el hecho de que estas compañías operan en distintas fases de la cadena de suministro, lo que favorece que puedan incorporar el efecto de los precios *aguas abajo* en sus estrategias de oferta. Y la tercera circunstancia es el control de tecnologías de generación muy diferentes entre sí, marginales e inframarginales, por las mismas compañías. Una característica que, tal y como se ha explicado anteriormente, puede presentar riesgos en términos de competencia. Como ya se ha explicado, las tecnologías inframarginales perciben unos beneficios equivalentes a la diferencia entre sus costes de generación y el precio de mercado que determina la tecnología marginal. Esto debería suponer un incentivo para invertir en el aumento de la capacidad de generación de las inframarginales con ánimo de maximizar los beneficios. Pero si la generación de estas tecnologías aumenta hasta el punto de satisfacer toda la demanda y desplazar a las que habitualmente cierran el mercado, el precio medio del mercado mayorista caería de forma drástica, reduciendo igualmente los beneficios. Todo ello hasta el punto de poner en riesgo la viabilidad de amortizar las inversiones previamente efectuadas en la capacidad de generación inframarginal. Un fenómeno que lejos de ser un resultado teórico

<sup>3</sup> Más información sobre la propuesta de reforma de la normativa europea sobre mercado eléctrico en los términos aprobados por el Parlamento Europeo para el inicio de conversaciones con el Consejo: <https://www.europarl.europa.eu/news/es/headlines/economy/20230915STO05212/reforma-del-mercado-electrico-de-la-ue-proteccion-frente-al-alza-de-los-precios>

<sup>4</sup> «Informe 2022. El sector eléctrico español en números», Fundación Naturgy. Disponible en <https://www.fundacionnaturgy.org/publicacion/informe-2022-el-sector-electrico-espanol-en-numeros/#> [consultado el 15/10/2023].

ya sucede en la actualidad de forma recurrente —y cada vez lo hará más— como consecuencia de la expansión de las energías renovables en el mix energético y que recibe el nombre de «canibalización» de las energías renovables —porque su propia expansión acaba reduciendo su rentabilidad y al final pone en riesgo su propia sostenibilidad—. Si se tiene en cuenta este fenómeno, cabe pensar en cuáles pueden ser los verdaderos incentivos de las compañías que operan instalaciones de generación renovable (solar fotovoltaica o eólica) y a la vez centrales de ciclo combinado de gas, considerando que las mismas no actúen únicamente para maximizar su beneficio inmediato, siguiendo una lógica de que les haría invertir en la tecnología más eficiente en cada momento, sino compatibilizar ese objetivo con la sostenibilidad de sus inversiones en el largo plazo.

### 3. Los primeros culpables (no por mucho tiempo): los derechos de emisión de gases de efecto invernadero y la política climática española y europea

Como se ha visto, el *diseño* del mercado mayorista de electricidad otorga un papel protagonista a las tecnologías de generación «marginales», posición que en la actualidad habitualmente ocupan las centrales de ciclo combinado de gas. De este modo, los factores que inciden en los costes de generación de estas tecnologías —al margen de su peso relativo— acaban afectando a los precios de todo el mercado.

En este sentido, en el primer semestre de 2021 no estaba tan claro que el aumento de los precios de la electricidad guardase una relación directa con el aumento de los precios del gas. De hecho, inicialmente se apuntó al precio de cotización de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero (EU ETS).<sup>5</sup> Un sistema al que están sujetas todas las instalaciones de generación de electricidad que emiten gases de efecto invernadero, que son las que emplean combustibles de origen fósil, como es el caso de las centrales de ciclo combinado de gas. Resulta interesante detenerse en esta cuestión dado el interés ilustrativo sobre cómo un factor de naturaleza regulatoria, no directamente relacionado con los fundamentales de la materia prima, puede impactar sobre los costes de generación de las tecnologías «marginales» y con ello en el precio del mercado mayorista de electricidad e indirectamente en el conjunto de la economía.

<sup>5</sup> El régimen de comercio de derechos de la Unión Europea —RCDE EU o *ETS EU* en inglés— es un sistema basado en límites máximos e intercambios comerciales (*cap and trade*). Esto implica que si las instalaciones solo podrán registrar emisiones de gases de efecto invernadero dentro de los márgenes legalmente establecidos y que si necesitan realizar emisiones adicionales previamente deben adquirir los correspondientes derechos de emisión por un importe equivalente a las mismas. En el ámbito comunitario se regula por la Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de octubre de 2003, por la que se establece un régimen para el comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero en la Comunidad y por la que se modifica la Directiva 96/61/CE del Consejo (publicada en el Diario Oficial de la Unión Europea, DOUE, de 25 del 10 de 2003; pp. L 275/32-46), transpuesta originalmente al ordenamiento jurídico español por medio del Real Decreto 1866/2004, de 6 de septiembre, por el que se aprueba el Plan nacional de asignación de derechos de emisión, 2005-2007 (publicado en el BOE nº 216, del 7 de septiembre de 2004; pp. 30616-30642).

En la segunda quincena de mayo de 2021 el precio de los derechos de emisión superó por primera vez los 55 euros. Por entonces se apuntaba a la mayor ambición climática desplegada tanto por la Comisión Europea (CE) en general como por el Gobierno de España en particular, bajo la premisa de que los derechos de emisión se encarecían porque los reguladores estaban tomando decisiones regulatorias que limitaban la oferta de estos títulos en el largo plazo. El aumento del precio era una mera consecuencia de la dinámica natural del mercado y, si el resultado no era propiamente deliberado, no se podía decir que no fuera previsible.

En el ámbito europeo, la política climática desplegada por la Comisión Europea liderada por su presidenta, Ursula von der Leyen, y por uno su vicepresidente con competencias en la materia, Frans Timmermans, tenía su principal exponente en el Pacto Verde Europeo. Esta iniciativa desarrollaba la estrategia de la UE para alcanzar los objetivos del Acuerdo de París y fijaba, como en el caso español, el año 2050 como horizonte máximo para alcanzar la neutralidad climática en el ámbito comunitario.<sup>6</sup>

En el caso español, el Consejo de Ministros había acordado remitir a las Cortes un proyecto de ley de cambio climático y transición energética en mayo de 2020 que fue aprobado definitivamente por el Congreso un año después.<sup>7</sup> La norma española por primera vez fijaba 2050 como el año límite para alcanzar la neutralidad de emisiones de carbono y establecía objetivos intermedios específicos para el año 2030: un 23 % de reducción de emisiones respecto del año 1990, un 42 % de penetración de energías renovables en el consumo final de energía, un 74 % de generación a partir de energías de origen renovable y un 39,5 % de mejora en eficiencia energética respecto a la línea base conforme a la normativa comunitaria.<sup>8</sup> A partir de las mismas premisas, el Consejo de Ministros, a iniciativa del Ministerio para la Transición Ecológica y el Reto Demográfico (MITERD) había aprobado el 31 de marzo de 2020 remitir a la Comisión Europea el borrador del Plan Nacional Integrado de Energía y Clima (PNIEC) 2021-2023.<sup>9</sup> El plan concretaba los objetivos contemplados en la ley española de cambio climático. Así, establecía un objetivo de presencia de energías renovables en la movilidad-transporte del 28 % en 2030 —el doble que el objetivo europeo por entonces—, que se alcanzaría por medio de la electrificación del parque de vehículos —con una previsión de 5 millones de vehículos eléctricos para ese año— y por el uso de biocarburantes avanzados.<sup>10</sup> El PNIEC 2021-2030

<sup>6</sup> Se puede consultar más información sobre el Pacto Verde Europeo y las iniciativas normativas e instrumentos de planificación acordados en el marco de esta estrategia en el portal de la Comisión Europea <https://www.consilium.europa.eu/es/policies/green-deal/> [consultado el 15/10/2023]. También se puede consultar una cronología de los acuerdos alcanzados dentro del Pacto Verde Europeo en <https://www.consilium.europa.eu/es/policies/green-deal/timeline-european-green-deal-and-for-55/> [consultado el 15/10/2023].

<sup>7</sup> Ley 7/2021, de 20 de mayo, de cambio climático y transición energética (publicada en el Boletín Oficial del Estado, BOE, nº 121, 16 de mayo de 2021; pp. 62009-62052).

<sup>8</sup> *Ibid.* Artículo 3.1.

<sup>9</sup> Borrador del Plan Nacional Integrado de Energía y Clima 2021-2030. Disponible en [https://www.miteco.gob.es/content/dam/miteco/images/es/pnieccompleto\\_tcm30-508410.pdf](https://www.miteco.gob.es/content/dam/miteco/images/es/pnieccompleto_tcm30-508410.pdf) [consultado el 15/10/2023].

<sup>10</sup> *Ibid.* p.13.

fue finalmente aprobado en su versión definitiva, previo informe favorable de la Comisión Europea, por el Consejo de Ministros del 16 de marzo de 2021.<sup>11</sup>

Todas estas políticas apuntaban en la misma dirección: una mayor ambición climática de la Unión Europea y de España, que se traducía en objetivos de reducción de emisiones más estrictos en un futuro y, consecuentemente, en una menor oferta de derechos de emisión *en el futuro*, lo que resultaba en una mayor presión sobre los precios *presentes* de esos mismos títulos. Pero esta hipótesis de la escalada de precios como una «herida autoinfligida» se demostraría insuficiente para explicar la evolución de los mismos. Porque durante el mismo periodo otro factor se estaba encareciendo de forma creciente, el gas, y pronto se pondría de manifiesto que su capacidad de incidencia —y sus potenciales riesgos— eran mucho mayores que la de cualquier regulación.

#### 4. El verdadero responsable: el incremento *exógeno* en los precios del gas y su traslación a los precios del mercado mayorista de la electricidad

Además del impacto causado por los desequilibrios de las cadenas globales de suministro y el incremento de los precios de emisión, a medida que avanzaban los meses de 2021 se producían cada vez más señales de que existían problemas en el suministro de gas procedente de Rusia, por entonces uno de los principales suministradores energéticos de la UE. El 50 % de todo el gas consumido en la UE procedía de este país. De hecho, era el primer suministrador de países como Alemania, que había construido durante las pasadas décadas una posición *sui generis* en torno a las relaciones políticas y comerciales con Moscú (Feás y Steinberg, 2022). Esta estrategia, si bien les brindaba a los alemanes un espacio propio en el panorama geopolítico, también les había posicionado en una situación de dependencia energética —e interdependencia en otras áreas— que entonces se interpretaba como positivo para ambas partes y, por extensión, para el conjunto de la UE.

A mediados de ese año, el volumen de gas transportado a través de los gasoductos rusos a través de Ucrania y el Mar Báltico —el *NordStream*, que desde 2012 conectaba directamente Rusia con Alemania y que en 2018 transportaba el 18 % de todo el gas consumido en la Unión Europea— se había reducido, lo mismo que los niveles de gas almacenados en las instalaciones que la empresa estatal rusa Gazprom operaba en Europa Central. En todos los casos debido bien a «problemas técnicos» o bien a «mantenimientos rutinarios» (Zachman *et al.*, 2020). Algo similar sucedía en paralelo con los almacenes de la empresa noruega Equinor —que entonces suministraba cerca de un quinto del gas consumido en la UE—, también afectados por tareas

<sup>11</sup> Resolución de 25 de marzo de 2021, conjunta de la Dirección General de Política Energética y Minas y de la Oficina Española de Cambio Climático, por la que se publica el Acuerdo del Consejo de Ministros de 16 de marzo de 2021, por el que se adopta la versión final del Plan Nacional Integrado de Energía y Clima 2021-2030. BOE, nº 77, 31 de marzo de 2021, pp. 36.796-37.220.

de mantenimiento. En octubre se sumó a todo lo anterior la decisión de Argelia de interrumpir el suministro a través del gasoducto *Magreb* como resultado de un conflicto diplomático con Marruecos, país que atravesaba la infraestructura previo a su paso por España y de ahí al resto de Europa (Escribano y Urbasós, 2022). Para entonces el precio del gas en el mercado TTF había llegado a alcanzar los 120 €/MWh.<sup>12</sup> Hacia el mes de noviembre, la situación de los precios daba un ligero respiro con el anuncio de Rusia de reabastecer las reservas de sus almacenes de gas en Europa.

En el caso particular de Rusia, y sin perjuicio de que dichas circunstancias fuesen efectivamente ciertas, analizados en retrospectiva estos acontecimientos —y su consecuente impacto sobre los precios del gas suministrado a la UE— podían interpretarse de forma consistente como el resultado de un *comportamiento estratégico* por parte de Rusia. Con un doble objetivo: debilitar las economías de los países europeos aprovechando su dependencia energética y a la vez maximizar los ingresos obtenidos a costa de los mismos por el gas exportado. Un planteamiento que implicaría que por entonces los países de la UE estaban contribuyendo a financiar, sin saberlo, los preparativos bélicos que se manifestarían meses después. Para esas fechas, el precio promedio del gas ya se había encarecido un 361 % respecto al promedio de 2020, pasando de 10,25 MWh a 47,31 MWh.<sup>13</sup>

El mecanismo por el que el incremento en el precio del gas se traslada al precio del mercado mayorista es todavía más directo y, de hecho, tiene un impacto *amplificado*. Esto se debe a que la eficiencia térmica de estas centrales está en torno al 50 %, lo que significa que hacen falta unos 2 megavatios-hora de gas para producir 1 megavatio-hora de electricidad. Una subida del precio del gas tenía por tanto un efecto de doble magnitud sobre el precio de la electricidad. Además, en el caso español, este impacto se trasladaba en su práctica integridad a los precios minoristas, presionando a su vez al alza los costes de casi todos los procesos productivos —teniendo en cuenta que la electricidad es un bien presente en prácticamente todas las actividades económicas— y alimentando así la inflación. Esta traslación tan directa se debe a la combinación del diseño que tenía la tarifa regulada de electricidad (precio de venta del pequeño consumidor, PVPC)<sup>14</sup> y a la prevalencia de esta tarifa entre los consumidores españoles —como comparación, en torno al 40 % se encuentra en el mercado regulado, frente al 15 % de Portugal—. A diferencia de otras tarifas reguladas de la UE, la española replicaba directamente el precio del mercado mayorista eléctrico, trasladando al consumidor la tendencia

<sup>12</sup> El mercado TTF —acrónimo de *Title Transfer Facility* en inglés— es un sistema que registra el suministro de gas en el sistema gasístico de los Países Bajos y también el principal índice del precio de gas utilizado en los contratos de suministro a largo plazo europeos debido al alto volumen de negociación que se produce a través del mismo de gas con destino a toda la UE.

<sup>13</sup> «Informe sobre el funcionamiento del mercado mayorista de gas en 2021 y recomendaciones para el incremento de la liquidez, la transparencia y el nivel de competencia del mercado organizado», Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC). REF. INF/DE/071/22, 7/7/2022.

<sup>14</sup> El PVPC se regula por medio del Real Decreto 216/2014, de 28 de marzo, por el que se establece la metodología de cálculo de los precios voluntarios para el pequeño consumidor de energía eléctrica y su régimen jurídico de contratación (publicado en el BOE nº 77, de 29 de marzo de 2014; pp. 27397-27428). Recientemente esta norma se ha modificado en profundidad a través del Real Decreto 446/2023, de 13 de junio, por el que se modifica el Real Decreto 216/2014, de 28 de marzo, que indexa el PVPC a señales a plazo con el objetivo de reducir su volatilidad respecto a las variaciones del mercado mayorista de electricidad (BOE nº 141, pp. 84282-84302). La reforma entrará en vigor a partir del 1 de enero de 2024, coincidiendo con la finalización del «tope al gas».

ascendente o descendente y también la volatilidad del mercado, especialmente acusada en un contexto de inestabilidad de los precios del gas.

La traslación de precios inherente a este diseño funcionaba en los dos sentidos. Así, en periodos deflacionarios como el de la crisis sanitaria de covid-19 durante 2020, la fórmula del PVPC había propiciado precios bajos para los consumidores.

Uno de los primeros análisis del impacto que estaba teniendo el gas sobre el precio de la electricidad en el mercado mayorista de electricidad español y también sobre la tasa de inflación fue el llevado a cabo por Pacce, Sánchez García y Suárez-Varela (2021)<sup>15</sup> y publicado por el Banco de España. Los autores recogen cómo de diciembre de 2020 a junio de 2021 el precio de esta materia prima en el Mercado Ibérico del Gas (MIBGAS) se había incrementado cerca de un 50 %, pasando de 18,2 €/MWh a 28,7 €/MWh. Considerando cómo incide el precio del gas en la formación de precios del mercado mayorista, en los términos antes explicados, el encarecimiento del primero habría provocado un aumento del segundo en unos 20,9 MWh en el mismo periodo entre diciembre de 2020 y junio de 2021. A partir de estos datos los autores estiman que hasta entonces los precios del gas habrían sido responsables de la mitad del aumento del precio de la electricidad. En comparación, los derechos de emisión solo explicarían en torno al 20 % de ese incremento. El gas también habría estado detrás de un tercio de la tasa de inflación registrada en el mismo periodo, un impacto superior al del resto de países de la UE, como consecuencia de la distribución tarifaria entre los consumidores españoles antes señalada.

Durante este periodo las autoridades españolas y europeas empezaron a adoptar las primeras medidas dirigidas a mitigar el impacto de los precios del gas. En junio de 2021 el Gobierno de España aprobó un real decreto ley<sup>16</sup> que recogía una reducción al 10 % el tipo impositivo del impuesto sobre el valor añadido (IVA) aplicable a los suministros de energía eléctrica a consumidores con una potencia contratada inferior a 10 kW y a los que fuesen beneficiarios del bono social eléctrico.<sup>17</sup> También preveía una suspensión temporal del impuesto sobre el valor de la producción de energía eléctrica (IVPEE).<sup>18</sup> En septiembre de 2021 el Gobierno de España aprobó un nuevo real decreto ley que, además de prorrogar las medidas anteriores, regulaba un mecanismo de minoración del exceso de retribución del mercado eléctrico, que funcionaba como un tope a los beneficios que las tecnologías inframarginales podían percibir

<sup>15</sup> Pacce, Sánchez García y Suárez-Varela (2021): «El papel del coste de los derechos de emisión de CO<sub>2</sub> y del encarecimiento del gas en la evolución reciente de los precios minoristas de la electricidad en España»; en Documento Ocasional 2021, nº 2120, Banco de España.

<sup>16</sup> Real Decreto Ley 12/2021, de 24 de junio, por el que se adoptan medidas urgentes en el ámbito de la fiscalidad energética y en materia de generación de energía, y sobre gestión del canon de regulación y de la tarifa de utilización del agua (publicado en el BOE, nº 151, de 25 de junio de 2021; pp. 76274-76289).

<sup>17</sup> *Ibid.* Artículo 1.

<sup>18</sup> *Ibid.* Artículo 2.

en el mercado mayorista de electricidad.<sup>19</sup> Los ingresos superiores al límite establecido serían detraídos por el operador del sistema y destinados a financiar los costes financiados por los cargos del sistema eléctrico.<sup>20</sup> La misma norma contemplaba otras medidas relevantes, como una bonificación de los cargos del sistema eléctrico, una reducción del tipo impositivo del impuesto sobre la electricidad al mínimo aplicable o un tope a la actualización de la tarifa regulada del gas (tarifa de último recurso, TUR).<sup>21</sup>

Estas medidas sin embargo se verían desbordadas por los acontecimientos. En febrero de 2022 tropas militares rusas cruzaron la frontera de Ucrania y comenzaron la invasión del país. Lo que originalmente se prometía como una *operación militar rápida* finalmente se acabó convirtiendo en una guerra de frentes que dura ya más de año y medio. El inicio de las hostilidades por parte de Rusia llevó a la reacción de la comunidad internacional, que en el caso de la UE se tradujo en la imposición de sanciones económicas. La Comisión Europea, criticada hasta entonces por la lentitud de su respuesta frente a la crisis energética, reaccionó en esta ocasión de forma más contundente y el 18 de mayo de 2022 presentó *RepowerEU*, una estrategia para reducir el consumo de gas, diversificar las fuentes de suministro alternativo a Rusia y acelerar el despliegue de energías renovables.<sup>22</sup>

Durante esos meses, Rusia respondió a las decisiones de la Comisión Europea reduciendo el flujo de gas hacia la UE. Como consecuencia, su precio alcanzó los 203,9 €/MWh en el mercado TTF. En septiembre de 2022 Rusia dio un paso más con el anuncio del cierre definitivo del gasoducto NordStream 1 que abastecía a Alemania. NordStream 2, un proyecto que buscaba reforzar la capacidad de transporte del primero en construcción desde 2018, no llegó a ponerse en funcionamiento. A finales de ese mismo mes, el 26 de septiembre ambas infraestructuras se vieron inutilizadas por una serie de explosiones que fueron calificadas por las autoridades rusas como un acto de «sabotaje» y cuya autoría aún no ha sido esclarecida. Solo un día antes a estos ataques se anunciaba la inauguración del Gasoducto del Báltico (*Baltic Pipe*), una conexión que unía Noruega con Polonia pasando por Dinamarca.<sup>23</sup> Esta situación obligó a acelerar el desacople de la UE del gas de Rusia. Un objetivo que, a tenor de los datos, puede considerarse cumplido. Para finales de 2022, el gas ruso había pasado a suponer el 8 % del total consumido en la UE, frente al 40 % que representaba un año antes.

<sup>19</sup> Real Decreto Ley 17/2021, de 14 de septiembre, de medidas urgentes para mitigar el impacto de la escalada de precios del gas natural en los mercados minoristas de gas y electricidad (publicado en el BOE nº 221, de 15 de septiembre de 2021; pp. 112378-112409). El mecanismo de minoración de la retribución se regula en su título III y afecta a las centrales inframarginales y no emisoras, por un importe proporcional al valor de la cotización del precio del gas natural en el MIBGAS. La minoración de la retribución se aplicará únicamente a las centrales no emisoras con capacidad de generación igual o superior a 10 MW en el territorio peninsular, quedando excluidas las instalaciones de generación que perciban un régimen retributivo específico (renovables, cogeneración y residuos).

<sup>20</sup> Los cargos del sistema eléctrico se corresponden con importes asociados a la financiación de servicios regulados no asociados con los costes de generación y de transporte de la electricidad. Se regulan en el artículo 16.1 de la Ley 24/2013, de 26 de diciembre, del Sector Eléctrico.

<sup>21</sup> *Ibid.* Disposición adicional tercera, sexta y séptima.

<sup>22</sup> Más información sobre el plan *RepowerEU* en el portal web de la Comisión Europea [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal/repowereu-affordable-secure-and-sustainable-energy-europe\\_es](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal/repowereu-affordable-secure-and-sustainable-energy-europe_es)

<sup>23</sup> Más información sobre el proyecto en su portal web <https://www.baltic-pipe.eu/>

## 5. Una «excepción» para contener los precios de la electricidad en España y Portugal: el «tope al gas» y sus efectos sobre los consumidores y la inflación

Pero entre todas las medidas adoptadas para contener la incidencia de los precios del gas sobre la electricidad, la que ha tenido más repercusión, tanto por su impacto en España como por su repercusión en el conjunto de la UE, fue la denominada «excepción ibérica».

La medida, acordada por el Consejo Europeo tras unas intensas negociaciones, se aplicaría sobre el mercado eléctrico mayorista de España y Portugal hasta el 31 de mayo de 2023. La regulación del mecanismo fue aprobada por el Consejo de Ministros del 13 de mayo<sup>24</sup>, pero su entrada en vigor no se produjo hasta el 14 de junio, previa autorización formal por parte de la CE. Más adelante el mecanismo se prorrogaría hasta el 31 de diciembre de 2023.<sup>25</sup>

El mecanismo también recibió el nombre de «tope al gas», aunque en realidad ni se trataba de un «tope» ni tampoco afectaba al precio de gas como tal. En realidad, se trata de una compensación que se paga a determinadas instalaciones de generación eléctrica a partir de fuentes de energía de origen fósil (centrales térmicas de carbón, centrales de ciclo combinado y, tras una reforma posterior, también las de cogeneración)<sup>26</sup>, con la finalidad de reducir el precio al que estas ofertan el mercado mayorista de electricidad. Tratándose de tecnologías que habitualmente son las «marginales» del mercado, la minoración del precio de las ofertas al interiorizar la compensación reduce el precio del mercado e, indirectamente, la factura que pagan los consumidores finales —y de forma más directa el que pagan los consumidores con PVPC, al replicar esta tarifa el precio del mercado mayorista—. La compensación se calcula como la diferencia entre dos precios del gas, uno de mercado calculado como un precio medio ponderado a partir de las transacciones del MIBGAS y otro de referencia que se fija en 40 €/MWh durante los primeros seis meses, que se incrementan en 5 €/MWh más cada mes hasta alcanzar los 70 €/MWh. El coste de la compensación se financia por todos los consumidores, que lo pagan como un concepto diferenciado en su factura eléctrica.

Inicialmente este pago solo se exigía a los consumidores con PVPC, al ser los que se beneficiaban de forma más directa de la medida, pero se preveía su aplicación también a los consumidores en el mercado libre con motivo de una nueva contratación o de la renovación de sus contratos preexistentes.

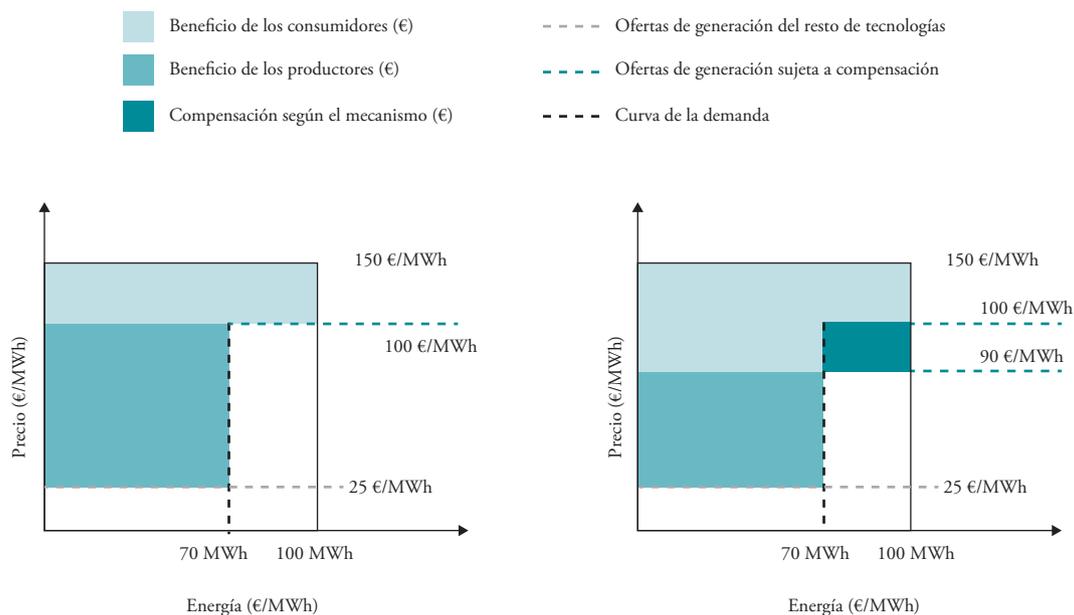
<sup>24</sup> Real Decreto Ley 10/2022, de 13 de mayo, por el que se establece con carácter temporal un mecanismo de ajuste de costes de producción para la reducción del precio de la electricidad en el mercado mayorista (BOE, nº 115, de 14 de mayo de 2022; pp. 67146-67208).

<sup>25</sup> Real Decreto Ley 3/2023, de 28 de marzo, de prórroga del mecanismo de ajuste de costes de producción para la reducción del precio de la electricidad en el mercado mayorista regulado en el Real Decreto-ley 10/2022, de 13 de mayo (BOE, nº 75, de 29 de marzo de 2023; pp. 45672-45685).

<sup>26</sup> Real Decreto Ley 17/2022, de 20 de septiembre, por el que se adoptan medidas urgentes en el ámbito de la energía, en la aplicación del régimen retributivo a las instalaciones de cogeneración y se reduce temporalmente el tipo del impuesto sobre el valor añadido aplicable a las entregas, importaciones y adquisiciones intracomunitarias de determinados combustibles (BOE, nº 227, de 21 de septiembre de 2022; pp. 129549-129574).

El ahorro se produce por el hecho de que, dado el mismo precio del gas, el comportamiento inducido por la compensación opera en la práctica como una limitación a la retribución que perciben las tecnologías inframarginales (solar, eólica, hidroeléctrica y nuclear) frente al escenario en el que el «tope» no aplicase. Esa «sobrerretribución» que dejan de percibir estos operadores es lo que indirectamente se ahorran los consumidores vía menores precios finales de la electricidad. El ahorro se produce pese a que, como se apuntaba, los consumidores financian la compensación que reciben las centrales, y ello porque el coste adicional de financiar la compensación siempre será menor que el que correspondería a la «sobrerretribución» que cada uno de ellos pagaría a las tecnologías inframarginales en caso de no aplicarse el mecanismo. El gráfico de Paulo Brito (2022) (Figura 2) resulta útil para entender cómo se produce este ahorro neto para los consumidores. La sección de la izquierda muestra un mercado donde no se aplica el «tope» y la de la derecha uno donde sí. El área amarilla representa el ahorro de los consumidores, calculado como la diferencia entre el precio de mercado que determinan las centrales de ciclo combinado de gas (100 €/MWh) y la máxima disposición a pagar por los consumidores por cada unidad consumida (150 €/MWh). Gracias al mecanismo, el precio de mercado baja y el ahorro de los consumidores en términos netos aumenta, incluso aunque ahora tengan que pagar el coste de la compensación representado en el área roja, debido a que la caída de los «beneficios» de los productores es aún mayor.

**Figura 2. Representación potencial ahorro para el consumidor como resultado de la aplicación del tope al gas en el mercado mayorista de la electricidad**



Fuente: Extraído de Hidalgo *et al.* (2022), a su vez de «La «excepción ibérica» a debate. ¿Una oportunidad perdida?», a partir del gráfico de Paulo Brito en el blog *Un grado y medio*. 2/6/2022.

Pero más allá de este plano teórico, ¿podemos comprobar que el «tope al gas» efectivamente ha contribuido a reducir los precios de la electricidad? ¿Y en caso afirmativo, cuál ha sido el ahorro para los consumidores? Esas son las cuestiones a las que tratan de responder Collado, Galindo, Hidalgo y Mateo (2022) en un estudio publicado por el Centro de Políticas Económicas de Esade (EsadeEcPol). Respecto a la primera pregunta, los autores encuentran que el «tope al gas» había reducido el precio medio de la electricidad en el mercado regulado en un 24,4 % entre la fecha de entrada en vigor de la medida y el 31 de agosto —y por tanto en el de los consumidores con PVPC—, siendo el ahorro mayor en aquellos momentos en los que el precio del gas también es mayor. Esto equivaldría a un ahorro acumulado de 8.881,1 €/MW en dicho periodo. Estos resultados, como reseñan los autores, son consistentes con los de otros estudios realizados sobre los efectos de la política, que resultan en magnitudes similares.

Los autores también analizan el impacto de esta política sobre las centrales de ciclo combinado, contrastando la hipótesis de que el mecanismo podría haber tenido el efecto indeseado de generar un incentivo para consumir más gas con el fin de generar electricidad que exportar a países vecinos aprovechando el menor precio inducido por la compensación. Una respuesta que sería divergente a los objetivos de reducción de consumo de gas perseguidos por la Comisión Europea y a los que España debería contribuir. Sus estimaciones son consistentes con la hipótesis de que la introducción del «tope al gas» sí habría supuesto un aumento significativo del uso de las centrales de ciclo combinado, en unos 139 GW por hora diarios para el periodo analizado. No obstante, los autores apuntan a que no se puede descartar que en el mayor uso de los ciclos combinados hubieran podido influir también otros factores concurrentes durante el mismo periodo analizado, como la sequía padecida durante el verano de 2022 que pudo afectar a la capacidad de generación de las centrales hidroeléctricas, o la posibilidad de que la demanda externa procedente de Francia se hubiera producido con independencia de los menores precios españoles debido a la interrupción de varios de sus reactores nucleares por motivos técnicos.

Más adelante, los mismos autores llevaron a cabo otro estudio (Hidalgo et al., 2023) para determinar los efectos que el «tope al gas» había tenido sobre los precios de la electricidad, la inflación y el consumo seis meses después de su entrada en vigor. Sus resultados indican que la factura eléctrica para los consumidores en tarifa regulada en España era un 32 % menor de lo que hubiera sido en caso de que la «excepción ibérica» no se hubiera aprobado. Su aplicación supuso un ahorro de unos 209 € anuales por hogar en 2022. La inflación española ese año también habría sido 0,3 puntos más alta —un 8,7 %, en lugar del 8,4 % observado—, lo que permite sugerir que el diferencial positivo de inflación de España frente al resto de la UE puede atribuirse a este mecanismo. En cuanto al consumo de gas, al analizar todo el periodo desde el 15 de junio al 31 de diciembre de 2022, los autores detectan que el uso de gas en centrales de ciclo combinado se habría aproximado al que cabría esperar en ausencia del «tope al gas». El mayor uso se concentra sobre todo en los meses de verano, lo que sería consistente con la explicación de que el mismo pudiera venir motivado por la ausencia de alternativas tecnológicas —*ie.* la menor capacidad de generación de la hidroeléctrica por la sequía— más

que por los posibles incentivos a un mayor uso de gas inducido por la política, que aun así no puede descartarse por completo considerando la información disponible.

En definitiva, la evidencia disponible apunta a un efecto significativo y positivo del «tope al gas» sobre el precio del mercado mayorista de la electricidad y, por ello, sobre los precios finales y la inflación. Y este efecto se produce por el hecho de que la política aprovecha para contener los precios las mismas propiedades que hacen que el alza en los precios del gas se traslade a la electricidad y al consumo.

## 6. Conclusiones

Este artículo se iniciaba abordando la pregunta de cómo el encarecimiento del gas pudo provocar una escalada en los precios de la electricidad, sobre todo considerando que el gas representa solo una fracción de la generación eléctrica y que las tecnologías que usan fuentes de generación de origen renovable, y que generan electricidad a precios mucho más bajos, tienen un peso cada vez mayor.

Con el objetivo de responder a esta cuestión, en primer lugar, se ha analizado el funcionamiento de los mercados mayoristas de electricidad en España y el conjunto de la UE. Se ha mostrado cómo el diseño «marginalista» de estos mercados confiere a la tecnología que termina de satisfacer la última unidad de demanda la capacidad de determinar el precio del mercado, siendo esta la más cara de entre todas las que entran en el mercado en cada momento. Este papel habitualmente recae en las centrales de ciclo combinado, debido a que la electricidad generada por las tecnologías «inframarginales» (solar, eólica, hidroeléctrica y nuclear) no siempre es suficiente para cubrir toda la demanda y a la alta capacidad de respuesta y adaptación de los ciclos combinados. Por tanto, el *diseño* de los mercados mayoristas es el que ha hecho que el alza en los precios del gas se traslade a los de la electricidad y de ahí al resto de la economía.

Seguidamente, una vez identificado el mecanismo de traslación de precios, se ha mostrado como dos *shocks* exógenos pueden acabar teniendo un impacto en la actividad económica en forma de inflación indirectamente a través de los precios de la electricidad. En primer lugar, el encarecimiento de los derechos de emisión de gases de efecto invernadero, cuya adquisición es requisito para la generación a partir de fuentes de energía de origen fósil, aunque descartándose este factor como causante de la escalada de precios de 2021 y 2022 por su limitada magnitud. En segundo lugar, el alza en los precios del gas, principalmente a causa de factores geopolíticos, esta sí explicativa del incremento en los precios de la electricidad.

Por último, considerando el resultado de la interacción entre el diseño del mercado mayorista de electricidad y el precio de la materia prima empleada por la tecnología «marginal» en dicho mercado, se ha analizado el mecanismo del «tope al gas» aplicado en España al amparo de la «excepción ibérica» acordada por la UE desde el 15 de junio de 2022. La evidencia disponible apunta a que su impacto sobre el precio de la electricidad en el mercado mayorista, los

precios finales y la inflación han sido positivos, y que el efecto se produce a través del mismo canal de transmisión que provocaba, en sentido contrario, un impacto negativo a causa del incremento en los precios del gas. Estos resultados se entienden sin perjuicio de la posibilidad de que el mecanismo haya tenido el efecto indeseado de incentivar un mayor consumo de gas, planteando la pregunta de si existe un dilema inevitable en pretender precios bajos para el gas en términos relativos y a la vez que su consumo se reduzca, al menos en el corto plazo y en ausencia de medidas que fomenten otras alternativas más eficientes, accesibles y asequibles.

## Referencias bibliográficas

- BRITO, P. (2022): «La ‘excepción ibérica’ a debate. ¿Una oportunidad perdida?»; en blog *Un Grado y Medio*. Disponible en: <https://ungradoymedio.blogspot.com/2022/06/la-excepcion-iberica-debate-una.html> [consultado el 15/10/2023].
- ESCRIBANO, G. y URBASÓS, I. (2022): «Urge preservar la buena vecindad energética entre Argelia y España»; en *Real Instituto Elcano*. Disponible en: <https://www.realinstitutoelcano.org/comentarios/urge-preservar-la-buena-vecindad-energetica-entre-argelia-y-espana/> [consultado el 15/10/2023].
- FEÁS, E., y STEINBERG, F. (2022): «Efectos económicos y geopolíticos de la invasión de Ucrania»; en *Real Instituto Elcano*. Disponible en: <https://www.realinstitutoelcano.org/analisis/efectos-economicos-y-geopoliticos-de-la-invasion-de-ucrania/> [consultado el 15/10/2023].
- HIDALGO, M. A.; COLLADO, N., y GALINDO, J. (2022): «Cómo alinear los objetivos de independencia energética y descarbonización: retos clave y posibles vías para superarlos»; en *EsadeEcPol Insight*, junio 2022. Disponible en: <https://www.esade.edu/ecpol/es/publicaciones/como-alinear-los-objetivos-de-independencia-energetica-y-descarbonizacion-retos-clave-y-posibles-vias-para-superarlos/> [consultado el 15/10/2023].
- HIDALGO, M. A.; COLLADO, N.; GALINDO, J., y MATEO, R. (2022): «Estimando el efecto del tope al precio del gas»; en *ESADE EcPol Policy Brief*. Disponible en: <https://www.esade.edu/ecpol/es/publicaciones/estimando-el-efecto-del-tope-al-precio-del-gas/> [consultado el 15/10/2023].
- HIDALGO, M. A.; COLLADO, N.; GALINDO, J., y MATEO, R. (2023): «Los efectos del tope al gas en los precios, la inflación y el consumo seis meses después»; en *ESADE EcPol Insight*. Disponible en: <https://www.esade.edu/ecpol/es/publicaciones/los-efectos-del-tope-al-gas-en-los-precios-la-inflacion-y-el-consumo-seis-meses-despues/> [consultado el 15/10/2023].
- PANDALAI-NAYAR, N.; HUO, Z.; LEVCHENKO, A., y BONADIO, B. (2020): «The role of global supply chains in the COVID-19 pandemic and beyond» en *VoxEu, CEPR*. Disponible en: <https://cepr.org/voxeu/columns/role-global-supply-chains-covid-19-pandemic-and-beyond> [consultado el 15/10/2023].
- SUÁREZ-VARELA, M. C.; PACCE, M. J., y SÁNCHEZ GARCÍA, I. (2021): «El papel del coste de los derechos de emisión de CO<sub>2</sub> y del encarecimiento del gas en la evolución reciente de los precios minoristas de la electricidad en España»; en *Documentos Ocasionales 2021*, nº 2120. Banco de España. Disponible en <https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/17351/1/do2120.pdf> [consultado el 15/10/2023].
- ZACHMANN, G.; MCWILLIAMS, B., y SGARAVATTI, G. (2021): «How serious is Europe’s natural gas storage shortfall?»; en *Bruegel*. Disponible en: <https://www.bruegel.org/blog-post/how-serious-europes-natural-gas-storage-shortfall> [consultado el 15/10/2023].



# LA DISTRIBUCIÓN COMERCIAL DE GRAN CONSUMO, DIQUE DE CONTENCIÓN FRENTE A LA INFLACIÓN

Álvaro González Zafrá

Director general de la Confederación Andaluza de Empresarios de Alimentación y Perfumería  
(CAEA)

## Resumen

Múltiples factores globales (pandemia, guerra en Ucrania, escasez de materias primas, crisis energética, sequía...) han conducido a unos incrementos de costes sin precedentes en todos los eslabones de la cadena de gran consumo, principalmente por la subida de los precios de los carburantes, la energía y las materias primas e insumos. Ello ha provocado una inflación récord que afecta negativamente al consumidor, señalándose desde determinados ámbitos políticos populistas al sector de la distribución comercial de gran consumo como causante de la subida de los precios finales, y acusándolo de aprovechar la situación para incrementar sus márgenes.

Los estudios realizados en base a fuentes oficiales, tanto desde el ámbito privado como público, encargados incluso por el propio Gobierno de España, corroboran que el comercio de gran consumo no solo no ha ampliado márgenes e incrementado precios injustificadamente, sino que ha servido como dique de contención ante la inflación para evitar una subida de precios mayor, debido en gran medida a la gran competencia, pluralidad de enseñanzas y formatos, competitividad y menor concentración existente en el sector.

## Abstract

*Multiple global factors (pandemic, war in Ukraine, shortage of raw materials, energy crisis, drought, etc.) have led to unprecedented cost increases along all links of the consumer goods chain, mainly due to the rise in the price of fuels, energy, and raw materials and other inputs. This triggered record inflation that hit consumers hard, with certain populist political currents placing the blame on the retail distribution sector for the rise in end prices, accusing it of taking advantage of the situation to increase margins.*

*Studies drawing on official sources, both from the private and public spheres, including those commissioned by the Government of Spain itself, confirm that not only has the consumer goods sector not widened margins and hiked prices unjustifiably, it has actually acted as a curb on inflation and prevented even greater price increases, due in large part to the intense competition, variety of brands and formats, competitiveness, and lower concentration existing in the sector.*

## 1. Introducción

El sector de gran consumo, así como todas las empresas que operan en su cadena de valor, lleva sufriendo desde hace más de tres años los mayores obstáculos con los que se ha encontrado en la historia. Primero fue la pandemia, con las restricciones más estrictas jamás conocidas; después, una guerra en Europa y, consecuentemente, la escasez de determinadas materias primas; una crisis energética de escala mundial; los paros de transportistas, y ahora, la terrible sequía y las restricciones de agua que lleva aparejada con la consiguiente escasez de cosechas... Todos estos factores han conducido a unos incrementos de costes sin precedentes, principalmente por la subida de los precios de los carburantes, la energía y las materias primas e insumos; una inflación récord en décadas; subidas de los tipos de interés; caída de bancos internacionales, y una sociedad cada vez más asfixiada y con menor poder adquisitivo, lo que está provocando igualmente un significativo descenso del consumo en el hogar que afecta espe-

cialmente a la distribución comercial de base alimentaria. En definitiva, una negativa coyuntura económica que ha hecho saltar por los aires los cimientos de las economías de medio mundo y tambalearse a los Gobiernos de las principales potencias del planeta, y que ha requerido la máxima capacidad de adaptación y resiliencia por parte de las empresas para contrarrestar la extrema y excepcional situación y los cambios tanto en la oferta como en la demanda que se están produciendo como consecuencia de la crisis.

A todo ello hay que añadir un contexto político en año electoral en el que los intereses partidistas han puesto en el punto de mira la figura del empresario y de la empresa. Más aún, desde el entorno político se ha señalado injustificadamente al sector de la distribución comercial de gran consumo como causante de la subida de precios, acusándolo de aprovechar la situación para incrementar sus márgenes a costa de la inflación.

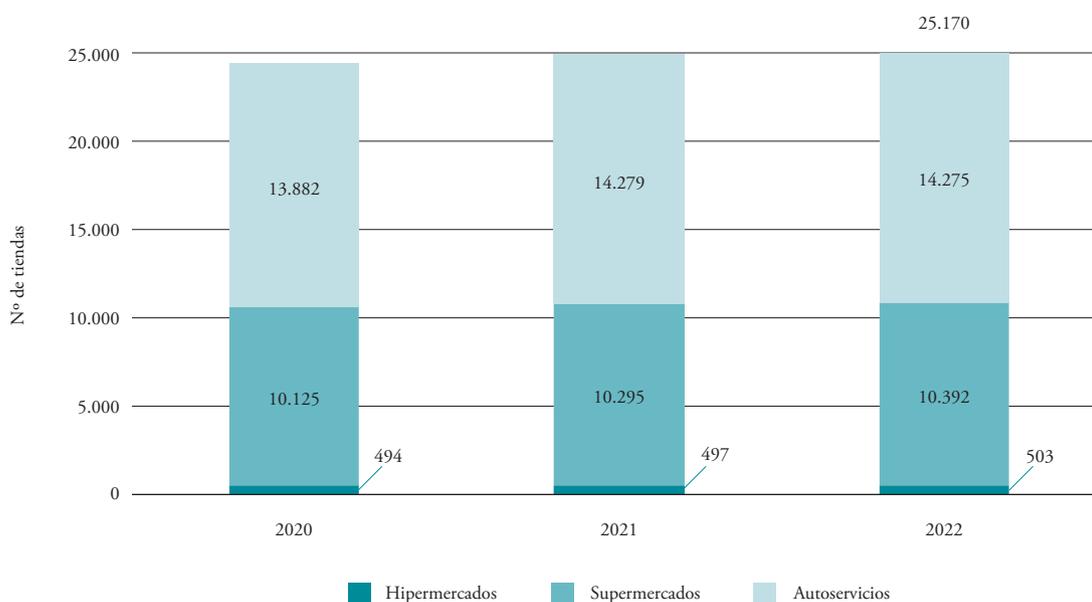
En este marco político y económico, se trataría con este artículo de aportar luz, a través de datos objetivos de fuentes oficiales, sobre si estas acusaciones tienen fundamento o, por el contrario, se trasladan desde intereses partidistas. Concretamente, se ofrece información sobre si la traslación de los incrementos de costes, provocados por la excepcional situación, a los precios de consumo por parte de la distribución comercial alimentaria ha sido o no proporcional y si, de esta forma, es posible comprobar cuál está siendo el papel del comercio de gran consumo en la actual crisis inflacionista.

## 2. La distribución comercial organizada de gran consumo en España y Andalucía. Importancia y caracterización

En esta sección se lleva a cabo un análisis descriptivo, con los datos cuantitativos y cualitativos, que ayudan a explicar la importancia y peso específico del sector de la distribución comercial de gran consumo en España y Andalucía, así como sus principales características. Esta caracterización del sector resulta fundamental a la hora de argumentar posteriormente su comportamiento ante la situación de crisis inflacionista que existe en la actualidad en toda la cadena de valor.<sup>1</sup>

El número global de establecimientos comerciales de *retail* organizado de gran consumo en España se acercó las 25.200 unidades en 2022 (Gráfico 1), elevándose en 669 tiendas netas desde 2020. Este formato presenta incrementos continuados mientras el autoservicio terminó el año pasado con menos puntos en activo que el anterior. El híper vive un ligero repunte de mano de operadores más novedosos y de formatos más pequeños. Estos números implican que, en España, existe un establecimiento de distribución alimentaria por cada 1.886 habitantes; en términos de densidad comercial, 2022 se cerró con un índice de 313,3 m<sup>2</sup>/1.000 hab.

<sup>1</sup> Para la elaboración del presente capítulo del artículo se han utilizado los datos de Retail Data, portal especializado en el análisis de datos del sector *retail* en España, con más de 20 años de experiencia.

**Gráfico 1. Evolución del número de tiendas de *retail* gran consumo alimentario**

*Fuente:* Retail Data.

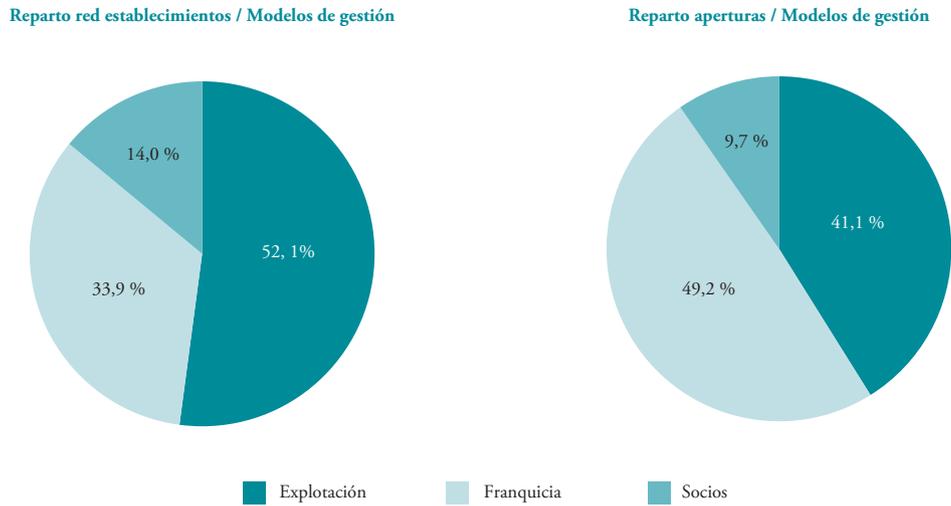
El sector de la distribución de gran consumo terminó el año 2022 con 14,88 millones de m<sup>2</sup> de superficie comercial. Del total, 12,90 millones de m<sup>2</sup> (el 86,7 %) se corresponden con la agregación de las categorías supermercados y autoservicios. La evolución de la superficie fue del 1,58 % en el último ejercicio y acumulada del 4,2 % respecto a 2020, ejercicio marcado por la pandemia.

Una de las características peculiares del sector de *retail* gran consumo español es la diversidad de las fórmulas comerciales ofrecidas al consumidor. Las enseñas de proximidad y conveniencia son las más representativas en número de establecimientos (51,8 %) del total, lo que favorece la compra sin grandes desplazamientos y la sostenibilidad. Esta característica se ha intensificado al pasar los años, ya que el ritmo de aperturas, especialmente de tiendas franquiciadas o asociadas a cooperativas, se situó en 12.058 unidades a finales de 2022.

Los líderes regionales pueden considerarse mucho más que una excepción del mercado español. Se trata de una característica determinante del sector de la distribución comercial en España y en concreto en Andalucía, y que determina una marcada competencia existente entre operadores internacionales, nacionales, regionales y provinciales, con empresas locales que lideran mercados a nivel provincial y autonómico. Esto, como se verá, afectará a los comportamientos ante los aumentos de costes y su traslado a precios durante los últimos dos años.

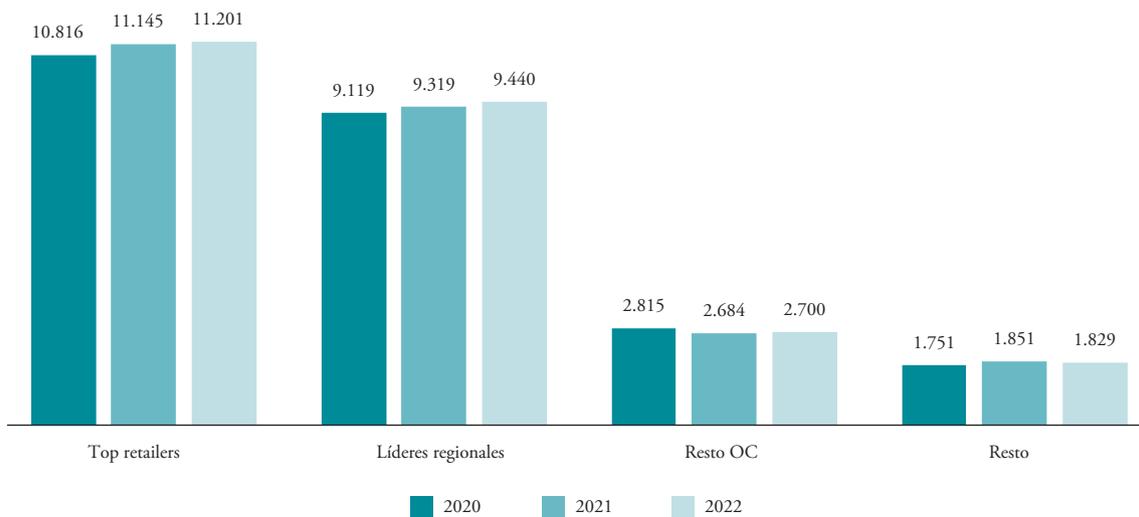
Además de todo lo anterior, varios de los líderes regionales surten a la mayoría de las franquicias y asociados repartidos por el mundo rural, lo que determina su gran importancia como comercio de proximidad para la vertebración territorial y social en nuestro país.

**Gráfico 2. Reparto de la red de establecimientos (izq.) y de las aperturas (der.) por modelos de gestión**



Fuente: Retail Data.

**Gráfico 3. Evolución del número de establecimientos del retail gran consumo por tipología de empresa**



Fuente: Retail Data.

Dicho número de competidores es acompañado por una menor concentración del mercado en comparación con otros países europeos. Mientras existen 342 empresas con actividad de *retail* alimentario en España, las empresas pequeñas no pierden cuota y destacan por su presencia sostenida en el ámbito local y provincial. Estas, en su mayor parte firmas familiares, introducen en el mercado una elevada competencia, eficiencia y competitividad, equilibrando al sector y fomentando el consumo de productos locales.

Esta amplia oferta implica que existe presencia de establecimientos de gran consumo alimentario (autoservicios, supermercados e hipermercados) en 628 de los municipios andaluces, donde habitan 8.363.768 personas, lo que representa un servicio directo para el 98,72 % de la población total de la comunidad autónoma, llegando al 99 % en provincias como Sevilla o Cádiz.

Así, la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) ha corroborado la importancia del sector de la distribución comercial de gran consumo y su caracterización en un reciente informe publicado el pasado mes de julio *Estudio sobre la traslación de la reducción del IVA en el sector alimentario*.<sup>2</sup> En dicho informe se alude a la elevada competencia, pluralidad de enseñas y formatos, a la gran competitividad y a la menor concentración como rasgos definitorios del sector. Además, el mismo informe destaca a la distribución minorista de bienes de consumo diario como un protagonista crítico en la economía española, constituyéndose como uno de los eslabones más importantes en la cadena agroalimentaria, facilitando la comercialización de los alimentos a los consumidores finales a través de la venta de productos alimentarios en establecimientos minoristas.

A su vez, la CNMC resalta que la competencia en este mercado se produce a un nivel generalmente local, y que en él compiten varios tipos de establecimientos (hipermercados, supermercados, servicios de proximidad o tiendas de autoservicio y tiendas de descuento), aunque el supermercado es el establecimiento predominante (abarca el 70 % de la superficie de venta en España). Finalmente, es la propia CNMC la que deja por escrito que en España la presencia de los distribuidores minoristas regionales de tamaño mediano y pequeño ha permitido mantener unos niveles de concentración más reducidos en comparación con otros países europeos, lo que ha generado efectos positivos en el nivel de competencia efectiva del mercado de distribución de gran consumo y, como veremos, no solo han estimulado la eficiencia de la distribución minorista en su conjunto y la competencia entre los operadores, sino que en momentos de importantes aumentos de costes, el sector ha servido como contención ante el consumidor final de la transmisión de los mismos.

Prueba de ello es que diversos estudios, incluido el propio informe de la CNMC, han encontrado que los distribuidores minoristas, en general, redujeron los precios finales de los productos afectados tras la rebaja del IVA introducida en enero de 2023 y no se han detectado indicios sistemáticos de falta de traslación impositiva por parte de los distribuidores (Almunia, Martínez y Jorge, 2023). Así, ha sido sin duda la competencia en el sector uno de los factores

<sup>2</sup> Estudio CNMC sobre la traslación de la reducción del IVA en el sector alimentario. Disponible en <https://www.cnmc.es/expedientes/ecnmc00323> [consultado el 28 de agosto de 2023].

relevantes en esta traslación de la reducción del IVA y no se observa que los diferentes niveles de concentración entre provincias o municipios hayan afectado al grado de reducción de los precios finales tras la rebaja del IVA.

Resulta especialmente significativo en este sentido la Guía *Competencia frente a la inflación. Cómo la competencia y la regulación eficiente ayudan proteger el poder adquisitivo de los consumidores*<sup>3</sup> elaborada por la propia CNMC y publicada el pasado mes de junio. En ella, se incide en cómo las medidas para promover la competencia y la regulación eficiente pueden ayudar a moderar los precios y facilitar la labor de las autoridades económicas en su objetivo de controlar la inflación. Además, dichas medidas tienen la capacidad de mitigar los efectos negativos de la inflación sobre el poder adquisitivo al impulsar el crecimiento y el empleo en beneficio del conjunto de la ciudadanía incluyendo particularmente a los colectivos de menor renta y más vulnerables.

### 3. Incremento de precios en la cadena de gran consumo e inflación de alimentos

A lo largo del último año y medio, los precios de los alimentos han aumentado con fuerte intensidad a escala global. La tasa de inflación de los alimentos en España ha marcado registros récord sin precedentes. En la rúbrica del IPC de alimentación en las dos primeras décadas del siglo XXI se aprecia que hay un pico en el año 2007 y otro en 2012, coincidiendo con la subida del IVA. Durante el resto de los periodos, el IPC se ha mantenido extraordinariamente estable. Incluso durante la crisis económica de 2012, con el IPC negativo y con los precios de alimentación bajando. Eso se ha debido a la enorme competitividad del sector de la distribución comercial y del resto de la cadena agroalimentaria.

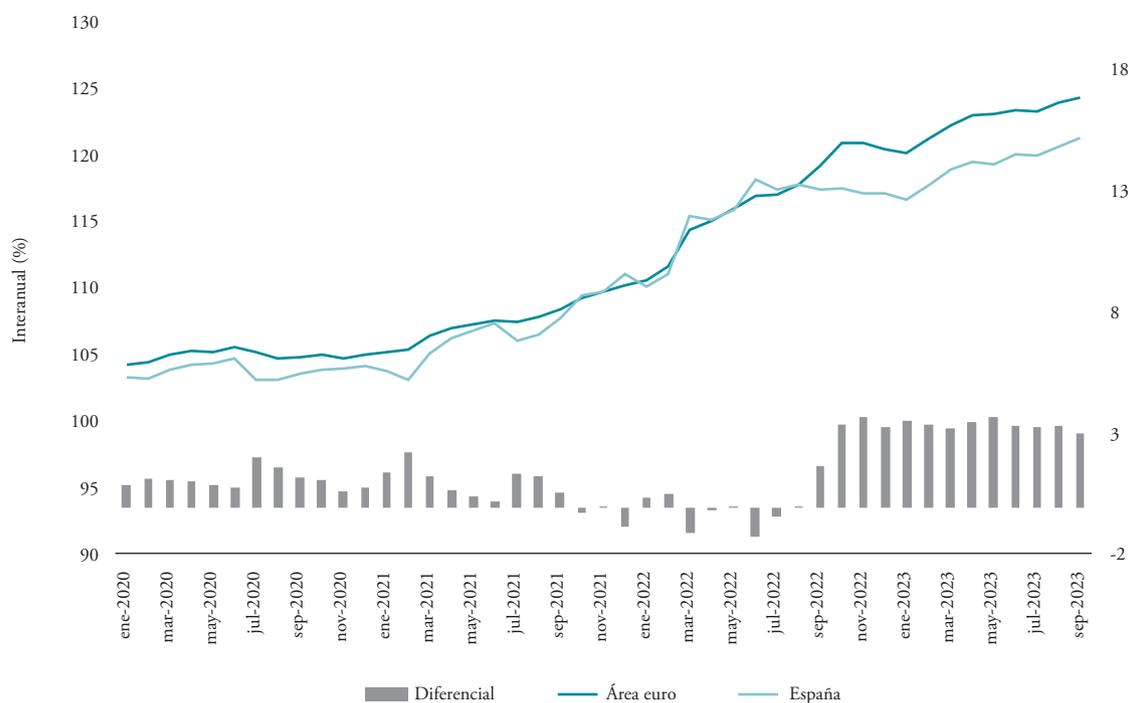
Así, Borrallo, Cuadro-Sáez, Pacce y Sánchez (2023) destacan que el incremento de los precios de los alimentos en España no ha sido particularmente distinto al registrado en el área del euro, aunque su contribución a la inflación general fue más intensa debido al mayor peso de los alimentos en la cesta de consumo española. El incremento de los precios se está produciendo en la práctica totalidad de los distintos productos alimenticios, si bien se observa una elevada heterogeneidad entre ellos.

Además, estos autores muestran que distintos factores de naturaleza eminentemente global, que afectaron a la oferta y a los costes de producción de las materias primas alimenticias, han sido los condicionantes de primer orden en la evolución de los precios de los alimentos, tal y como ilustran los casos de los productos lácteos y los cereales (ver capítulo de Hidalgo en este mismo volumen).

<sup>3</sup> Guía Competencia frente a la inflación de la CNMC. Disponible en: <https://www.cnmc.es/sites/default/files/4839712.pdf> [consultado el 4 de septiembre de 2023].

De cara al futuro, prosiguen estos autores, dada la moderación recientemente observada en los precios de las materias primas, cabe esperar una cierta desaceleración en los incrementos de los precios de los alimentos en el área del euro y en España. No obstante, existe una elevada incertidumbre acerca de los efectos que pueda tener la sequía observada en Europa sobre la producción agrícola y, por tanto, sobre los precios de los alimentos de 2023. Además, la guerra en Ucrania representa también un foco de elevada incertidumbre desde el punto de vista de los precios de los alimentos, dada la relevancia de Rusia y Ucrania en los mercados mundiales de cereales, a lo que se ha unido recientemente la guerra entre Israel y Hamás en Gaza.

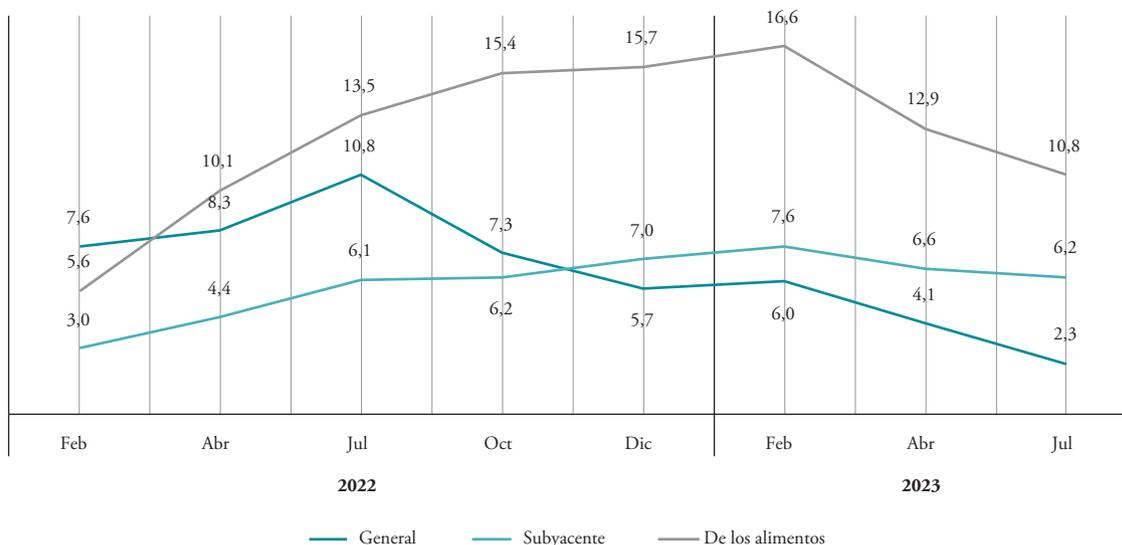
**Gráfico 4. Evolución de los precios de los alimentos y bebidas no alcohólicas**



Fuente: Eurostat.

Concretamente, en julio de 2023 la tasa de crecimiento de los precios de los alimentos y bebidas no alcohólicas fue del 10,8 % después de alcanzar un máximo en febrero con un 16,6 %. Estas cifras contrastan, sin embargo, con la evolución de los precios en origen, y que arrojaron tasas de crecimiento interanual superiores, del 24,2 % en el mes de julio de 2023 con respecto al mismo mes de 2022, y del 47,4 % con respecto al mismo mes de 2021.

**Gráfico 5. Evolución anual del IPC en España**



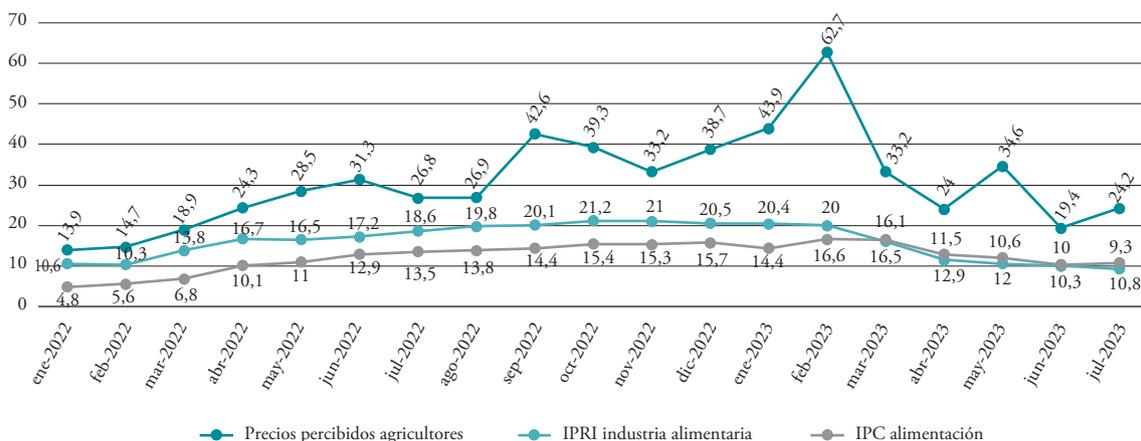
Fuente: INE.

**Tabla 1. Evolución del precio de los alimentos no elaborados**

Productos	Julio 2022	Julio 2023	Julio 23 / Julio 22	Julio 23 / julio 21
Ternera 1ª A	4,95	5,03	1,47 %	37,83 %
Cordero de 12 a 16kg canal	7,19	7,21	0,28 %	7,78 %
Cerdo 1ª	2,17	2,55	17,58 %	43,46 %
Pollo fresco	1,91	2,46	28,85 %	53,27 %
Conejo 1,8 a 2,2 kg vivo	2,24	2,48	10,81 %	74,46 %
Huevos clase M	1,02	1,46	43,03 %	151,07 %
Patata	0,39	0,40	3,24 %	75,56 %
Acelga	0,75	1,24	64,75 %	50,30 %
Calabacín	0,44	0,38	-13,41 %	30,29 %
Cebolla	0,24	0,44	85,30 %	185,78 %
Judía verde plana	2,64	1,90	-28,18 %	10,81 %
Lechuga Romana	0,27	0,30	12,34 %	-2,41 %
Pimiento verde	0,90	0,87	3,35 %	17,76 %
Tomate redondo liso	0,80	0,45	-44,13 %	-16,86 %
Zanahoria	0,21	0,32	55,67 %	60,57 %
Limón	0,34	0,38	10,74 %	-8,68 %
Manzana golden	0,37	0,86	130,39 %	17,25 %
Pera	0,73	1,10	49,16 %	28,84 %
Plátano	1,34	0,47	-64,91 %	-30,65 %
Leche	0,46	0,54	17,28 %	62,57 %
Aceite de oliva virgen	3,58	7,15	99,74 %	117,43 %
Arroz	0,41	0,65	55,80 %	76,79 %
			<b>24,2 %</b>	<b>47,7 %</b>

Fuente: MAPA.

**Gráfico 6. Comparativa de precios percibidos por los agricultores, índice de precios de la industria alimentaria e índice de precios al consumo. (Tasas interanuales)**



Fuente: INE y MAPA.

Sin embargo, frente a todo esto, y a pesar del importante aumento experimentado durante este tiempo, es imperativo indicar que los incrementos de precios de consumo en España han sido, por regla general, inferiores a los de otros países europeos, y se han debido a distintos factores de naturaleza eminentemente global y coyuntural, que afectaron a la oferta y a los costes de producción en todos los eslabones de la cadena de valor, desde los sectores productores en origen (agricultura, ganadería y pesca), comercializadoras, industria y envasado, transporte, plataformas y mayoristas, hasta la distribución comercial minorista y el canal Horeca.

#### 4. Traslación del incremento de los costes a los precios en la cadena de gran consumo

Ante la situación excepcional de incremento de precios y costes en toda la cadena de gran consumo, y su lógica repercusión en el IPC de los alimentos y, por tanto, en el consumidor final, la Confederación Andaluza de Empresarios de Alimentación y Perfumería (CAEA) encargó un estudio a la Universidad Pablo de Olavide de Sevilla, dirigido por el profesor Manuel Alejandro Hidalgo Pérez, bajo el título *Impacto del incremento de los costes en los precios de la cadena de gran consumo*.<sup>4</sup>

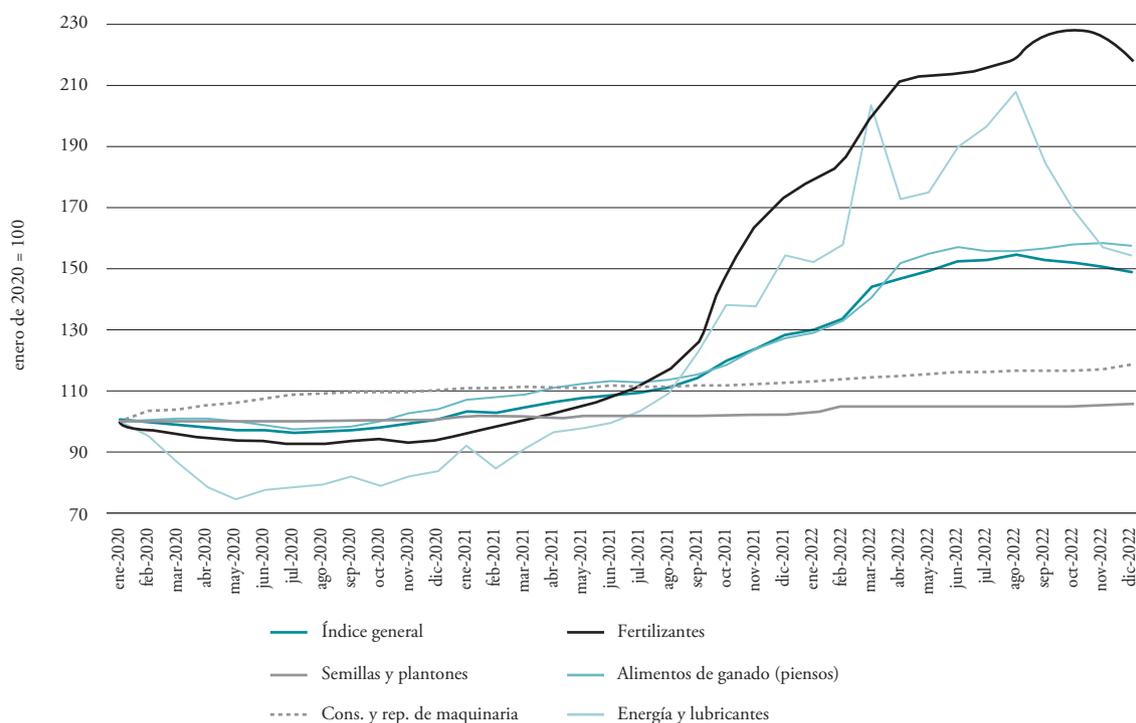
Dicho estudio, presentado en el marco de las *XIV Jornadas del Sector de la Distribución Comercial: Las cuatro claves del gran consumo: resiliencia, sostenibilidad, eficiencia y rentabilidad*, celebradas los pasados días 6 y 7 de junio de 2023 en Sevilla alcanza una serie de conclusiones que resultan de especial interés para comprender las causas de la inflación de los alimentos y, en concreto, el impacto del incremento de los costes en los precios de la cadena de gran consumo.

<sup>4</sup> Estudio CAEA Impacto del incremento de los costes en los precios de la cadena de gran consumo. Disponible en <https://tinyurl.com/269b99zs> [consultado 28/08/2023].

Así, en primer lugar, y como se puede leer en el capítulo de Hidalgo presente en este mismo volumen, desde la segunda mitad del año 2021, la evolución de los precios, tanto en nuestro país como en el resto de las economías occidentales, experimentaron una evolución excepcional. En dicho capítulo, junto con el de Comajuncosa se describen las razones para esta evolución, y que fueron diversas, aunque destacaba entre todas ellas el inicio de la guerra en Ucrania, que abrió un nuevo escenario que alimentó una subida de precios que ya se venía detectando como consecuencia de la aparición de cuellos de botella en el comercio internacional después de la pandemia.

Como quedó descrito, el aumento de los precios de ciertos insumos, en particular crudo y gas, afectó directamente a otros no menos importantes en la cadena de producción de los alimentos, entre los que podemos destacar fertilizantes, carburantes y energía eléctrica, y que transmitió a los precios finales una dinámica similar, llegando al consumidor final mientras repercutía negativamente en las empresas en forma de incrementos de costes. Este incremento, finalmente y a partir de la segunda mitad del año 2022, terminó alcanzando a determinados productos, como fueron los alimentos, tanto frescos como elaborados, así como a otros productos de consumo personal comercializados por cadenas de comercio minorista de gran consumo. Para estos productos, el aumento de precios vino determinado por lo comentado anteriormente, es decir, por el arrastre del incremento de otros precios vía costes.

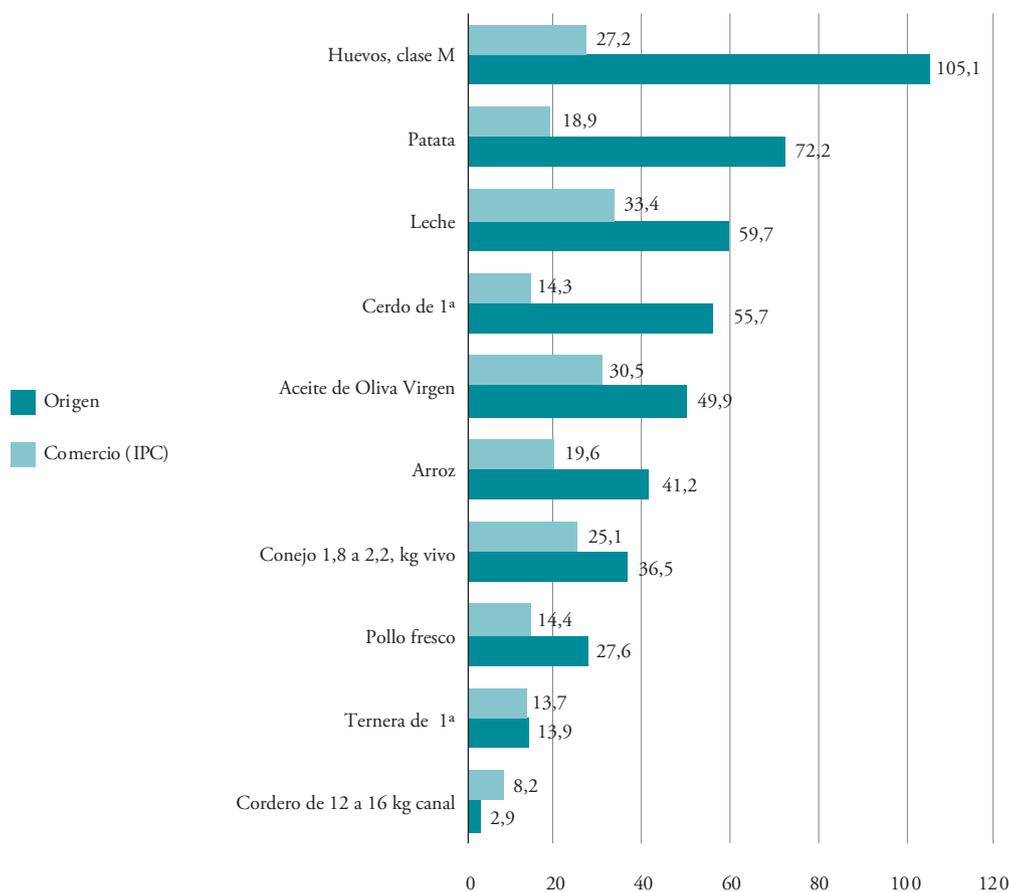
**Gráfico 7. Precios pagados por los agricultores y ganaderos**



*Fuente:* elaboración propia a partir de los datos del Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación.

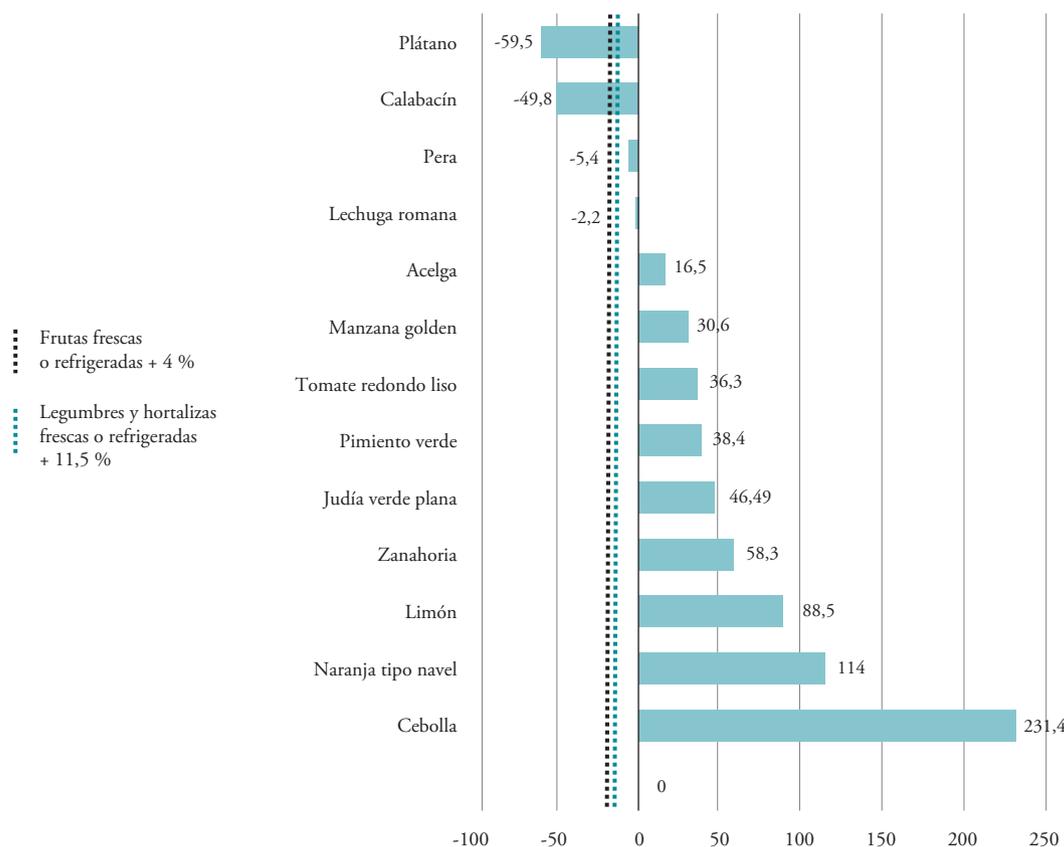
Al efecto de la crisis energética se le debe unir otro factor que empujó al alza los precios de los alimentos y que no es otro que la importante caída de las cosechas agrícolas debida a la sequía. Según datos de Eurostat para España, el rendimiento (toneladas por hectárea) de las cosechas cayó alrededor de un 18 % en 2022/23 en línea con la caída en el volumen de precipitaciones anuales, que, según datos de AEMET, fueron de alrededor de 537 litros/m<sup>2</sup>, un 16 % por debajo del promedio histórico. Además, las caídas de producción parecen estar persistiendo en lo que llevamos de 2023, debido a que la sequía que se vive en España no parece tocar a su fin (el mes de marzo fue el más seco del siglo XXI y el volumen de lluvias en abril ha sido pírrico). Por ello, es muy probable que la escasez de la producción continúe presionando los precios de los alimentos domésticos en los próximos meses. Por todas estas razones, los precios percibidos por los agricultores y ganaderos aumentaron (ver Hidalgo) en buena parte para compensar, como mínimo, el alza de los costes.

**Gráfico 8. Crecimiento de los precios en origen y en comercio de determinados productos de alimentación (enero 2023 vs. enero 2022, en %)**



Fuente: Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca/INE.

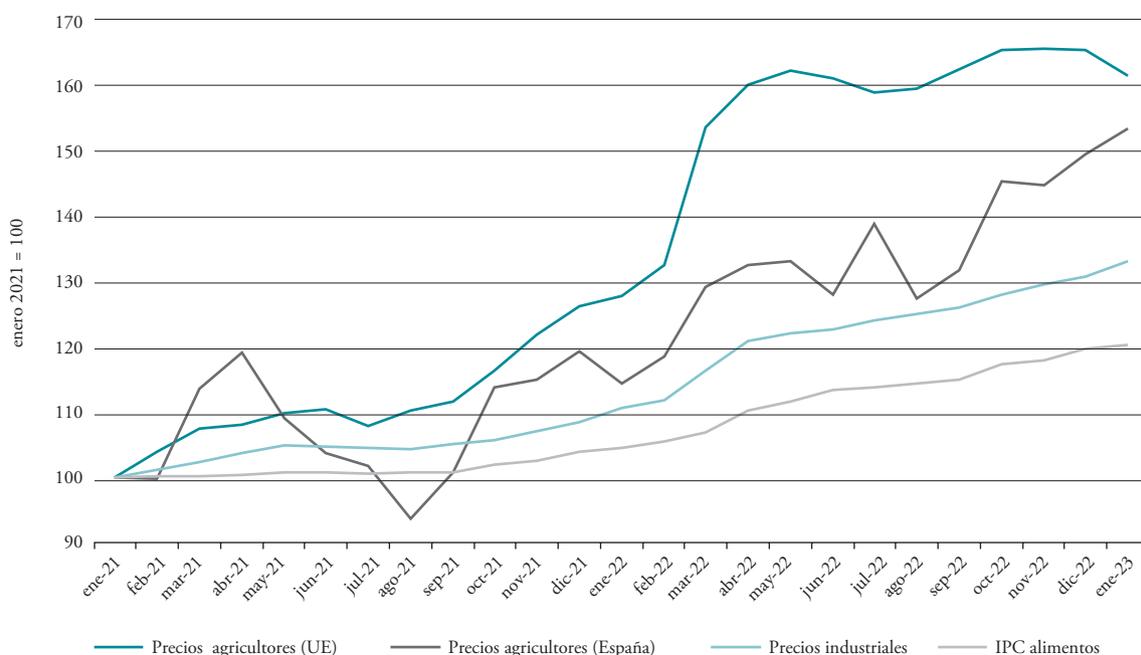
**Gráfico 9. Crecimiento de los precios en origen (barras) de frutas y hortalizas y crecimiento medio en comercio según IPC (cuadros de texto). (Enero 2023 vs enero 2022, en %)**



*Fuente: Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca/INE.*

En consecuencia, todo lo anterior presionó y sigue haciéndolo, sobre los costes de producción agrarios y ganaderos, y con ello sobre los precios en origen. Así, el incremento acumulado desde el cierre de 2020 de los precios en origen ha sido de alrededor del 63 % tanto en la UE (datos hasta marzo) como en España (datos hasta enero). Sin embargo, mientras la inercia alcista de los precios domésticos de la UE se ha frenado, en España, y en buena parte debido a la persistente sequía, esta moderación está resultando más lenta.

Hasta hoy, es posible afirmar que la transmisión de estas alzas de los precios de producción en origen a la industria alimentaria y a los precios finales de consumo ha sido parcial. Concretamente, estos acumulan un aumento del 36 % (industria alimentaria) y del 26 % (precios de consumo), respectivamente. Entre las razones podemos señalar el menor aumento de los márgenes en el sector de la distribución, incluso su reducción, y con ello la amortiguación del aumento de los precios de origen en la cesta de consumo de las familias andaluzas.

**Gráfico 10. Evolución de los precios de alimentos por etapa productiva**

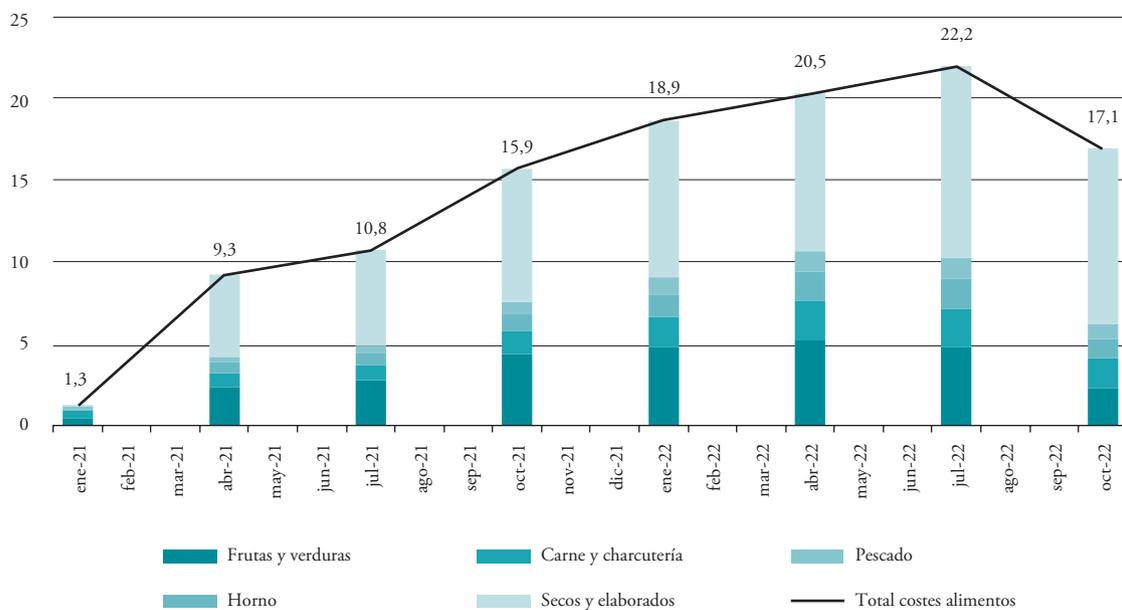
**Nota:** Como indicador de precios en origen en España, se utilizan los precios percibidos por los agricultores del MAPA, y para la UE, los farm-gate and wholesale Market prices del BCE.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del MAPA, del INE y del BCE.

Llevando a cabo una descomposición de la evolución de los precios finales en el sector del gran consumo con datos de la AEAT (Gráfico 11), se observa que el principal componente que explica la evolución de estos son los costes soportados por las empresas en cuanto a la compra y adquisición de productos (sector productor e industria alimentaria). Estos marcan el ritmo de la evolución de los precios, mientras los excedentes/márgenes se ajustaban contracíclicamente. En este sentido, del total de costes en base a la estructura del sector comercial de gran consumo, las empresas imputan a los gastos asociados a las compras de mercaderías (adquisición de productos del sector productor o industria) un 78 % y, el 22 % restante es imputado al resto de costes (suministros, inmobiliarios, servicios a empresas, así como los costes laborales).

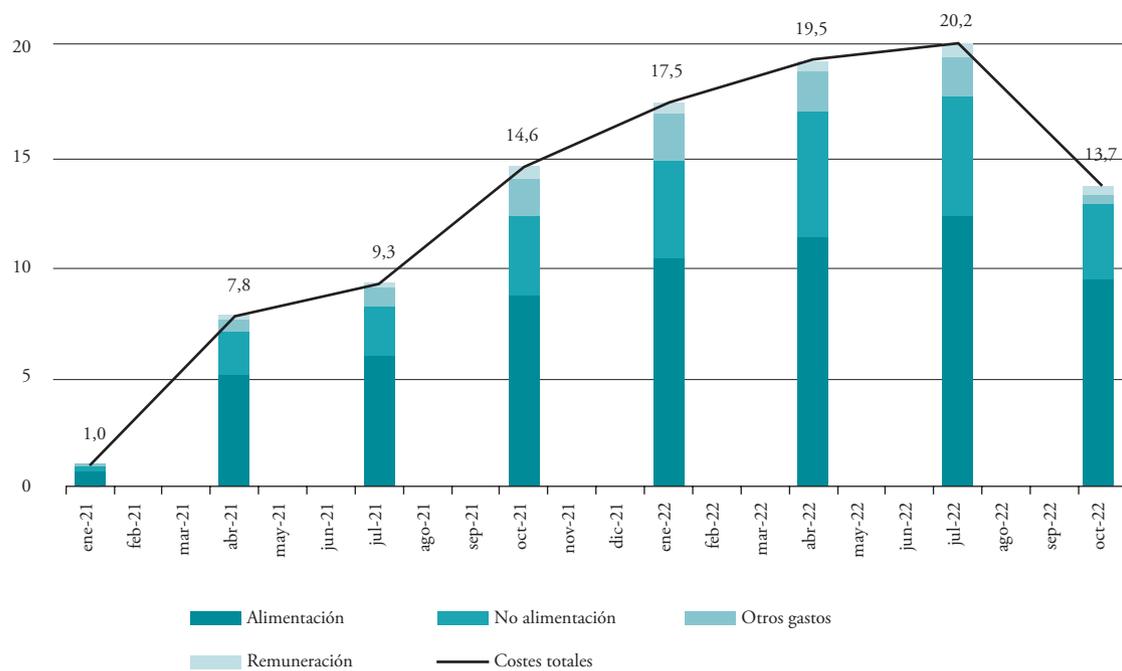
Así, mientras los precios finales crecieron en 2022 algo por encima del 10 %, con un máximo en el tercer trimestre del 14,3 %, los costes medios de compra o adquisición por producto aumentaron hasta un máximo de un 22,2 % interanual en el tercer trimestre. Por lo tanto, los comercios actuaron a modo de amortiguador frente al consumidor final del aumento de los precios en origen de buena parte de los alimentos.

**Gráfico 11. Aportación de diferentes productos a los costes del comercio minorista**



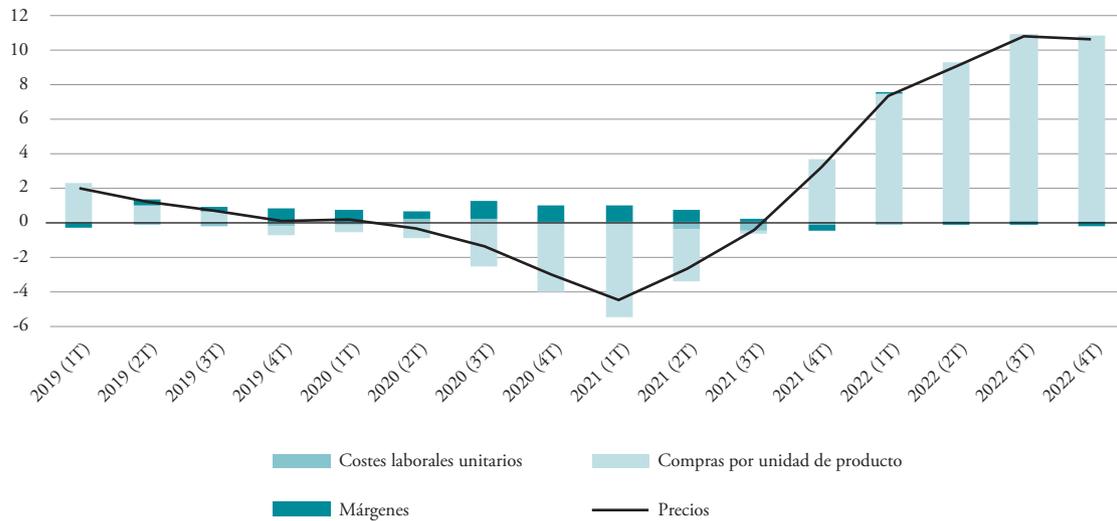
Fuente: elaboración propia.

**Gráfico 12. Aportación al crecimiento de los costes totales**



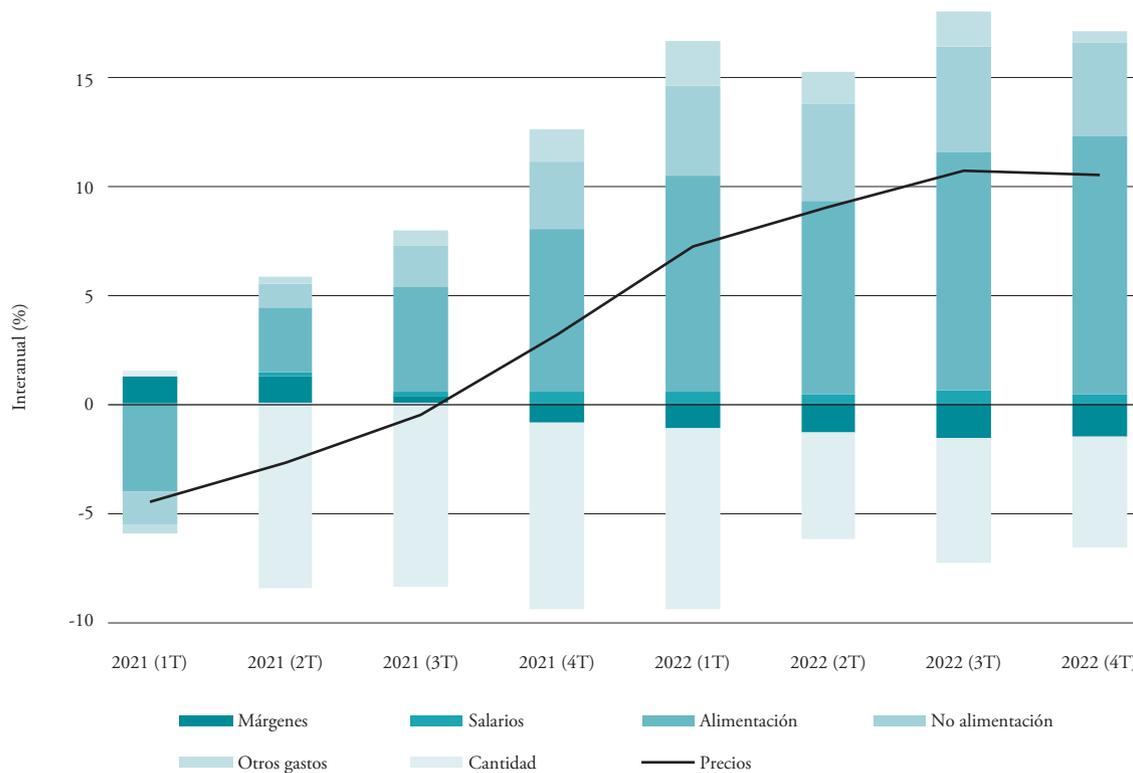
Fuente: elaboración propia.

**Gráfico 13. Aportación a la evolución de los precios por componente (tasas interanuales)**



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la AEAT.

**Gráfico 14. Descomposición del crecimiento interanual de los precios percibidos por el comercio minorista**



Fuente: elaboración propia.

Así pues, los datos apuntan a que el origen del aumento de los precios percibidos por las empresas de la comercialización de bienes de gran consumo fue la repercusión del aumento de costes, sin que, de momento, los márgenes en el sector hayan jugado un papel inflacionista. Más concretamente, y para los márgenes, lo que este trabajo encuentra es que, en el sector de la distribución comercial de gran consumo, los márgenes por unidad de producto reaccionaron con bajadas a la subida previa de costes, aunque con aportaciones a la reducción de la inflación mínimas dado el escaso peso que dichos márgenes por unidad de producto tienen sobre el precio final medio.

Estos resultados son confirmados, además, por la publicación de numerosas empresas del sector a través de la información contenida en sus memorias económicas del año 2022. Más concretamente, todas las empresas del sector de la distribución comercial de gran consumo que han presentado públicamente hasta la fecha —septiembre de 2023— sus cuentas de resultados correspondientes al ejercicio 2022 han reducido o mantenido unos márgenes netos ya de por sí estrechos, sin que se constaten subidas de los mismos.

Estos resultados pueden resultar paradójicos ante la evidencia, también, de un aumento de los beneficios de las principales empresas. Los beneficios, aunque en términos absolutos pudieran ser mayores al haberse facturado más debido a la inflación de precios y en parte a la recuperación del sector tras años de pandemia, al mantenerse o bajar los márgenes de las empresas por producto puede argumentarse que su aportación no ha sido inflacionaria. Es más, hay empresas que incluso han publicado pérdidas y ello pone en riesgo la viabilidad de un sector que es el que menos margen neto posee de toda la cadena de valor de gran consumo.

Por su parte, un artículo publicado por el Banco de España con fecha 28 de agosto de 2023 sobre *La traslación del aumento de los costes de producción a los precios de venta de las empresas no financieras en 2022*<sup>5</sup> corrobora que «la rama que engloba la industria alimentaria y la textil habría experimentado incrementos sustanciales de sus costes de producción unitarios en 2022, a pesar de no figurar entre aquellas en las que los gastos de energía tienen un peso más elevado en sus costes. Ello sería indicativo de que estos sectores usan otras materias primas cuyos precios también habrían aumentado notablemente, en parte como consecuencia del encarecimiento de la energía. En particular, el encarecimiento del gas ha elevado el coste de los fertilizantes y, por tanto, de las materias primas alimenticias, presionando significativamente al alza sus costes de producción».

Según este artículo del Banco de España, estos sectores de alimentación y textil elevaron sus precios de venta un +20,6 %, pero lo hicieron menos que sus costes unitarios, que crecieron un +22,3 %. Por tanto, solo repercutieron parcialmente los incrementos de costes en los precios finales de consumo.

<sup>5</sup> Artículo del Banco de España *La traslación del aumento de los costes de producción a los precios de venta de las empresas no financieras en 2022*. Disponible en <https://tinyurl.com/247pzlsj> (consultado el 29/08/2023).

## 5. Márgenes empresariales de la distribución comercial de gran consumo

El sector de la distribución comercial de gran consumo está basado en la alta rotación de productos, es decir, en vender muchísimos productos con escaso margen de beneficio, lo que da como resultado un elevado volumen de facturación, y que no se debe confundir con el margen de beneficio, que resulta en todo caso muy escaso y el que marca la viabilidad empresarial.

Así, el margen neto en el sector de la distribución alimentaria suele situarse entre el 1 % y el 4 %, según las cuentas de resultado de las empresas inscritas en el Registro Mercantil. Ello lo sitúa como el sector que menos margen neto posee de toda la cadena de valor de gran consumo.

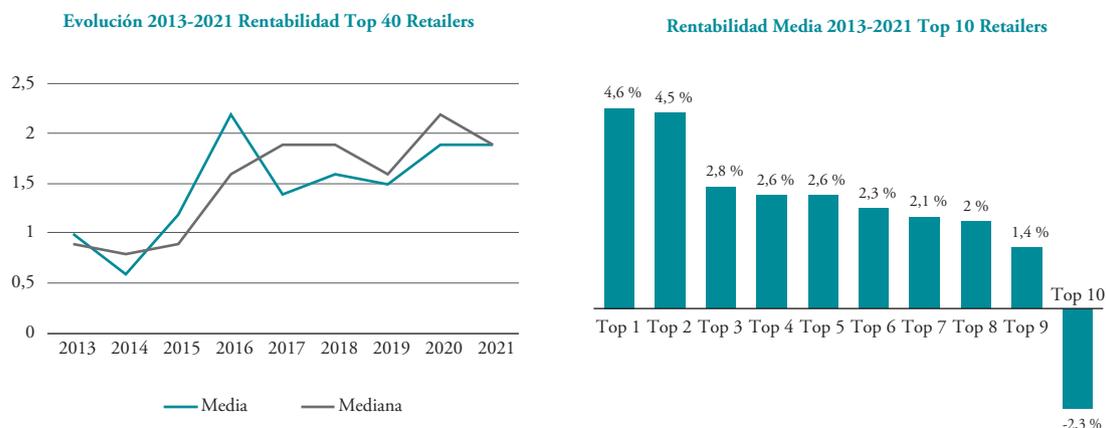
**Tabla 2. Cuadro histórico margen neto distribución comercial de gran consumo**

Grupos	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Margen Bruto	23,42	23,69	23,46	22,85	22,03	22,19	22,32	22,9
Coste personal (ventas)	12,67	12,14	12,35	11,90	11,65	11,28	11,16	11,12
Otros costes (ventas)	8,42	8,99	8,85	8,58	8,05	7,85	8,71	8,84
Margen neto	2,78	2,56	2,26	2,38	2,32	3,06	2,45	2,14

*Fuente:* ASEDAS, elaboración propia a partir de SABI.

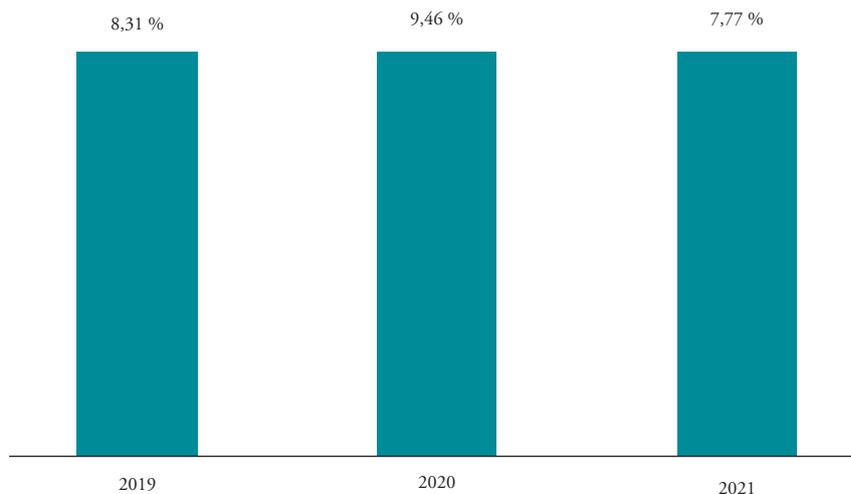
Según el análisis de EY Parthenon con fuente Alimarket, como puede apreciarse en el Gráfico 15, la rentabilidad media y mediana (beneficio neto sobre ventas) de los principales distribuidores minoristas ha estado en el 1,5 % en los últimos nueve años (de 2013 a 2021). Por su parte, la rentabilidad media de los fabricantes de productos de gran consumo se situó 8,32 % sobre sus ventas netas en los años 2019, 2020 y 2021, con una gran dispersión entre ellos.

**Gráfico 15. Rentabilidad de los distribuidores minoristas de gran consumo**



Fuente: Alimarket; análisis EY-Pathernon.

**Gráfico 16. Rentabilidad de los principales fabricantes de gran consumo**



Fuente: Alimarket; análisis EY-Pathernon.

Ante la situación actual inflacionista, el propio Gobierno de España, en concreto el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital (MINECO), la Agencia Estatal de Administración Tributaria (AEAT) y el Banco de España, han creado recientemente el Observatorio de Márgenes Empresariales (OME), para facilitar el acceso a los analistas, investigadores y cualquier ciudadano interesado en la información sobre los márgenes empresariales. Se trata de un portal web de información con el objetivo de dar transparencia en materia de márgenes empresariales y difundir la información y análisis realizados.

En su informe trimestral del pasado mes de julio,<sup>6</sup> el Observatorio destacaba que los márgenes empresariales en nuestro país se redujeron sensiblemente en 2020 para la mayoría de las ramas de actividad y que se han recuperado desde entonces. A comienzos de 2023, los márgenes se sitúan en la mayoría de los sectores en niveles cercanos a los prepandemia. No obstante, dentro de esta dinámica relativamente general, se han apreciado diferencias muy significativas entre ramas de actividad, en particular en lo que respecta a la evolución de los márgenes en los sectores más afectados por la covid-19, en los sectores energéticos y en los sectores de la cadena agroalimentaria. Así, durante el período 2021-2022, el encarecimiento de las materias primas tuvo un impacto muy negativo sobre los sectores de la cadena alimentaria, que registraron una caída de cerca del 25 % en sus márgenes. Más recientemente, estos márgenes habrían comenzado a recuperarse, si bien aún permanecerían en niveles inferiores a su media histórica.

En los eslabones finales de la cadena alimentaria, tanto el margen del comercio minorista como el del comercio mayorista se encuentran en niveles similares a su media histórica. Tras registrar un mínimo en el cuarto trimestre de 2022, ambos márgenes han repuntado en el primer trimestre de este año, incremento que ha sido más acusado en el caso del comercio mayorista, que históricamente siempre han sido algo mayores que los del comercio minorista y que, en este caso, incorporan actividades como el comercio de electricidad o de carburantes.

Por tanto, se puede concluir que el propio Gobierno de España (MINECO, AEAT, Banco de España y OME), en base a los datos objetivos y fuentes oficiales, corrobora que el sector de la distribución comercial de gran consumo no ha aumentado sus márgenes en el contexto actual de inflación alimentaria.

## 6. Conclusiones

El sector de la distribución comercial organizada de gran consumo está caracterizado fundamentalmente por:

- Gran capilaridad de tiendas (25.200 establecimientos en España en 2022, uno por cada 1.886 habitantes, y 4.370 en Andalucía, uno por cada 1.938 habitantes).
- Variedad de formatos (con predominio del supermercado con el 70 % de la superficie de venta) y de fórmulas comerciales (predominando las de proximidad en un 51,8 % en España y 55 % en Andalucía).
- Creciente protagonismo del modelo asociativo de franquicia o cooperativa (48 % del total de establecimientos en España y 51 % en Andalucía).

<sup>6</sup> Informe trimestral julio 2023 Observatorio Márgenes Empresariales. Disponible en <https://tinyurl.com/26uz6ec4> [consultado el 29/08/2023]

- Elevada competencia entre operadores internacionales, nacionales, regionales, provinciales y locales, y fortaleza de los líderes autonómicos.
- Gran número de cadenas de distribución y menor concentración que en otros países (342 empresas de comercio de gran consumo).
- Relevante importancia estratégica de la red mayorista (615 cash&carry en España y 142 en Andalucía).
- Cobertura directa del *retail* organizado para el 97 % de la población española y del 98,7 % de la población andaluza.
- Especial intensidad en la creación y el mantenimiento del empleo (465.000 trabajadores en el sector de la distribución comercial de gran consumo).

A lo largo del último año y medio, los precios de consumo de los alimentos han aumentado con fuerte intensidad a escala global. La tasa de inflación de los alimentos en España ha marcado registros récord sin precedentes. Sin embargo, estos incrementos han sido similares a los de otros países europeos, y se han debido a distintos factores de naturaleza eminentemente global y coyuntural, que afectaron a la oferta y a los costes de producción de la energía y de las materias primas alimentarias en todos los eslabones de la cadena de valor, desde los sectores productores en origen (agricultura, ganadería y pesca), comercializadoras, industria y envasado, transporte, plataformas y mayoristas, hasta la distribución comercial minorista y el canal Horeca.

Los incrementos de costes en las empresas han sido generalizados en todos los eslabones de la cadena, y se debieron fundamentalmente a las subidas de precios de los insumos, fertilizantes, carburantes y energía eléctrica, y más recientemente, a la escasez de cosechas por la grave sequía, como principales causantes de la subida de los precios finales de consumo. La traslación de estos incrementos de costes a los precios en la cadena de gran consumo y a los precios finales de los productos ha sido solo parcial. La repercusión de costes al consumidor se estrecha conforme avanza la cadena de valor, siendo más reducida en el último eslabón de la distribución comercial minorista.

Por lo que al sector de la distribución comercial de gran consumo respecta, los incrementos de costes en las compras de mercadería (compras a proveedores de la producción en origen e industria alimentaria) son el principal componente que explica la evolución de los precios finales de los productos. Los márgenes no han desempeñado un papel inflacionista en el sector de la distribución comercial de gran consumo. Más al contrario, la disminución de los márgenes y del beneficio neto en el sector de la distribución comercial alimentaria ha ayudado a contener los precios de consumo de los productos.

El sector de la distribución alimentaria es el que menos margen posee de toda la cadena de gran consumo. Los beneficios del sector, aunque en términos absolutos pudieran ser mayores al haberse facturado más debido a la inflación de precios, al mantenerse o bajar los márgenes de las empresas el resultado es que el beneficio neto disminuye. Tanto el margen del comercio

minorista como el del comercio mayorista se encuentran en la actualidad en niveles similares a su media histórica.

Como conclusión final de este capítulo cabe indicar que los estudios realizados en base a fuentes oficiales, tanto desde el ámbito privado como público, encargados incluso por el propio Gobierno de España, corroboran que el comercio de gran consumo no solo no ha ampliado márgenes e incrementado precios injustificadamente, sino que ha servido como dique de contención ante la inflación para evitar una subida de precios mayor, debido en gran medida a la gran competencia, pluralidad de enseñas y formatos, competitividad y menor concentración existente en el sector.

## Referencias bibliográficas

- ALMUNIA, M.; MARTÍNEZ, J., y JORGE, A. (2023): «La reducción del IVA en los alimentos básicos: evaluación y recomendaciones»; en *ESADE EcPol*. Disponible en: <https://doi.org/10.56269/20230328/MA>
- Banco de España (2023): *Informe trimestral del Observatorio de Márgenes Empresariales*. Disponible en: <https://tinyurl.com/26uz6ec4>
- BLANCO, R.; KHAMETSHIN, D.; MENÉNDEZ, A., y MULINO, M. (2023): «La traslación del aumento de los costes de producción a los precios de venta de las empresas no financieras en 2022»; en *Boletín Económico-Banco de España, 2023/T3*, 11. Disponible en: <https://doi.org/10.53479/33474>
- BORRALLO, F.; CUADRO-SÁEZ, L.; PACCE, M., y SÁNCHEZ, I. (2023): «Evolución reciente de los precios de consumo de los alimentos en el área del euro y en España»; en *Boletín Económico-Banco de España, 2023/T2*, 01. Disponible en: <https://doi.org/10.53479/29819>
- CNMC (2022): *Guía Competencia frente a la inflación. Cómo la competencia y la regulación eficiente ayudan proteger el poder adquisitivo de los consumidores*. Disponible en: <http://tinyurl.com/28c7ugxh>
- CNMC (2023): *Estudio sobre la traslación de la reducción del IVA en el sector alimentario*. Disponible en <https://www.cnmc.es/expedientes/ecnmc00323> [Consultado el 28/08/2023]
- Hidalgo, M. A. (2023): *Estudio sobre el Impacto del incremento de los costes en los precios de la cadena de gran consumo*. Encargado por la Confederación Andaluza de Empresarios de Alimentación y Perfumería (CAEA) y financiado por la Consejería de Empleo, Empresa y Trabajo Autónomo de la Junta de Andalucía. Disponible en: <https://tinyurl.com/269b99zs>
- Retail Data: Disponible en: <https://www.retaildata.es/>



# CRECIMIENTO SALARIAL Y RECUPERACIÓN DEL MERCADO DE TRABAJO TRAS LA COVID-19<sup>1</sup>

*Alfonso Arellano*

BBVA Research y Universidad Complutense de Madrid

*Rafael Doménech*

BBVA Research y Universidad de Valencia

*Juan Ramón García*

BBVA Research

## Resumen

En este artículo se analiza la situación del mercado de trabajo una vez que la economía española ha recuperado el nivel de actividad anterior a la crisis de la covid-19, en un contexto de tasas de inflación en máximos de las últimas décadas. La evidencia muestra que los distintos indicadores de empleo (afiliados a la Seguridad Social, ocupados y horas trabajadas) han superado sus registros prepandemia, pero con una amplia heterogeneidad entre variables y sectores. La intensidad en el empleo (horas por ocupado) ha disminuido, de manera que la productividad por trabajador es inferior a la del cuarto trimestre de 2019, mientras que el PIB por hora trabajada es ligeramente superior. La tasa de paro ha descendido y ha mantenido su distancia relativa con la de la UEM desde 2016, aunque en los últimos trimestres se observa una mejora más lenta.

## Abstract

*This article analyses the situation in the labour market once the Spanish economy has recovered its pre-covid-19 level of activity, in the context of inflation rates at their highest levels of recent decades. The evidence shows that the different employment indicators (Social Security affiliates, persons working and hours worked) have surpassed their pre-pandemic numbers, but with widely mixed variations between variables and sectors. Employment intensity (hours per employed person) has declined, meaning that productivity per worker is lower than in the fourth quarter of 2019, while GDP per hour worked is slightly higher. The jobless rate has declined and maintained its relative distance from the EMU unemployment rate since 2016, although the improvement can be seen to have slowed in recent quarters.*

## 1. Introducción

Tras casi diez años por debajo de los objetivos de los bancos centrales, la inflación ha repuntado, alcanzando en 2022 tasas no vistas desde hace décadas en las principales economías avanzadas. Este aumento de las tensiones inflacionistas ha coincidido con una mejora de los mercados laborales respecto a sus niveles previos a la pandemia. Las tasas de empleo y de vacantes han crecido al tiempo que ha disminuido la tasa de paro. En términos de la relación vacantes por desempleado, la eurozona y EE. UU. han visto como sus mercados de trabajo alcanzaban niveles de tensionamiento históricamente elevados. Con algunos matices, España

<sup>1</sup> Este artículo ha sido preparado para Mediterráneo Económico. Los autores agradecen la ayuda de los proyectos PID2020-116242RB-I00 del Ministerio de Ciencia e Innovación de España (MCIN/AEI/ 10.13039/501100011033), GVPROMETEO2020-083 de la Generalitat Valenciana y TED2021-132629B-I00 del MCIN/AEI/ 10.13039/501100011033 y «European Union Next Generation EU/PRTR».

no ha sido una excepción a esta recuperación del mercado laboral con más inflación que ha caracterizado a las economías avanzadas:

- La tasa de desempleo ha descendido hasta el 11,8 % en el tercer trimestre de 2023.
- Según la Encuesta de Población Activa (EPA), el empleo se sitúa un 7,0 % por encima de su nivel prepandemia, pero el crecimiento de las horas totales ha sido más modesto (3,3 %). La Contabilidad Nacional arroja un avance menor: en el tercer trimestre de 2023 las horas trabajadas se encontraban un 1,3 % por encima de su nivel prepandemia.
- La relación entre vacantes y desempleo se encuentra significativamente por encima de su media desde 1994 y se aproxima a los niveles de 2008.
- La inflación, que superó el 10 % anual en el tercer trimestre de 2022, alcanza el 3,5 % en septiembre de 2023, mientras que el componente subyacente y el deflactor del PIB rozan el 6 %.

Durante varios trimestres de 2021 y 2022, la inflación general en España fue muy superior a la subyacente y al crecimiento del deflactor del PIB, lo que reflejaba principalmente la dependencia energética de la economía española. Con el transcurso del tiempo, esta inflación importada se ha ido transmitiendo a la subyacente y, a continuación, a la de los bienes y servicios producidos internamente. Desde finales de 2022, el aumento de los salarios ha ganado tracción, en un intento de recuperar su capacidad de compra en términos reales. De hecho, en el segundo y tercer trimestres de 2023 prácticamente todo el incremento del deflactor del PIB se explica por el diferencial del crecimiento de los salarios sobre la productividad.

El objetivo de este capítulo es analizar la situación del mercado de trabajo una vez que la economía española ha recuperado el nivel de actividad anterior a la crisis de la covid-19, evaluar en qué medida puede acentuar las presiones salariales y valorar sus efectos sobre la inflación de los bienes y servicios domésticos.

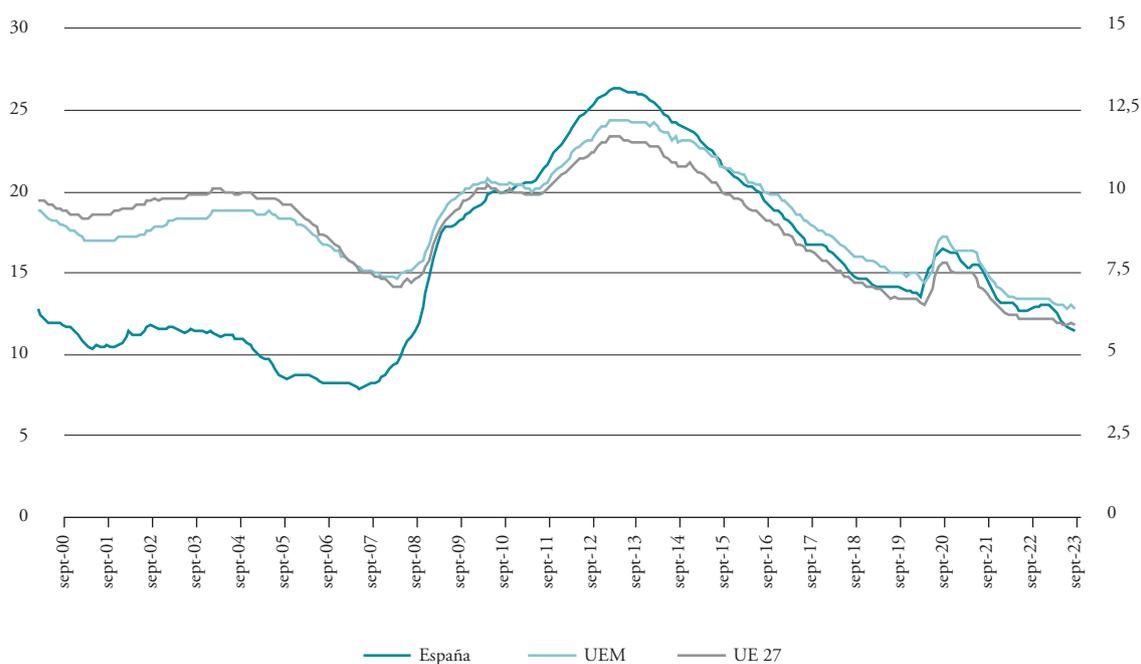
La estructura del documento es la siguiente. En la segunda sección se analiza la evolución del empleo, las horas de trabajo, la tasa de paro y las vacantes entre 2019 y 2023, así como los efectos preliminares de la reforma laboral aprobada en diciembre de 2021. En la tercera sección se estudia el crecimiento de los costes laborales y del deflactor del PIB, y se estima la contribución de las perturbaciones en los márgenes salariales y de precios al deflactor del PIB y a los salarios reales mediante el modelo de equilibrio general dinámico estocástico EREMS (Boscá *et al.*, 2020). La cuarta sección presenta las principales conclusiones del capítulo.

## 2. Ocupación, horas de trabajo, desempleo y vacantes

### 2.1. La recuperación tras la pandemia

Una de las características más relevantes de la recuperación de las economías avanzadas y de España tras la crisis de la covid-19 ha sido la intensidad de la creación de empleo y la resiliencia del mercado de trabajo. El balance es claramente favorable, puesto que tres años después del inicio de la pandemia las tasas de desempleo son inferiores a las observadas a finales de 2019. Como muestra el Gráfico 1, la tasa de paro alcanzó el 5,9 % en la UE27 y el 6,4 % en la eurozona en junio de 2023, frente al 6,7 % y 6,1 %, respectivamente, en el cuarto trimestre de 2019, lo que supone un mínimo histórico desde los años 1980. Teniendo en cuenta que la tasa de desempleo medida en el eje izquierdo del Gráfico 1 duplica la representada en el eje derecho, la reducción de la tasa de paro en España fue similar a la de la UE27: con los datos de la EPA, el desempleo disminuyó desde el 14,0 % a finales de 2019 hasta el 11,8 % en el tercer trimestre de 2023.

**Gráfico 1. Tasa de paro en España, la UE27 y la UEM (Datos CVE)**



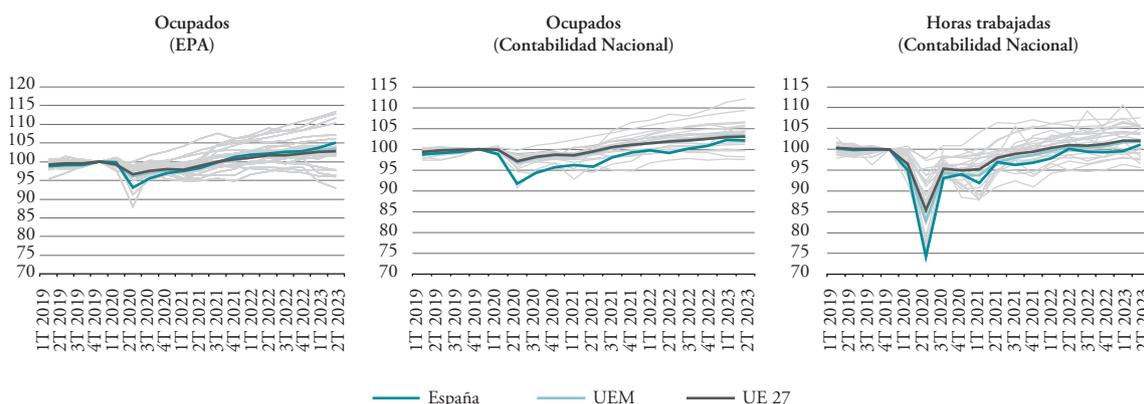
*Fuente:* elaboración propia a partir de INE y Eurostat.

Algo parecido sucede con la ocupación en las encuestas de población activa: entre el cuarto trimestre de 2019 y el segundo de 2023, el empleo corregido de variaciones estacionales (CVE) aumentó en términos acumulados un 3,4 % en la eurozona y un 5,1 % en España. Aunque

las cifras de creación de empleo se moderan cuando se utilizan los agregados de Contabilidad Nacional, continúan evidenciando una evolución positiva del mercado de trabajo, puesto que, en el mismo periodo, el número de personas ocupadas creció un 3,3 % CVE en la eurozona y un 2,1 % CVE en España.

El comportamiento del empleo ha sido menos favorable cuando en lugar de utilizar el número de ocupados en la EPA o en la Contabilidad Nacional se analiza el número de horas trabajadas, tanto en buena parte de los países de la UE27 como en España. En la eurozona, las horas totales se situaron en el segundo trimestre de 2023 un 1,9 % CVE por encima de su nivel prepandemia, frente a un 1,1 % en España (1,3 % en el tercer trimestre). La economía española tampoco muestra un comportamiento atípico en esta dimensión (véase el Gráfico 2). Siete países de la UE27 (Alemania, Austria, Bulgaria, Hungría, Letonia, Portugal y República Checa) han tenido una recuperación de las horas trabajadas menor que la de España. Como resultado, hay más personas ocupadas, aunque con una intensidad menor en términos de horas por trabajador (véase, por ejemplo, Arce *et al.*, 2023).

**Gráfico 2. Ocupados y horas totales trabajadas en España y la UE (1T 2019-2T 2023. Datos CVE)**



*Fuente:* elaboración propia a partir de Eurostat.

Las razones detrás de la evolución diferencial de la ocupación y de las horas trabajadas son varias. Primero, la pandemia y los cambios normativos orientados a concentrar el ajuste del mercado de trabajo en el margen intensivo en lugar de en el extensivo provocaron un aumento significativo del número de trabajadores en ERTE y de las bajas por enfermedad, que se reprodujo con menor intensidad a lo largo de las sucesivas olas de la covid-19. Segundo, las disrupciones en las cadenas mundiales de producción han dado lugar a que en algunos momentos la intensidad laboral fuera menor ante la imposibilidad de disponer de componentes y otros insumos necesarios para la producción. Tercero, durante la pandemia y la recuperación posterior ha crecido el empleo en el sector público, caracterizado por jornadas de trabajo de

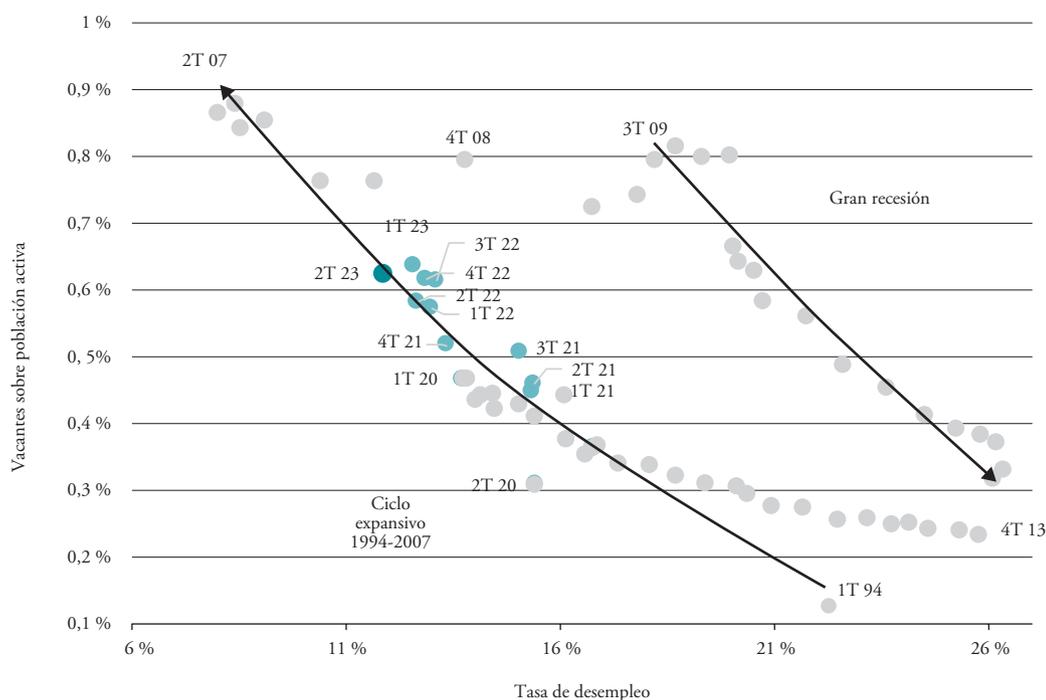
menor duración. Cuarto, se ha podido producir un efecto composición por cambios en los sectores productivos, en las ocupaciones y en la estructura de la población ocupada, atendiendo a su edad y género.

Quinto, existe una tendencia de disminución del número de horas trabajadas por persona ocupada en las economías desarrolladas y, en particular, en la española (véanse, por ejemplo, Botelho, Consolo y Dias da Silva, 2021; Causa, 2009; Cuadrado, 2023, y Dolton, 2017). De hecho, las horas anuales trabajadas por persona ocupada descendieron un 16,0 % entre 1970 y 2019, según AMECO<sup>2</sup>, y un 2,0 % adicional entre 2019 y 2022, en línea con la tendencia prepandemia. Esta caída secular se debe, sobre todo, al progreso tecnológico y a cambios en las preferencias de los trabajadores. El crecimiento de la renta permite un mayor consumo de tiempo libre, que se traduce en una reducción de la jornada media (véanse Andrés y Doménech, 2020; Boppart y Krusell, 2020, o Bick, Fuchs-Schündeln y Lagakos, 2018). Además, puede haber también, al menos en algunos países, factores relacionados con cambios en la regulación laboral y en la composición sectorial (véase Botelho, Consolo y Dias da Silva, 2021), o en la fiscalidad del trabajo (véanse Bick *et al.*, 2019, y Ohanian, Raffo y Rogerson, 2008). En España, desde 2010 se observa un incremento en la cuña fiscal sobre el empleo, que desincentiva la prolongación de la jornada laboral para ciertos grupos de trabajadores.

Aunque resulta difícil cuantificar los efectos de cada uno de los determinantes anteriores y de algunas políticas adoptadas en los últimos años para explicar por qué la recuperación del mercado de trabajo ha sido menos intensa en horas trabajadas que en ocupados, es probable que esta tendencia continúe en el futuro. La evidencia preliminar indica que, al menos por el momento, la reforma laboral aprobada a finales de 2021 no parece haber afectado al impacto que el tipo de contrato tiene sobre el tiempo de trabajo. Controlando por características personales, del puesto de trabajo y estacionales, al comparar el efecto del contrato sobre las horas trabajadas antes y después de la aplicación de la reforma (hasta finales de 2022), las diferencias estimadas no son estadísticamente significativas, salvo en el caso particular de los contratos temporales a tiempo parcial en el cuarto trimestre de 2022 (Arellano y García, 2023).

El incremento de la ocupación y la reducción del desempleo se observan al mismo tiempo que la tasa de vacantes aumenta por encima de sus niveles prepandemia (Gráfico 3). En muchos países europeos, la relación entre la tasa de paro y la de vacantes ha alcanzado máximos históricos, lo que revela un tensionamiento de sus mercados de trabajo. El empleo no crece más porque muchas empresas no pueden cubrir sus vacantes. Aunque en España esta situación de escasez no es tan intensa como la registrada en 2007 o la existente hoy en la eurozona, la relación se encuentra significativamente por encima de su media desde 1994 y se aproxima a los niveles de 2008.

<sup>2</sup> Véase AMECO Database <http://t.ly/t2IrW>

**Gráfico 3. Curva de Beveridge en España (1T 1994-2T 2023. Datos CVE)**

*Fuente:* elaboración propia a partir de INE y Boscá *et al.* (2017).

Como apuntan Barlevy *et al.* (2023) y Cheremukhin y Restrepo (2022), la curva de Beveridge es una herramienta útil para relacionar el desempleo y las vacantes con la inflación, aunque hay que tener en cuenta que la conexión entre estos indicadores laborales y la inflación depende de los factores que explican los movimientos a lo largo de la curva y sus desplazamientos. Por ejemplo, no es igual que la curva se desplace por una menor eficiencia del mercado de trabajo, como ocurrió en la Gran Recesión, a que se deba a una mayor predisposición de los trabajadores a cambiar de puesto de trabajo, como se observa ahora en Estados Unidos.

## 2.2. Efectos preliminares de la reforma laboral de 2021

Uno de los hitos regulatorios que ha afectado al mercado de trabajo tras la crisis de la covid-19 fue, sin duda, la reforma laboral aprobada a finales de 2021. Desde su entrada en vigor, han sucedido numerosos acontecimientos, por lo que no resulta sencillo aislar los efectos de cada uno de ellos: la recuperación pospandemia, el consumo del ahorro embalsado, la mejora de las disrupciones en las cadenas de suministros, un repunte intenso de la inflación y de los tipos de interés, o una crisis energética y de materias primas por la guerra de Ucrania. Además, para estimar los efectos de la reforma laboral se necesita información detallada y evidencia, al menos a lo largo de un ciclo económico completo, que permita analizar la respuesta del empleo y de las

horas trabajadas ante una recesión. Por el momento, solo se puede ilustrar lo que ha sucedido desde principios de 2022, sin que puedan atribuirse a la reforma laboral implicaciones causales definitivas ni estimar un escenario contrafactual del empleo en ausencia de dicha reforma.

Las mayores restricciones al uso del contrato temporal y la flexibilización del indefinido, particularmente de los fijos discontinuos, han reducido la temporalidad contractual en el sector privado. La EPA del tercer trimestre de 2023 muestra que el porcentaje de asalariados con contrato temporal en el sector privado fue del 14,2 %, casi la mitad que en el tercero de 2019 y en línea con el promedio europeo. Sin embargo, la reforma laboral apenas ha tenido efectos sobre la tasa de temporalidad en el sector público, que en el tercer trimestre superó el 29,8 %, dos puntos más que en el mismo periodo de 2019, debido al incremento de la interinidad.

En el flujo de nuevas contrataciones, el peso de los temporales ha disminuido más de 30 puntos hasta situarse en el entorno del 60 % (57,8 % CVE en septiembre de 2023). Por su parte, el número de trabajadores en alta laboral afiliados al Régimen General de la Seguridad Social con contrato indefinido ha aumentado en 2,8 millones CVE desde finales de 2021, de los que el 58,5 % son ordinarios a tiempo completo, el 24,5 %, a tiempo parcial y el 17,0 %, fijos discontinuos. Estos datos se refieren a cotizantes activos con alta en la Seguridad Social, por lo que no están afectados por la cifra de trabajadores inactivos con contratos fijos discontinuos que no cotizan.

La evidencia también muestra que la rotación laboral del empleo indefinido ha repuntado<sup>3</sup>, que las transiciones desde el empleo asalariado hacia el paro o la inactividad apenas han cambiado<sup>4</sup> y que la parcialidad en la contratación indefinida, en parte involuntaria, ha aumentado (véanse BBVA Research, 2022, y BBVA Research, Fedea y Sagardoy Abogados, 2023).

A medio plazo, el éxito de la reforma dependerá de sus repercusiones sobre la productividad y la intensidad y estabilidad del empleo. La temporalidad reduce la capacidad de aprendizaje en el puesto de trabajo y desincentiva la inversión en formación de empresas y trabajadores. Todo ello repercute, *ceteris paribus*, en una menor productividad respecto a la contratación indefinida. Sin embargo, hasta el momento, los datos indican que la productividad aparente del trabajo, tanto por puesto de trabajo como por hora, no muestra una mejora significativa desde la entrada en vigor de la reforma. Al respecto, la productividad por hora trabajada en el tercer trimestre de 2023 se encontraba solo ocho décimas por encima de la del cuarto de 2019.

En cuanto a las horas trabajadas —tanto las efectivas semanales como las totales—, el incremento desde el primer trimestre de 2022 es modesto a pesar de las restricciones impuestas a los contratos de corta duración y los obstáculos al encadenamiento de los mismos.

También es pronto para saber cuál es el impacto de la reforma sobre la desigualdad de la renta y los ingresos anuales de los trabajadores temporales que han pasado a tener un contrato

<sup>3</sup> Las transiciones desde el empleo indefinido ordinario hacia otra empresa, al desempleo o a la inactividad han aumentado ligeramente en el último año. Este hecho se produce, sobre todo, entre los trabajadores contratados a lo largo de 2022 y es consistente con el incremento del número de bajas en el Régimen General, tanto por abandono voluntario como por otras causas, como no superar el período de prueba.

<sup>4</sup> Uno de los hechos más destacables del mercado de trabajo español es su elevada tasa de transición del empleo al no empleo (paro o inactividad). Estos flujos apenas se han alterado desde el inicio de la vigencia de la reforma laboral de 2021.

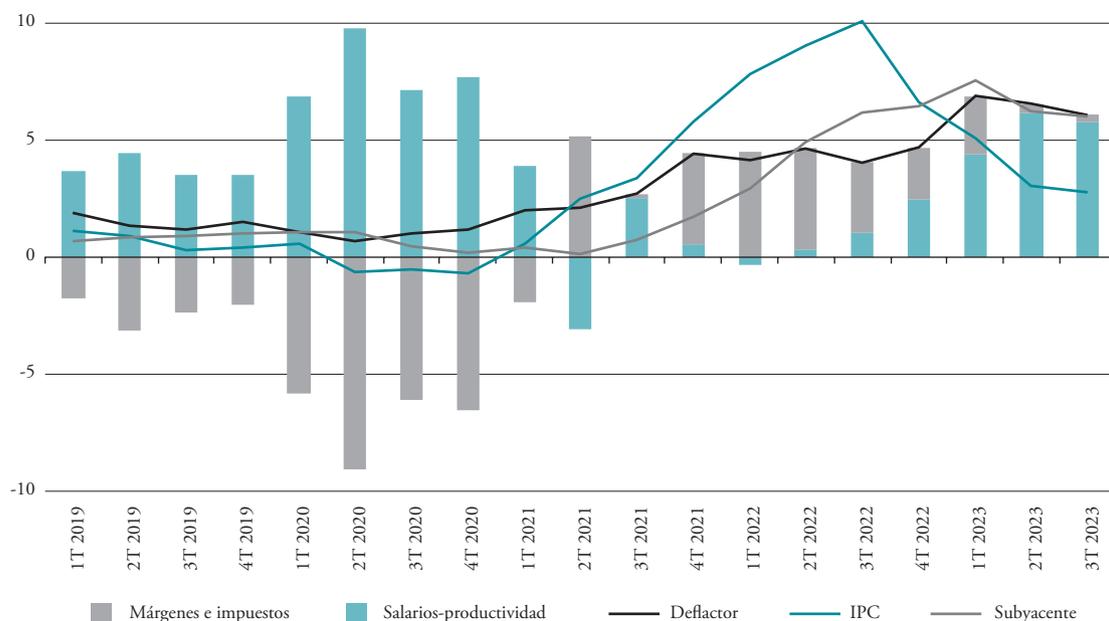
indefinido. ¿Pone la reforma fin al problema de la precariedad laboral? Probablemente, no. La precariedad laboral es un fenómeno multidimensional que va más allá de la inestabilidad contractual.

### 3. Crecimiento de los salarios, del deflactor del PIB y del IPC

La recuperación del empleo, el aumento de las vacantes y la reducción de la tasa de paro han coincidido en el tiempo con el incremento de la inflación en las economías avanzadas, entre las que España no ha sido una excepción. Tras casi diez años con niveles por debajo de los objetivos de los bancos centrales, la inflación ha vuelto, registrando tasas en 2022 que no se veían desde hace décadas.

Tal y como muestra el Gráfico 4, la inflación alcanzó su cifra interanual más elevada del último quinquenio en el tercer trimestre de 2022, para iniciar a continuación un descenso intenso hasta el 2,8 % en el tercer trimestre de 2023. Sin embargo, la inflación subyacente se sitúa ligeramente por encima del 6 % desde mediados de 2022.

**Gráfico 4. Tasas de crecimiento interanuales de los promedios trimestrales del IPC general y subyacente, del deflactor del PIB y de la remuneración nominal por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo en España (1T2019-3T2023)**



*Fuente:* elaboración propia a partir de INE.

Hasta finales de 2022, el aumento de los precios de consumo se explicaba por un problema de inflación importada causado por el encarecimiento de la energía, puesto que el crecimiento

del deflactor del PIB, es decir, de los bienes y servicios producidos domésticamente, se encontraba por debajo de la variación del IPC.

Sin embargo, a lo largo de 2023, el incremento interanual del deflactor del PIB ha superado el 6 %, en línea con la inflación subyacente. Por tanto, lo que empezó siendo un problema de inflación importada se ha ido transformando en otro de inflación doméstica, permeando, en el proceso de determinación de precios, a todo el sistema productivo.

Un ejercicio que aporta información adicional sobre la dinámica de los precios de los bienes y servicios producidos domésticamente consiste en descomponer la contribución de los salarios y del resto de rentas (excedentes empresariales, rentas mixtas e impuestos sobre la producción e importaciones netos de subvenciones) al crecimiento del deflactor del PIB. Para ello realizamos una aproximación de primer orden de la siguiente ecuación:

$$(1-b_t-t_t)P_t = W_t L_t / Y_t,$$

donde  $W$  es la remuneración por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo (ETC),  $Y/L$  es la productividad por puesto ETC (es decir, el PIB real dividido por el número de ocupados ETC),  $b$  es el excedente bruto de explotación y rentas mixtas ( $EBE$ ) sobre el PIB nominal ( $P_t Y_t$ ), y  $t$ , los impuestos netos de subvenciones sobre producción e importaciones ( $TN$ ) respecto al PIB nominal. Esta ecuación se obtiene a partir de la identidad contable  $P_t Y_t = W_t L_t + EBE_t + TN_t$ .

Puesto que la Contabilidad Nacional calcula el excedente bruto de explotación y rentas mixtas como el residuo que permite igualar las rentas con la producción obtenida por el lado de la demanda y la oferta, dada la remuneración de asalariados y los impuestos netos sobre producción e importaciones, la descomposición del crecimiento del deflactor del PIB ilustrada en el Gráfico 4 distingue entre la contribución del incremento de los salarios (que excede del aumento de la productividad) y del resto de rentas.

El aumento de los precios de las materias primas y la energía en 2021 golpeó los márgenes empresariales que ya habían sufrido las consecuencias de la covid-19. Como pone de manifiesto el Gráfico 4, el mantenimiento del empleo y de las remuneraciones, junto con la caída de la productividad, dieron lugar a una presión salarial elevada sobre los precios a lo largo de 2020 que fue contrarrestada por una contribución negativa del excedente empresarial y de los impuestos netos. Su recuperación en la segunda mitad de 2021 y buena parte de 2022 contribuyó a que el deflactor del PIB creciera alrededor del 4 %. Sin embargo, a partir de la segunda mitad de 2022, se observa cómo los salarios toman el relevo y se convierten en el factor que contribuye en mayor medida al incremento del deflactor, hasta explicar casi la totalidad de su aumento en el segundo trimestre de 2023.

Esta dinámica muestra que el IPC responde más rápidamente a cambios en los precios de importación que el deflactor del PIB, y que los salarios lo hacen con mayor lentitud e inercia.<sup>5</sup> Tanto trabajadores como empresas deberían absorber (de manera equitativa) la parte del aumento de precios que refleja la pérdida en los términos de intercambio frente al resto del mundo por la inflación importada.

La contribución creciente de la remuneración de los asalariados al incremento del deflactor del PIB es coherente con la evolución de otros indicadores de costes laborales, tal y como se observa en la Tabla 1. Conviene destacar dos hechos de esta evidencia. Primero, que a mediados de 2022 los indicadores de coste laboral mostraban crecimientos significativamente inferiores a la inflación general, que alcanzaba tasas en el entorno del 10 %. Segundo, que a lo largo de 2023 se ha producido un crecimiento de casi todos los indicadores salariales, lo que ha estrechado la brecha con la inflación.

**Tabla 1. Indicadores de coste laboral**  
**Crecimiento interanual en porcentaje (Datos CVEC)**

Grupos	marzo 22	junio 22	sept. 22	dic. 22	marzo 23	junio 23	sept. 23
Remuneración por asalariado	2,9	4,3	4,3	4,8	6,0	5,3	4,4
Sueldos y salarios	2,8	4,5	4,8	5,4	5,9	5,6	.
Cotizaciones sociales a cargo del empleador	3,1	3,7	2,6	2,7	6,4	4,8	.
Remuneración por hora trabajada por los asalariados	0,1	4,3	3,0	3,6	6,1	7,5	5,9
Sueldos y salarios	0,1	4,5	3,5	4,2	6,1	7,8	.
Cotizaciones sociales a cargo del empleador	0,3	3,6	1,2	1,5	6,5	7,0	.
Coste total por trabajador	4,3	3,9	4,4	4,3	5,7	5,9	.
Coste salarial total por trabajador	4,7	4,5	4,6	4,8	5,3	5,2	.
Coste total por hora trabajada	0,9	1,1	2,1	3,5	4,3	5,6	.
Coste salarial total por hora trabajada	1,3	1,6	2,2	4,0	4,2	4,9	.
Crecimiento salarial pactado en convenio (Total)	2,4	2,5	2,6	2,8	3,1	3,3	3,4
Crecimiento salarial pactado en convenio (Nueva firma)	2,4	2,6	2,9	3,2	4,8	4,2	4,3
Retribución bruta por trabajador (Grandes empresas)	3,0	3,9	3,9	4,0	5,0	4,6	2,9

*Nota:* Crecimiento salarial pactado en convenio colectivo hasta marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año. Retribución bruta por trabajador hasta agosto de 2023.

*Fuente:* elaboración propia a partir de AEAT, Eurostat, INE y Ministerio de Trabajo y Economía Social.

<sup>5</sup> Las condiciones establecidas en el V Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) 2023-2025 son un buen ejemplo de la demora en la respuesta de los salarios a la evolución de los precios de consumo en la medida que pretenden recuperar desde 2023 la pérdida de poder adquisitivo acontecida en los años precedentes.

La descomposición del deflactor del PIB mostrada en el Gráfico 4 resulta bastante ilustrativa, pero los salarios, la productividad y los precios son variables endógenas que responden a un amplio conjunto de perturbaciones estructurales que afectan periodo tras periodo a la economía. Para analizar la contribución de estos factores estructurales, podemos utilizar el modelo de equilibrio general dinámico estocástico EREMS (véase Boscá *et al.*, 2020) estimado con datos hasta el segundo trimestre de 2022, que amplía los resultados de Boscá *et al.* (2022).

El modelo EREMS está determinado por un sistema de ecuaciones fundamentado a nivel microeconómico y por restricciones macroeconómicas agregadas, para una economía abierta como la española de un tamaño intermedio dentro de una unión monetaria, que toma como variables exógenas las del resto del mundo e incorpora la interacción entre variables financieras y reales.

Los diferentes tipos de consumidores ofrecen su trabajo al mercado y delegan la negociación salarial a los sindicatos, que operan en el mercado laboral en condiciones de competencia monopolística, de manera que el margen salarial de estado estacionario es mayor cuanto menor es el grado de competencia en el mercado. Los sindicatos fijan el salario nominal maximizando la utilidad neta del hogar, que depende de los ingresos salariales percibidos, la desutilidad del trabajo y un coste cuadrático de variar el salario nominal entre dos periodos consecutivos de tiempo, que está condicionado por el grado de rigidez salarial.

Por su parte, las empresas que intervienen en los mercados intermedios contratan trabajadores y alquilan capital para producir bienes y servicios que venden a las empresas en los mercados de bienes y servicios finales nacionales y extranjeros. Estas empresas operan bajo competencia monopolística, siendo el margen comercial de estado estacionario mayor cuanto menor es el grado de competencia parametrizado en el modelo.

El modelo asume que la economía española comercia con bienes y servicios de consumo, de inversión y bonos (deuda pública y externa) con el resto del mundo, lo que permite distinguir entre inflación importada y doméstica. Además, incorpora a las entidades financieras (que toman depósitos, deuda y capital para financiar sus préstamos), al sector público (que fija impuestos con los que obtiene ingresos que financian los distintos componentes del gasto público) y al BCE.

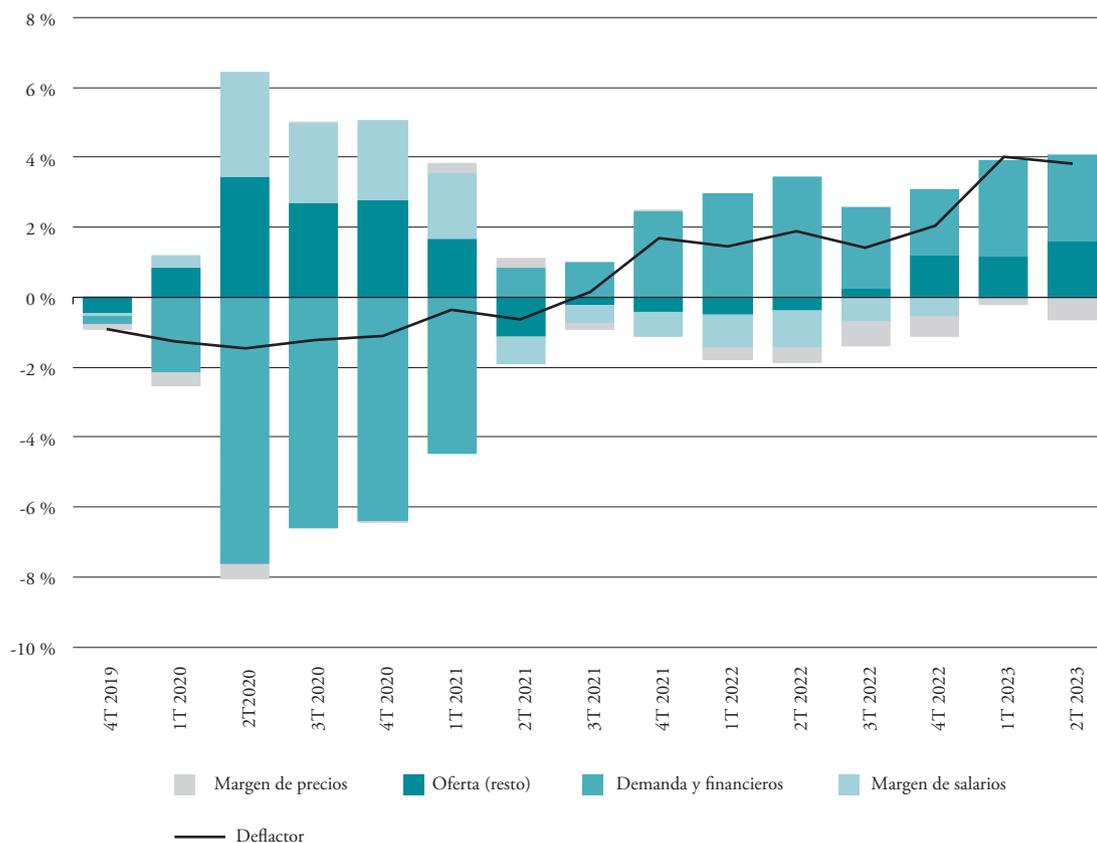
Los parámetros estructurales del modelo están calibrados para reproducir las principales características de estado estacionario de la economía española.

### ***3.1. La importancia de las perturbaciones salariales en el crecimiento del deflactor del PIB***

El Gráfico 5 representa la variación del deflactor del PIB en desviaciones respecto a su promedio muestral desde 1995 hasta la actualidad. Se aprecia que las tasas de crecimiento del deflactor se mantuvieron alrededor de un punto por debajo de su media histórica hasta el segundo trimestre de 2021. Coincidiendo con la recuperación tras la covid-19, el deflactor empezó a aumentar hasta situarse 4 puntos por encima del promedio muestral.

Las fluctuaciones del deflactor del PIB tienen un origen diferente si se distingue el periodo afectado por la pandemia y el de la recuperación posterior. Durante el año 2020, las perturbaciones de demanda más que compensaron la contribución del aumento de los márgenes salariales y del resto de factores de oferta, y fueron las responsables de la moderación del crecimiento del deflactor. De hecho, en ausencia de estas perturbaciones de demanda, los choques de oferta habrían impulsado la inflación acumulada 4 puntos porcentuales por encima de su media histórica durante 2020. Este resultado es similar al que obtienen Baqaee y Farhi (2022) para EE. UU., quienes muestran que durante la pandemia los factores de oferta generaron inflación mientras que los de demanda fueron deflacionarios.

**Gráfico 5. Tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB y contribuciones de las perturbaciones de demanda y crédito y de oferta (1T 2019-2T 2023).  
Desviaciones respecto al promedio muestral**



Fuente: elaboración propia a partir de Boscá *et al.* (2020).

Esta contribución empezó a cambiar a partir del segundo trimestre de 2021, cuando se produjo una reversión en el signo de los factores que determinan el crecimiento de los precios. Desde mediados de 2021 y hasta la actualidad, el modelo identifica a los factores de demanda como los causantes del ascenso significativo de la tasa de inflación doméstica. Teniendo en

cuenta que la contribución de los choques soportados por la inflación en junio de 2022 recoge el efecto acumulado en un año, las perturbaciones de demanda y de crédito habrían aportado en dicho periodo anual 2,9 puntos a la inflación doméstica, mientras que las de oferta habrían traído 2,3 puntos.

Por su parte, el incremento de los márgenes salariales, que representan cambios en el poder negociador de los trabajadores, tuvo un efecto positivo sobre el crecimiento de los precios durante la pandemia, negativo en 2021 y 2022, y apenas imperceptible en el primer semestre de 2023. La contribución de los márgenes de precios a la inflación, por el contrario, ha sido negativa desde comienzos de 2022. Este resultado indica que las empresas no han aumentado su poder de mercado ni han aprovechado conductas no competitivas para elevar los precios domésticos.

### *3.2. Choques estructurales explicativos del crecimiento de los salarios reales*

De la misma manera que se ha analizado la contribución de las perturbaciones estructurales a la evolución del deflactor del PIB, se puede descomponer el comportamiento de los salarios reales, definidos como como la remuneración por puesto de trabajo asalariado ETC dividida por el deflactor de los precios de consumo, que durante buena parte del episodio inflacionario ha crecido por encima del deflactor del PIB.

El Gráfico 6 muestra los factores explicativos de las fluctuaciones de los salarios reales distinguiendo entre márgenes de precios y de salarios, el resto de perturbaciones de oferta y las de demanda y financieras. Se aprecia que en 2019 los salarios reales aumentaron alrededor de un punto porcentual más que su media histórica, y atravesaron 2020 con un incremento promedio igual al tendencial. Sin embargo, el segundo trimestre del año 2021 supuso un cambio de ciclo, con una caída promedio de los salarios reales de alrededor del 4 % respecto a su crecimiento tendencial en los siguientes cuatro trimestres.

La contribución de los márgenes, sobre todo los salariales, fue especialmente positiva a lo largo de 2020, mientras que el resto de factores de oferta, los de demanda y financieros tuvieron una aportación negativa. En el periodo de recuperación tras la covid-19, la evolución de los márgenes favoreció la contención del deflactor del PIB mediante un menor crecimiento de los salarios reales. En 2023, los márgenes de salarios han pasado a tener una contribución neutral, y la contención salarial debida al descenso de los márgenes de precios compensa la contribución de los factores de demanda y oferta, de manera que el crecimiento de los salarios reales se aproxima a su media desde 1992.

**Gráfico 6. Tasa de crecimiento interanual de la remuneración real por puesto de trabajo ETC y contribuciones de las perturbaciones de demanda y crédito y de oferta (1T 2019-2T 2023). Desviaciones respecto al promedio muestral**



*Fuente:* elaboración propia a partir de Boscá *et al.* (2020).

Estos resultados ponen de manifiesto que el crecimiento de los costes laborales observado desde finales de 2022 tiene más que ver con las condiciones de la demanda y oferta en los mercados de productos y de trabajo, en una economía con un nivel de actividad por encima de lo que correspondería a una situación cíclica neutral, que con un incremento del poder de mercado de los trabajadores.

## 4. Conclusiones

Desde finales de la Gran Recesión en 2013 hasta la última etapa de la crisis sanitaria en 2021, la inflación se situó por debajo de los objetivos de los bancos centrales en las economías desarrolladas. La disrupción de las cadenas globales de suministro durante la pandemia unida al repunte de la demanda de bienes y servicios desde mediados de 2020, entre otros determinantes, impulsaron los precios de consumo al alza. En España, la inflación superó el

10 % en el tercer trimestre de 2022. Aunque desde entonces ha disminuido hasta el 2,8 % en el tercer trimestre de 2023, el componente subyacente se mantiene por encima del 6 % desde mediados de 2022.

Hasta finales de 2022, el aumento de los precios de consumo tenía su origen en el encarecimiento de la energía, mientras que el crecimiento del deflactor del PIB, *i. e.*, de los bienes y servicios producidos domésticamente, era más modesto. Sin embargo, a lo largo de 2023, el incremento del deflactor del PIB ha superado el 6 %, en línea con la inflación subyacente. Por tanto, lo que comenzó siendo un problema de inflación importada se ha ido transformando en otro de inflación doméstica, permeando, en el proceso de determinación de precios, a todo el sistema productivo.

El repunte de las presiones inflacionistas ha coincidido en el tiempo con la recuperación del empleo y el descenso de la tasa de paro. La ocupación avanzó en términos acumulados un 3,4 % en la eurozona y un 5,1 % en España entre el cuarto trimestre de 2019 y el segundo de 2023 cuando se descuentan las variaciones por causas estacionales, y la tasa de desempleo cayó hasta el 6,4 % en la UEM y el 11,8 % en España. Aunque las cifras de creación de empleo se moderan cuando se utilizan los agregados de Contabilidad Nacional —en particular, las horas trabajadas—, continúan evidenciando una evolución positiva del mercado de trabajo.

Todavía es pronto para saber si la reforma laboral aprobada a finales de 2021 ha contribuido a la creación de empleo tras la pandemia. Sí se constata que las mayores restricciones al uso del contrato temporal y la flexibilización del indefinido, particularmente de los fijos discontinuos, han reducido la temporalidad en el sector privado, pero no han modificado el impacto que el tipo de contrato tiene sobre el tiempo de trabajo. La evidencia también muestra que la rotación laboral del empleo indefinido ha repuntado, que las transiciones desde el empleo asalariado hacia el paro o la inactividad apenas han cambiado y que la parcialidad en la contratación indefinida, en parte involuntaria, ha aumentado.

La normalización del mercado de trabajo ha transcurrido al tiempo que la tasa de vacantes crecía hasta superar las cifras prepandemia. En numerosos países europeos, la relación entre la tasa de desempleo y la de vacantes ha alcanzado máximos históricos. Aunque en España esta situación no es tan intensa como la registrada en 2007, la relación entre vacantes y desempleo se encuentra significativamente por encima de su media desde 1994 y se aproxima a los niveles de 2008, lo que revela mayores obstáculos para realizar emparejamientos laborales que podrían acentuar las presiones salariales en algunos segmentos del mercado de trabajo.

Al descomponer la evolución reciente del deflactor del PIB para conocer la contribución de los salarios y del resto de rentas a la inflación doméstica, se obtiene que el mantenimiento del empleo y de los salarios, junto con la caída de la productividad, dieron lugar a una presión salarial elevada sobre los precios a lo largo de 2020, que fue compensada por una contribución negativa del excedente empresarial y de los impuestos netos. La recuperación del excedente y de los impuestos en la segunda mitad de 2021 y buena parte de 2022 contribuyó a que el deflactor del PIB creciera alrededor del 4 %. Sin embargo, a partir de la segunda mitad de

2022, se observa cómo los salarios toman el relevo y se convierten en el factor que contribuye en mayor medida al incremento de los precios, hasta explicar casi la totalidad del aumento durante 2023.

Dado que los salarios, la productividad y los precios son variables endógenas, se ha utilizado el modelo de equilibrio general dinámico estocástico EREMS para averiguar la importancia de diferentes perturbaciones estructurales al crecimiento del deflactor del PIB y de los salarios reales. El origen de las fluctuaciones de los precios domésticos difiere según el periodo considerado. Durante 2020, las perturbaciones de demanda más que compensaron la contribución del aumento de los márgenes salariales y del resto de factores de oferta, y fueron las responsables de la moderación del crecimiento del deflactor del PIB. Desde mediados de 2021 y hasta la actualidad, el modelo identifica a los factores de demanda como los causantes del ascenso significativo de la tasa de inflación doméstica. El incremento de los márgenes salariales tuvo un efecto positivo sobre el crecimiento de los precios durante la pandemia, negativo en 2021 y 2022, y apenas imperceptible en el primer semestre de 2023. La contribución de los márgenes de precios a la inflación, por el contrario, ha sido negativa desde comienzos de 2022.

Por lo que respecta a los salarios reales, se constata que, al menos por el momento, no se aprecia un aumento debido a mayores márgenes salariales causados por un incremento del poder de mercado de los trabajadores. Este resultado sugiere que el crecimiento de los costes laborales observado desde finales de 2022 tiene más que ver con las condiciones de la demanda y oferta en los mercados de bienes y servicios y de trabajo, en una economía con un nivel de actividad por encima de lo que correspondería a una situación cíclica neutral.

## Referencias bibliográficas

- ARELLANO, A. y GARCÍA, J. R. (2023): «Relación entre las horas trabajadas y el tipo de contrato: ¿Ha cambiado tras la reforma laboral?» en *BBVA Research*, Febrero de 2023. Disponible en: [https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2023/02/horas\\_trabajadas\\_y\\_tipo\\_de\\_contrato\\_BBVA\\_Research.pdf](https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2023/02/horas_trabajadas_y_tipo_de_contrato_BBVA_Research.pdf) [consultado el 19/10/2023].
- ARCE, O.; CONSOLO, A.; DIAS DA SILVA, A., y MOHR, M. (2023): «More jobs but fewer working hours»; en *The ECB Blog*; 7 de junio de 2023. Disponible en: <http://t.ly/HzDTD> [consultado el 19/10/2023].
- BAQAEE, D. y FARHI, E. (2022): «Supply and demand in disaggregated Keynesian economies with an application to the covid-19 crisis»; en *American Economic Review*; 112(5); pp. 1397-1436. Disponible en: <http://t.ly/AaTi> [consultado el 19/10/2023].
- BARLEVY, G.; FABERMAN, R. J.; HOBIJN, B., y ŞAHIN, A. (2023): «The Shifting Reasons for Beveridge-Curve Shifts»; en *NBER working paper series*, No. w31783. National Bureau of Economic Research.
- BATTISTINI, N.; GRAPOW, H.; HAHN, E., y SOUDAN, M. (2022): «Wage share dynamics and second-round effects on inflation after energy price surges in the 1970s and today»; en *ECB Economic Bulletin*, Issue 5/2022. Disponible en: <http://t.ly/tcvd> [consultado el 19/10/2023].
- BBVA Research (2009): “Diez años de diferencial de inflación entre España y la zona euro”; en *Situación España*, Marzo 2009; pp. 18-23. Disponible en: <http://t.ly/MDIQ> [consultado el 19/10/2023].
- BBVA RESEARCH (2022): «Reforma laboral: seis meses después»; en *BBVA Research*, Julio de 2022. Disponible en: <https://www.bbvaresearch.com/publicaciones/espana-reforma-laboral-seis-meses-despues/> [consultado el 20/10/2023].
- BBVA RESEARCH, FEDEA y SAGARDOY ABOGADOS (2023): *Observatorio trimestral del mercado de trabajo*. Madrid, Fundación de Estudios de Economía Aplicada. Disponible en: <https://laboral.fedea.net/> [consultado el 20/10/2023].
- BICK, A.; BRÜGGEMANN, B.; FUCHS-SCHÜNDELN, N., y PAULE-PALUDKIEWICZ, H. (2019): «Long-term changes in married couples’ labor supply and taxes: Evidence from the US and Europe since the 1980s»; en *Journal of International Economics*, Vol. 118 (C); pp. 44-62.
- BOPPART, T. y KRUSELL, P. (2020): «Labor supply in the past, present, and future: A balanced-growth perspective»; en *Journal of Political Economy*, Vol. 128(1); pp. 118-157.
- BOSCÁ, J. E.; DOMÉNECH, R.; FERRI, J.; MÉNDEZ, R., y RUBIO-RAMÍREZ, J. (2020): «Financial and fiscal shocks in the great recession and recovery of the Spanish economy»; en *European Economic Review*, vol. 127.

- BOSCÁ, J. E.; DOMÉNECH, R.; FERRI, J.; GARCÍA, J. R., y ULLOA, C. (2021): «The Stabilizing Effects of Economic Policies in Spain in Times of COVID-19»; en *Applied Economic Analysis*, 29(85); pp. 4-20.
- BOSCÁ, J. E.; DOMÉNECH, R.; FERRI, J.; GARCÍA, J. R., y ULLOA, C. (2022): «Factores Explicativos del Deflactor del PIB desde el Inicio de la Pandemia»; en *Revista de Economía ICE*, nº 929; pp. 67-84. Disponible en: <https://revistasice.com/index.php/ICE/article/view/7528/7569> [consultado el 19/10/2023].
- BOTELHO, V.; CONSOLO, A., y DIAS DA SILVA, A. (2021): «Hours worked in the euro area»; en *ECB Economic Bulletin*, Issue 6/2021. Disponible en: <http://t.ly/fxrPt> [consultado el 19/10/2023].
- CHEREMUKHIN, A. y RESTREPO-ECHAVARRIA, P. (2022): «The dual Beveridge curve»; en *FRB St. Louis Working Paper*, (2022-21).
- CAUSA, O. (2009): «The policy determinants of hours worked across OECD countries»; en *OECD Journal: Economic Studies*, febrero 2009; pp. 1-39. Disponible en: [https://doi.org/10.1787/eco\\_studies-v2009-art1-en](https://doi.org/10.1787/eco_studies-v2009-art1-en)
- CUADRADO, M. P. (2023): «Un análisis de la evolución de las horas trabajadas por ocupado en España: desarrollos tendenciales y evolución reciente»; en *Boletín Económico 2023/T1*, Artículo 14; 20/02/2023. Banco de España; Madrid. Disponible en: <https://doi.org/10.53479/29650> [consultado el 20/10/2023].
- DI GIOVANNI, J.; KALEMLI-ÖZCAN, S.; SILVA, A., y YILDIRIM, M. A. (2022): «Global Supply Chain Pressures, International Trade, and Inflation»; en *NBER working paper 30240*; National Bureau of Economic Research, Cambridge. Disponible en: <http://t.ly/5NrG> [consultado el 19/10/2023].
- DOLTON, P. (2017): «Working hours: Past, present, and future»; en *IZA World of Labor*, 95. Disponible en: <https://wol.iza.org/articles/working-hours-past-present-and-future/long> [consultado el 19/10/2023].
- DOMÉNECH, R.; GARCÍA, J. R., y ULLOA, C. (2018): «The effects of wage flexibility on activity and employment in the Spanish economy»; en *Journal of Policy Modeling*, 40(6); pp. 1200-1220. <http://t.ly/BqrJ> [consultado el 19/10/2023].
- OHANIAN, L.; RAFFO, A., y ROGERSON, R. (2008): «Long-term changes in labor supply and taxes: Evidence from OECD countries, 1956-2004»; en *Journal of Monetary Economics*, Vol. 55(8); pp. 1353-1362.



MEDITERRÁNEO  
ECONÓMICO

38

- I. El retorno de la inflación
- II. Razones: materias primas, costes y márgenes
- III. Políticas monetarias y de intervención
- IV. Sociedad: percepción y consecuencias





# LOS CANALES DE LA POLÍTICA MONETARIA<sup>1</sup>

Antonia Díaz

ICAE (Universidad Complutense de Madrid)

## Resumen

En este capítulo se describen los fundamentos teóricos en que se basan los principales canales de la política monetaria y revisamos la evidencia que tenemos sobre cada uno de ellos. Para ello repasamos los efectos negativos de la inflación, con especial énfasis en los mecanismos que permiten su propagación y persistencia en el tiempo. En la Sección 3 se analizan las principales teorías que tenemos para entender el fenómeno de la inflación: la teoría cuantitativa del dinero y la teoría nekeynesiana sintetizada en la curva de Phillips. Ambas teorías, además, son teorías acerca de cómo los instrumentos de política monetaria afectan a la inflación. Tras establecer el marco teórico, se revisa la evidencia empírica sobre la efectividad de los instrumentos descritos. En particular, se observa que, desde la Gran Recesión, las grandes transformaciones económicas y la volatilidad del entorno macroeconómico se han traducido en una gran incertidumbre acerca de los efectos de la política monetaria. Por último, repasamos el último episodio inflacionista y la respuesta del Banco Central Europeo, con especial énfasis a las particularidades de la economía española.

## Abstract

*This article describes the theoretical foundations on which the main channels of monetary policy are based and we review the evidence we have about each of them. To do this, we review the negative effects of inflation, with special emphasis on the mechanisms that allow its spread and persistence over time. Section 3 analyzes the main theories we have to understand the phenomenon of inflation: The Quantitative Theory of Money and the Neo-Keynesian Theory synthesized in the Phillips Curve. Both theories, furthermore, are theories about how monetary policy instruments affect inflation. After establishing the theoretical framework, the empirical evidence on the effectiveness of the instruments described is reviewed. In particular, it is observed that, since the Great Recession, the major economic transformations and the volatility of the macroeconomic environment have resulted in great uncertainty about the effects of monetary policy. Finally, we review the last inflationary episode and the response of the European Central Bank with special emphasis on the particularities of the Spanish economy.*

## 1. ¿Por qué nos preocupa la inflación?

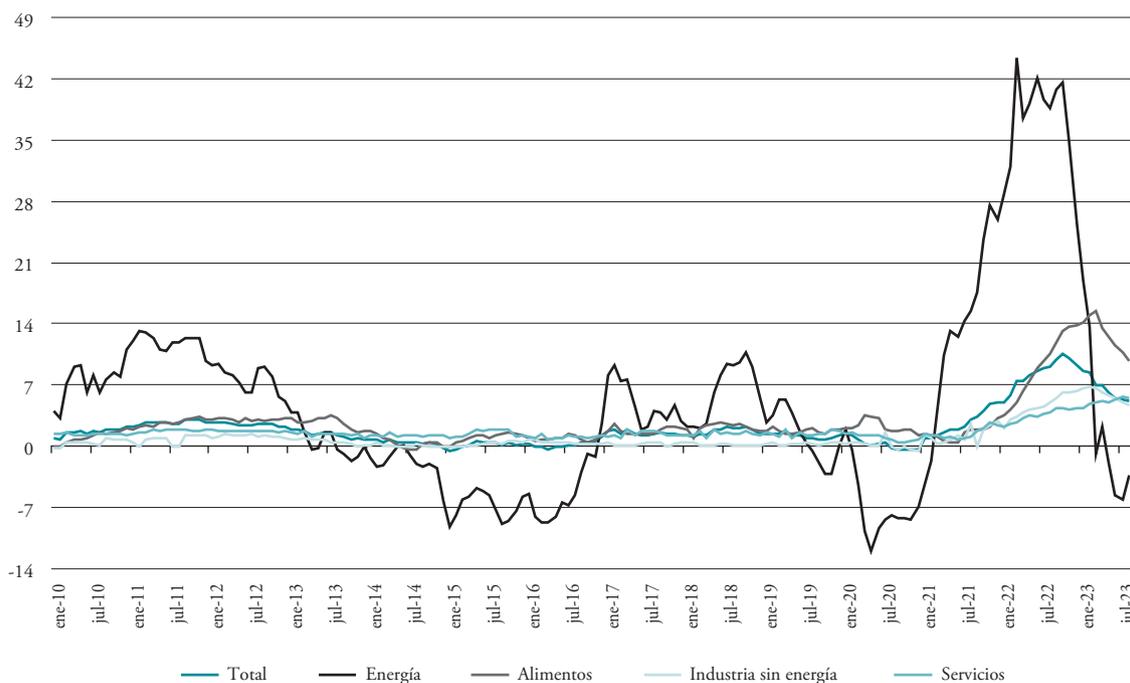
Todos tenemos una idea más o menos intuitiva, basada en nuestra experiencia personal, sobre los costes de la inflación. La subida general de precios de los bienes y servicios nos perjudica de varias maneras. Por un lado, un aumento inesperado de precios hace que los salarios pierdan poder adquisitivo. Los ahorradores, que habían pactado una remuneración nominal sobre ese ahorro, ven que el valor real de esa remuneración disminuye. Los precios de los activos financieros que prometen una rentabilidad nominal por debajo de los nuevos tipos caen, creando pérdidas de capital para sus tenedores. Es decir, trabajadores y, en general, tenedores de activos no indiciados, pierden cuando se produce un aumento inesperado de precios. El efecto sobre los beneficios empresariales (el margen bruto de explotación) depende, en cambio, del

<sup>1</sup> Agradezco la invitación de Manuel A. Hidalgo para contribuir a este volumen.

origen de ese aumento de precios. Si es debido a un aumento inesperado de la demanda (como los servicios de las plataformas digitales durante la pandemia) esto incrementará los beneficios, ya sea por un aumento de márgenes o de ventas. Si, en cambio, es debido a un aumento de costes, como los precios de la energía, el impacto sobre los beneficios empresariales dependerá de la elasticidad de la demanda del bien o servicio producido por la empresa lo que, a su vez, depende de cuántos competidores tenga esa empresa.

Estos efectos negativos aparecen porque no todos los precios pueden reaccionar ante cambios en el nivel general. Si todos los precios cambiaran a la vez únicamente habríamos cambiando la unidad de cuenta. Pero esto no sucede en la realidad. No firmamos contratos de trabajo con salarios indicados en tiempo real, ni pensiones, ni la mayoría de los activos financieros tienen tipos indicados. Esta falta de sincronía también aplica a los precios de los diferentes tipos de bienes y servicios. Es decir, cuando se produce un aumento de la tasa de inflación normalmente viene acompañada por un cambio en precios relativos. Esto tiene consecuencias de las que hablaremos más adelante.

**Gráfico 1. Tasa de crecimiento interanual en el IPCA mensual  
(total y componentes seleccionados)**



*Fuente:* BCE y elaboración propia.

El Gráfico 1 muestra la tasa de crecimiento interanual del índice de precios de consumo armonizado mensual para la eurozona desde enero de 2010 hasta agosto de 2023. El índice de precios energético fluctúa enormemente mientras que el de otras partidas del gasto de consu-

mo, como alimentos o servicios, lo ha hecho menos y no al mismo tiempo durante el periodo considerado. Por supuesto, este comportamiento dispar de los precios nos lleva a elaborar diferentes teorías sobre las causas de la inflación, pero lo que quiero enfatizar ahora es que la asincronía en los cambios de los precios provoca incertidumbre. Esta incertidumbre perjudica la organización de la producción, la planificación del ahorro y la inversión: las empresas serán más reacias a contratar, y todos los agentes privados tendrán más dificultades en evaluar las buenas inversiones. Esto lleva a múltiples ineficiencias a la hora de asignar recursos. En última instancia, los episodios de hiperinflación, debidos a la inestabilidad extrema de precios, llevan a un colapso de la economía ya que es imposible organizar la actividad productiva y el sistema de pagos.

### *1.1. La inflación como conflicto*

Es importante detenernos en las consecuencias de la falta sincronía en la fijación del nivel de precios. Si todos los precios y salarios cambiaran a la vez, habría inflación, pero en términos reales todos los agentes mantendrían el mismo poder adquisitivo. El aumento en el nivel de precios no tendría ninguna consecuencia sobre la actividad económica. El problema aparece porque los precios no pueden responder instantáneamente ante cambios en otros precios. Esto crea un conflicto: la inflación se convierte en una patata caliente que todo el mundo quiere traspasar al vecino. Esta falta de sincronía y coordinación es el canal de conflictos por el que la inflación se perpetúa en el tiempo y se retroalimenta, como han mostrado Lorenzoni y Werning (2023a). Este conflicto es el que provoca los llamados «efectos de segunda ronda»: aumentos de precios alimentan otros precios a través de la cadena de suministros. Aún más importante, las subidas de precios traerán a su vez subidas salariales, ya sea por competencia entre las empresas o por la capacidad de negociación de los sindicatos. Aunque las características concretas de la correa de transmisión de subidas de precios a salarios son importantes para hablar de política monetaria, ahora quiero enfatizar que estas espirales son ineficientes ya que, como he descrito arriba, dificultan la organización de los recursos económicos. Es por ello que una actuación coordinada, un pacto de rentas, puede ayudar a mejorar la asignación de mercado.<sup>2</sup>

### *1.2. La relación entre inflación y costes laborales*

El mecanismo de conflicto mencionado arriba es evidente en la conexión entre precios y salarios. Esto es así porque los costes laborales constituyen el grueso de los costes de producción de cualquier empresa y, por otro lado, los salarios suponen más de la mitad de la renta nacional de cualquier país. Si aumentan los precios, los salarios reales se reducen, y los trabajadores demandarán una subida salarial para mantener su poder adquisitivo. Esto, a su vez, afecta a

<sup>2</sup> En «Pactos de la Moncloa 2.0» (El País, 19/08/22) ya expliqué los efectos negativos de las espirales inflacionistas y la necesidad de coordinación mediante un pacto de rentas. Véase Díaz (2022b).

los márgenes de las empresas, que pueden decidir subir precios para trasladar esa subida de costes a los consumidores finales. Este es el mecanismo de «espiral precios-salarios-precios» que exploran Lorenzoni y Werning (2023b) para estudiar la respuesta óptima de la política monetaria. Pero esta espiral ¿sucede en la realidad?

Hay muchos trabajos empíricos que intentan responder a esta pregunta. Aquí voy a mencionar el trabajo de Bobeica *et al.* (2019), quienes estudian las cuatro grandes economías de la eurozona, Alemania, Francia, Italia y España, durante el periodo 1985T1-2018T1. Los autores encuentran que hay un fuerte vínculo entre cambios en los costes laborales e inflación de precios en las cuatro economías. Esta relación, sin embargo, varía en el tiempo y depende del nivel de actividad económica y del tipo de perturbaciones que la afecten. En particular, los autores muestran que precios y salarios muestran una fuerte correlación en épocas de expansión de la demanda agregada, pero esa correlación es insignificante en periodos de inflación baja y estable, como es el caso desde la Gran Recesión hasta ahora. Más aún, los autores no encuentran indicios fuertes de causalidad; es decir, no encuentran indicios de existencia de una espiral precios-salarios-precios.

Quiero enfatizar la falta de evidencia concluyente sobre la existencia de espirales precios-salarios-precios porque es importante a la hora de evaluar los efectos de la política monetaria que discutiremos en la Sección 3. Esto no solo es el caso en Europa; como muestran Peneva y Rudd (2017), también sucede en Estados Unidos.

### 1.3. ¿Causas de la inflación?

He querido destacar la asincronía y el conflicto como los mecanismos por los que una subida de precios inesperada se transmite al resto de la economía y en el tiempo. La descripción que he hecho puede dar la impresión que la inflación es un fenómeno misterioso porque no he dicho nada acerca de sus causas. Y no he dicho nada sobre ellas porque, generalmente, no es fácil establecer causalidad solo a través de la pura observación empírica. Es la analista de datos quien hace hipótesis sobre relaciones causales y usa las herramientas econométricas adecuadas para estimar la importancia de cada posible causa. Cada hipótesis de causalidad, además, lleva emparejada un tipo de política económica para frenar la inflación. Por eso voy a hablar de causas de la inflación a la vez que hable de teoría y política monetaria.

## 2. Los canales de la política monetaria

En esta sección quiero revisar las principales teorías que establecen una conexión entre variables monetarias financieras, actividad económica e inflación y las políticas económicas que de ellas se derivan, así como de la evidencia de la que disponemos sobre tales conexiones.

## 2.1. La visión monetarista

La visión clásica de la inflación desde que la enunciara Milton Friedman es que esta es un fenómeno monetario. Esta es la *teoría cuantitativa del dinero* que se expresa en una ecuación muy sencilla que aparece en todos los libros de texto de Macroeconomía:

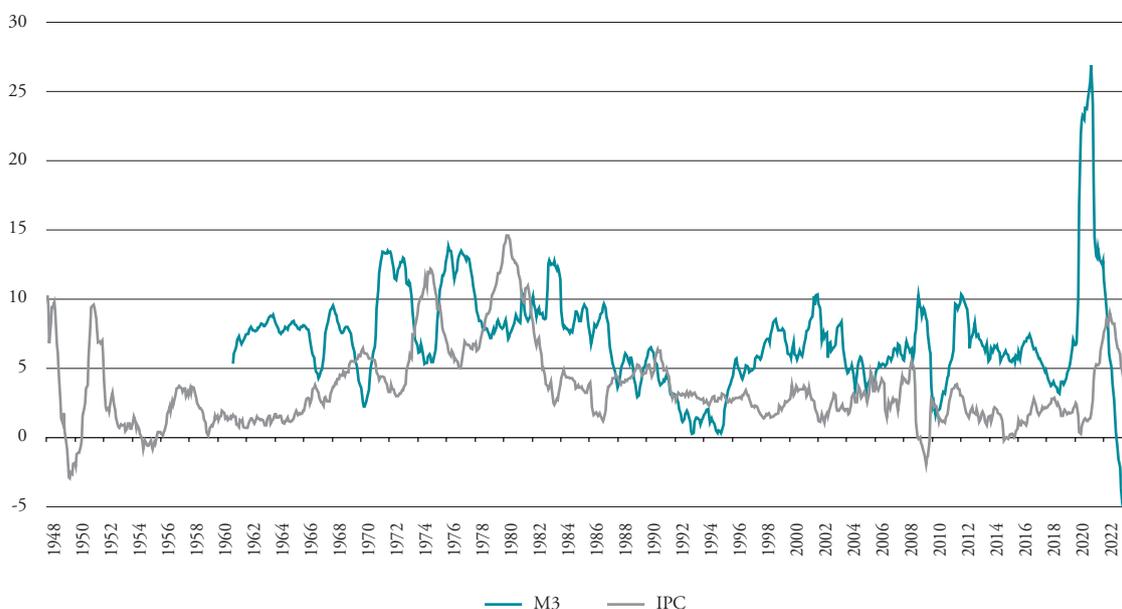
$$M \times V = P \times Y$$

En esta ecuación,  $P \times Y$  es el PIB nominal, desglosado en PIB real,  $Y$ , y nivel de precios,  $P$ . La variable  $M$  hace referencia a un agregado monetario. La variable  $V$  es la más sutil de todas, la velocidad del dinero (o del agregado en cuestión). La velocidad del dinero es la frecuencia con la que se utiliza una unidad monetaria para comprar bienes y servicios de producción nacional dentro de un período de tiempo determinado. Si se producen más transacciones entre individuos en una economía, dada la cantidad de medios de pago  $M$ , la velocidad de esos medios de pago aumenta. Las condiciones económicas afectan a la velocidad. Por ejemplo, en periodos de fuertes subidas de la inflación la velocidad aumenta ya que el dinero deja de ser depósito de valor. Lo importante acerca de la velocidad es que no la medimos por sí misma, sino usando la ecuación cuantitativa,  $V = PY/M$ , como una identidad contable. Si suponemos una velocidad constante (porque las condiciones estructurales de la economía son estables) la *ecuación cuantitativa* nos da una relación directa entre crecimiento de la masa monetaria e inflación. Por supuesto, esa relación depende de otro supuesto fundamental: que el nivel de precios  $P$  no afecte al nivel de actividad económica real,  $Y$ . La idea fundamental detrás de la teoría cuantitativa es que si aumentamos los medios de pago de la economía lo suficiente, esto debe provocar un alza generalizada de precios. El consenso entre los economistas es que esta teoría nos permite entender la conexión entre liquidez de la economía e inflación en el medio o largo plazo.

Friedman decía que la inflación siempre es un fenómeno monetario, que es otra forma de decir que se deriva de un fallo institucional, de la imposibilidad o la falta de voluntad de la autoridad monetaria para frenar el crecimiento de la masa monetaria. Ahora, la pregunta es, ¿observamos en la realidad tal asociación positiva entre aumento de medios de pago y aumento de la inflación?

Puesto que el euro tiene, de momento, una vida corta, es mejor que estudiemos tal relación en Estados Unidos, país del que disponemos una serie larga. El Gráfico 2 muestra la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario M3, a la frecuencia mensual, y el IPC. El agregado M3 contiene aquello que entendemos por dinero (efectivo más depósitos) más aquellos activos financieros que son suficientemente líquidos como para ser usados fácilmente como medios de pago.<sup>3</sup> Es decir, la M3 agrupa a lo que podemos llamar «liquidez». Esta liquidez es tanto mayor cuanto mayor es el multiplicador bancario (la capacidad que tienen los bancos para dar préstamos dado el volumen de depósitos y reservas).

<sup>3</sup> Para una definición de los agregados monetarios, véase la página del Banco de España: <https://www.bde.es/wbe/es/areas-actuacion/politica-monetaria/preguntas-frecuentes/definicion-funciones-del-dinero/que-es-el-dinero.html>

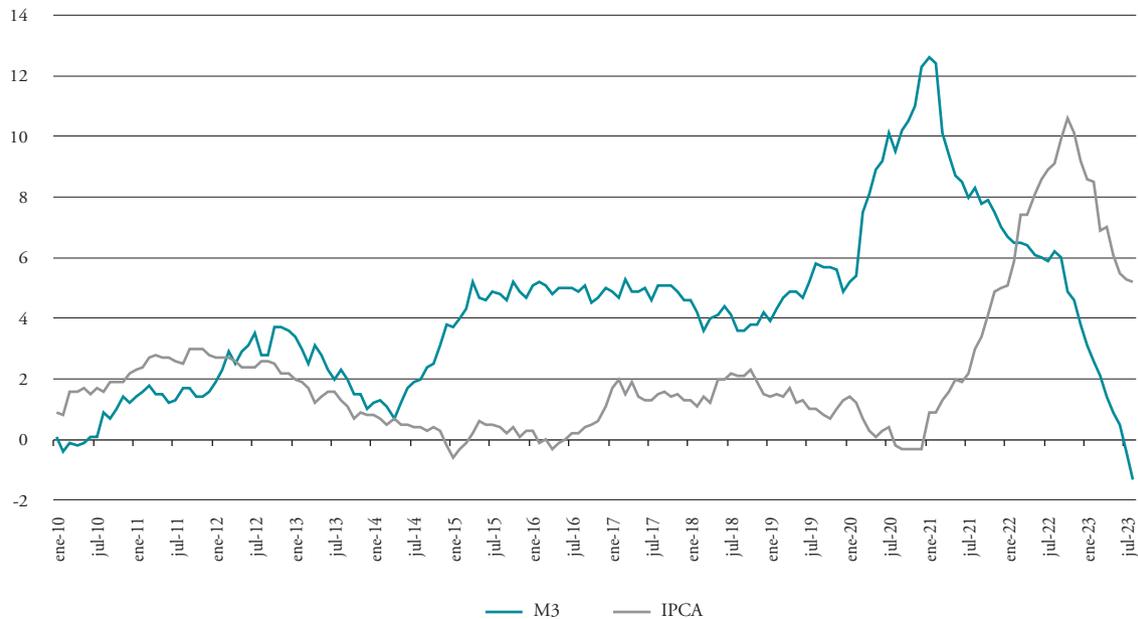
**Gráfico 2. M3 e IPC, frecuencia mensual, en Estados Unidos (tasa de crecimiento interanual)**

*Fuente:* FRED, St. Louis Fed.

Una inspección somera del Gráfico 2 nos permite comprobar que no existe una relación sistemática entre crecimiento de la masa monetaria e inflación. Se podría aducir que «inspección somera» no es un análisis cuantitativo riguroso pero lo que quiero destacar es que, si esa relación existe, no es evidente (como sí lo es la relación entre tasa de paro y crecimiento económico, por ejemplo). Solo durante la década de los 70 y 80 hay una correlación notoria. Es decir, desde la óptica de la teoría cuantitativa parece que ha habido un cambio de régimen desde los años 90. En la eurozona es incluso más difícil ver un patrón, como muestra el Gráfico 3. De hecho, inflación y aumento de liquidez solo se mueven al unísono durante dos periodos, los años 2012-14, los más difíciles de la crisis del euro y los últimos meses desde septiembre de 2022, casi coincidiendo con la subida de tipos de interés que inició el Banco Central Europeo en 2022.

Pero, ¿existe evidencia más rigurosa que nuestra simple inspección visual de unos gráficos? A este respecto, De Grauwe y Polan (2005) muestran que la correlación entre ambas variables solo sucede en periodos largos de tiempo y en economías que, por razones estructurales, sufren de forma crónica de inflación alta. Esas razones estructurales suelen ser dificultades para controlar los déficits fiscales y una autoridad monetaria débil.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Véase el trabajo clásico de Sargent y Wallace (1981).

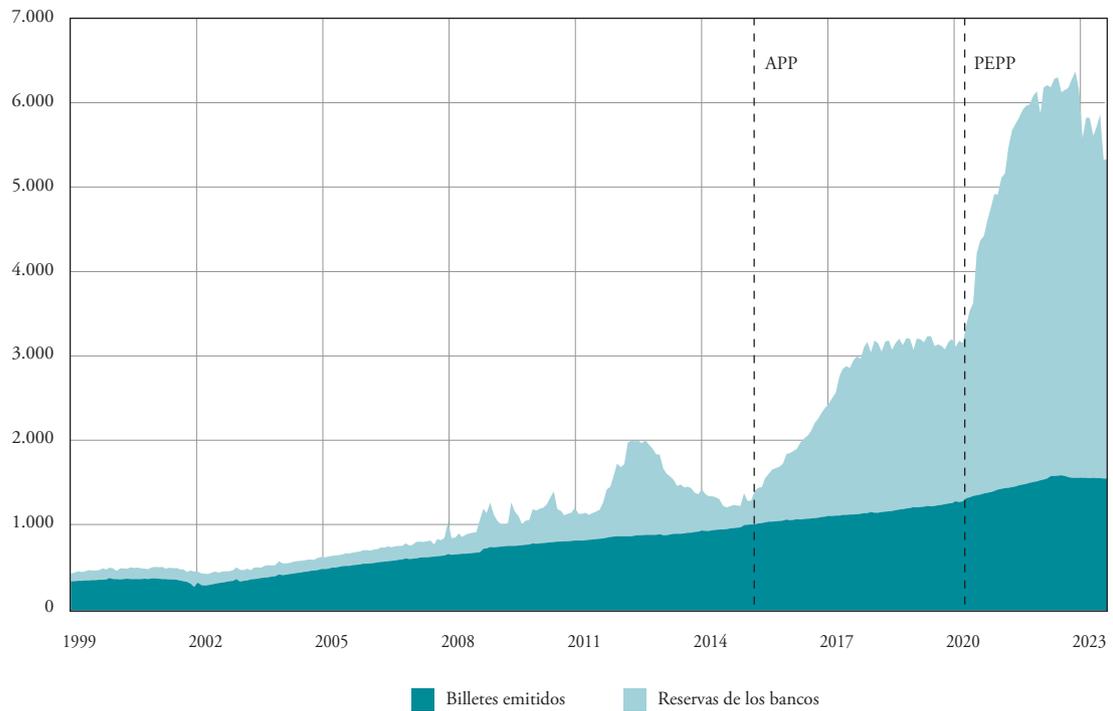
**Gráfico 3. M3 e IPCA, frecuencia mensual, en la eurozona (tasa de crecimiento interanual)**

Fuente: BCE y elaboración propia.

A pesar de tener evidencia muy matizable, este canal es el que se usa para argüir que las políticas de compras de activos durante la crisis de la covid-19 son las responsables de la inflación actual, especialmente en Estados Unidos. Recordemos que estas políticas de «relajación cuantitativa» supusieron un cambio en la forma de operar la política monetaria. Hasta la fecha, las operaciones de mercado abierto estaban restringidas a usar activos financieros con vencimiento semanal, generalmente letras del tesoro. Tras la crisis financiera, los bancos centrales expandieron sus compras a activos privados y de más largo plazo, los llamados LTRO. Esta política es una forma de expandir la base monetaria y controlar no solo el tipo de interés a corto plazo, sino su estructura temporal. Su objetivo, a *grosso modo*, era retirar la «liquidez mala» del mercado (como, por ejemplo, las CDO, por sus siglas en inglés), y sanear el balance de los bancos (en España, por ejemplo, el grueso del crédito a promotores inmobiliarios era papel mojado tras el estallido de la crisis inmobiliaria). Este enorme aumento de la base monetaria debía aumentar la M3 y sostener el sistema de pagos de la economía. La consecuencia que se temía entonces es un aumento de la inflación que nunca llegó. Hasta ahora.

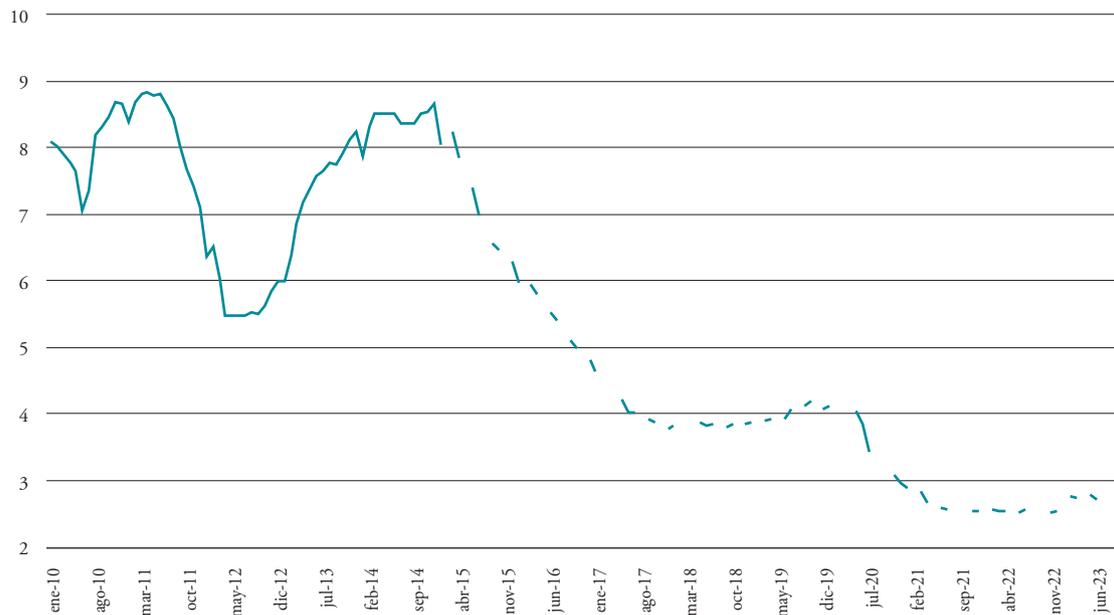
Si volvemos al Gráfico 2 vemos que la tasa de crecimiento de la M3 da un salto en 2023, como resultado de la expansión fiscal no consolidada que llevó a cabo Estados Unidos. La tasa de inflación le sigue, aunque con cierto retardo. Algo parecido sucede en la eurozona (véase el Gráfico 3). La hipótesis es que las transferencias directas, especialmente a las familias, han creado una demanda embolsada que se ha materializado tras lo peor de la pandemia y ha provocado el crecimiento tan abrupto de la inflación. La pregunta que queda responder es por qué ahora y no antes, ya que los bancos centrales están aumentando la base monetaria desde la Gran Recesión, como hemos explicado.

**Gráfico 4. Base monetaria de la eurozona (en € corrientes)**



Fuente: Schnabel (2023).

**Gráfico 5. M3 sobre base monetaria para la eurozona**



Fuente: BCE y elaboración propia.

Véase, por ejemplo, el Gráfico 4 donde podemos comprobar que la base monetaria en la eurozona aumentó en más de un 50 % desde el principio de la Gran Recesión hasta 2017 y que, desde entonces, se ha duplicado. Esta gigantesca operación de mercado abierto debería haber inundado las economías de la eurozona de liquidez y, según la *teoría cuantitativa del dinero*, haber provocado una fuerte reacción inflacionista. Sabemos que la inflación solo empezó a despuntar a finales de 2021. Respecto a la liquidez, es instructivo analizar la evolución de la ratio de la M3 y base monetaria para la eurozona, mostrada en el Gráfico 5.

En dicho gráfico aparece la ratio de M3 sobre la base monetaria de la eurozona.<sup>5</sup> Como vemos, la ratio tuvo una fuerte caída durante el estallido de la crisis del euro, recuperándose hacia 2014 y cayendo después continuamente, aparte de un leve repunte en mayo del 2020. Es decir, el fuerte aumento de la base monetaria se traduce en una M3 cada vez menor en términos relativos. Esto sugiere que el efecto de una inyección monetaria (el aumento de la base) se traduce en más o menos liquidez dependiendo de las condiciones de la economía. El Gráfico 4 puede darnos una pista de lo sucedido: la evolución de la ratio M3 sobre base monetaria se parece mucho a la de las reservas bancarias. La lectura comparada de ambos gráficos sugiere que las condiciones del sistema financiero deben estar jugando un papel esencial en el canal de transmisión desde la base monetaria a liquidez e inflación. Como explicó I. Schnabel en su ponencia (Schnabel, 2023) en la Conferencia Anual del Banco Central Europeo, el fuerte aumento de la base monetaria se ha producido, fundamentalmente, gracias a los programas APP (compras de activos financieros) y PEPP (el programa de urgencia al estallar la crisis de la covid-19). Estos programas aumentan directamente las reservas bancarias, pero solo indirectamente la M3, la liquidez de la economía, y solo si esos recursos se canalizan hacia el sistema crediticio de la economía y los agentes privados tienen balances suficientemente saneados. Cito unas palabras textuales de Schanbel (2023):

«Así pues, si no hay demanda de crédito, o si los bancos no quieren prestar, debido a consideraciones de riesgo o requisitos de capital, las compras de activos [APP y PPE] no afectarán, por sí solas, al crecimiento del dinero en sentido amplio más allá de su impacto mecánico directo más limitado».

En resumen, no podemos descartar el canal monetario de la inflación, pero la experiencia, particularmente la de la eurozona, sugiere que depende crucialmente del comportamiento del sistema financiero. Una pregunta a la que, de momento no podemos contestar, es si esa abundancia de oferta monetaria ha creado una suerte de «liquidez reprimida» con efectos de más largo plazo sobre la inflación. Por otro lado, el BCE ha anunciado el fin de los programas de compras de activos, lo que equivale a una «restricción cuantitativa» cuyos efectos aún están por ver.

<sup>5</sup> Esta ratio es muy parecida al multiplicador bancario.

## 2.2. Los tipos de interés

La *teoría cuantitativa del dinero* descansa en la hipótesis clásica de la independencia entre variables reales y nominales. Actualmente existe un consenso entre académicos y gestores de política económica en reconocer que los cambios en el nivel de precios sí afectan al nivel de actividad económica en el corto plazo. Es por ello que la *teoría cuantitativa del dinero* se usa para entender la evolución conjunta de masa monetaria e inflación en el largo plazo.

La razón por la que las variables nominales afectan a la actividad económica real es la falta de sincronía en el cambio de todos los precios a la que hemos aludido antes. Esa falta de sincronía está implícita en cualquier modelo macroeconómico nekeynesiano que supone rigideces de precios o de salarios. El canal por el cual los tipos de interés afectan a la inflación es a través de la demanda agregada. Vamos a describirlo someramente.

### 2.2.1. Tipos de interés y actividad económica

Supongamos que la inflación tiene inercia, en el sentido de que no sea muy volátil. En ese caso, un aumento en el tipo de interés nominal implica un aumento del tipo de interés real. Este aumento de tipos reduce la demanda de inversión de las empresas y familias. El aumento de los tipos, además, aumenta la rentabilidad del ahorro, lo que lleva a sacrificar consumo presente por consumo futuro. Esto hace que disminuya la demanda de bienes y servicios y, por tanto, la producción y el empleo. Esta es, a grandes rasgos, la *teoría keynesiana* de determinación de la demanda agregada y aparece plasmada en los libros de texto de Macroeconomía en la llamada curva IS.

### 2.2.2. Actividad económica e inflación: la curva de Phillips

Es conveniente recordar que la *teoría keynesiana*, en su formato original, estaba pensada para la Gran Depresión, un mundo sin inflación, donde la gran preocupación era el paro y la actividad económica. En ese mundo la clave era entender los mecanismos para aumentar la demanda agregada y, así, aumentar la producción y el empleo. En esa teoría básica, las empresas no aumentan los precios cuando ven que su demanda aumenta, sino que aumentan la producción y el empleo. Esta teoría no dice absolutamente nada acerca de cómo un aumento de la demanda agregada (por una extensión de la duración de los ERTE, por ejemplo) puede afectar al nivel de precios y a la inflación.

Hubo que esperar a 1958 y al economista A. W. Phillips, quien observó una correlación negativa entre la tasa de paro y la inflación salarial en Reino Unido para el periodo 1861-1913. Observó, también, que la relación estimada para esos años explicaba muy bien el comportamiento conjunto de la tasa de paro y el crecimiento de los salarios nominales para el periodo 1948-57. La hipótesis que formuló es que la competencia en el mercado de trabajo hace que caiga el paro y aumenten los salarios nominales. Posteriormente, Paul A. Samuelson y Robert

M. Solow en 1960 observaron la misma relación entre la tasa de desempleo y la tasa de inflación utilizando datos de EE. UU. Ahora la hipótesis se completaba añadiendo que, dado que las empresas quieren mantener sus márgenes, un aumento de los salarios nominales trae consigo un aumento de precios. Así, la curva de Phillips venía a cerrar el modelo keynesiano.

### 2.2.3. La curva de Philips como canal de política monetaria

Actualmente la curva de Phillips es usada por los bancos centrales para estudiar cuantitativamente el efecto de cambios en los tipos de referencia sobre la tasa inflación. Quiero enfatizar el adverbio, ya que los bancos centrales tienen mandatos que se expresan en objetivos cuantitativos. Por ejemplo, el mandato del Banco Central Europeo de mantener la estabilidad de precios se concreta en el objetivo de mantener la inflación de la eurozona en el entorno del 2 %, que es la tasa que se considera compatible con una tasa de crecimiento del PIB real de un 2 %, que es, a su vez, la tasa de crecimiento media observada en las economías desarrolladas desde la II Guerra Mundial. El mandato de la Reserva Federal, sin embargo, es un compromiso entre mantener la estabilidad de precios y la tasa de crecimiento de la economía.

Para cumplir sus mandatos, los bancos centrales deben tener una estimación del efecto de un cambio en los tipos nominales sobre la actividad agregada; es decir, la curva IS descrita en la Sección 3.2.1. Después, una estimación de la curva de Phillips, que puede expresarse como:

$$\text{Inflación hoy} = \text{inflación esperada} + K \times \text{output gap} + \text{perturbaciones inesperadas.}$$

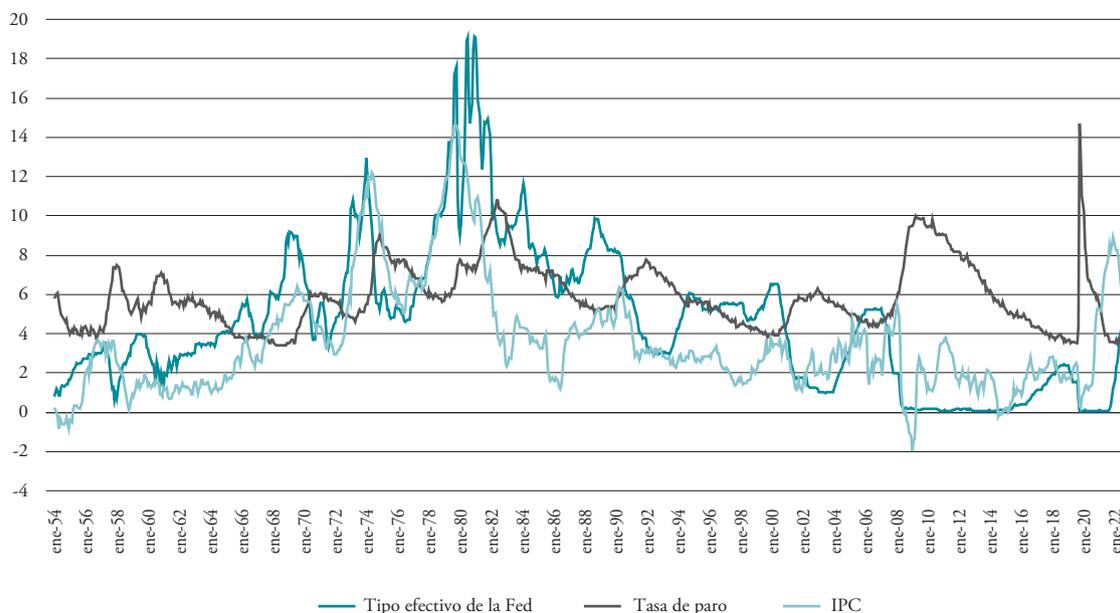
Es conveniente detenerse en cada componente de esta ecuación. El primero, la inflación esperada, aparece porque todos los precios no cambian a la vez y, por tanto, a la hora de fijar precios y salarios los agentes hacen una previsión de la inflación futura. El segundo es el que expresa la relación entre actividad económica e inflación. Nótese que he escrito «*output gap*» en vez de «actividad económica». Esto se hace porque se considera que la actividad económica afecta a la inflación cuando aquella se sitúa por encima de lo que se llama «*output potencial*», que es el nivel de producción cuando se hace un uso «normal» de la capacidad productiva, sin doblar turnos, sin horas extras por presión de la demanda, etc. El coeficiente  $K$  nos dice en cuánto aumenta la inflación al aumentar la producción por encima de ese «*output potencial*». El tercer componente resume todos aquellos acontecimientos inesperados que afectan a la inflación; en particular perturbaciones inesperadas de oferta tales como una subida inesperada de los precios de la energía.

Si esta teoría es razonable los bancos centrales tienen un poderoso instrumento para estabilizar la inflación. Ahora la cuestión es, ¿tenemos evidencia robusta sobre la curva de Phillips?

### 2.2.4. Evidencia de la curva de Phillips

Para fijar ideas analizaremos los datos de Estados Unidos, ya que disponemos de una serie larga.

**Gráfico 6. Tipos efectivos de la Fed, IPC (tasa de crecimiento interanual) y tasa de paro en Estados Unidos (frecuencia mensual)**



*Fuente:* FRED, St. Louis Fed.

El Gráfico 6 muestra la evolución de los tipos efectivos de la Reserva Federal y la tasa de crecimiento interanual del IPC. También muestra la tasa de paro. El periodo que destaca con una robusta relación negativa es 1980-82, donde los tipos suben casi 10 puntos, la tasa de paro lo hace en casi 5 puntos y el IPC cae unos cinco puntos. Para volver a ver tal correlación negativa entre tipos e inflación tenemos que esperar a los dos últimos años de la serie, 2022-23, aunque la tasa de paro no aumente. Es curioso comprobar que, a excepción de los años 80 (el mandato de Volcker en la Reserva Federal), si acaso, se aprecia una correlación positiva entre tipos e inflación (aunque con cierto retardo) hasta la crisis actual. En resumen: no es fácil ver en acción el canal esbozado tipos de interés-inflación. Sí que parece más clara la correlación esperada (negativa) entre tipos de interés y tasa de paro, aunque con ciertos retrasos: como hemos dicho antes, una subida de tipos de interés aumenta los costes de operación de las empresas, especialmente para las pequeñas, muy dependientes del crédito bancario.<sup>6</sup> Es decir, en el canal de los tipos de interés-inflación el eslabón cuyo funcionamiento es menos evidente es la relación entre actividad económica e inflación. Por supuesto, esta inspección de series temporales no tiene la robustez de un análisis econométrico, pero aquí quiero destacar que la relación entre tipos de interés, el instrumento de la política monetaria, e inflación no es aparente. El canal es, en el mejor de los casos, muy borroso.<sup>7</sup> En particular, las estimaciones más recientes apuntan

<sup>6</sup> Véase al respecto el informe *Report on the Financial Situation of Households and Firms*, Banco de España, 2023.

<sup>7</sup> Véase un resumen excelente de la evidencia empírica en John Cochrane (2023): «Interest rates and inflation part 2: Losing faith in VARs». Disponible en: <https://johnhcochrane.blogspot.com/2023/08/interest-rates-and-inflation-part-2.html>

a una reducción en el valor estimado de  $K$ , lo que se llama como el «aplanamiento de la curva de Phillips»; véase, por ejemplo, Galí y Gambetti (2019). Este «aplanamiento» implica que la gestión de los tipos de interés de referencia ha perdido potencia como instrumento para estabilizar la inflación. En particular, cuanto menor sea  $K$ , más tienen que aumentar los tipos de referencia para que la caída del *output gap* reduzca sensiblemente la inflación.

Otros autores, como Benigno y Eggertsson (2023), aducen que la curva de Phillips no es lineal sino que, en realidad, el valor de depende de las circunstancias económicas. Según estos autores, la pandemia y las interrupciones en las cadenas de suministros internacionales han afectado en la manera en que los cambios en el mercado de trabajo afectan a la actividad real y los costes de las empresas. En estas circunstancias, pequeños cambios en los costes laborales (volveremos sobre esto) pueden traer grandes cambios en costes marginales de las empresas e inflación. Es decir, estos autores sugieren que la curva de Phillips es plana o muy vertical dependiendo de la holgura del mercado de trabajo. La cuestión ahora es, ¿cuáles son las circunstancias microeconómicas que hacen difícil estimar la curva de Phillips?

### 2.2.5. Dentro de la curva de Phillips

Recientemente, Gagliardone *et al.* (2023) estudian con detalle la microeconomía detrás de la curva de Phillips con un panel de datos de empresas belgas. Su trabajo evidencia que la conexión entre inflación y actividad económica pasa por (1) cómo varían los costes marginales de las empresas cuando estas varían su producción y (2) en cómo son capaces de repercutir esa variación de costes en sus precios finales. Por tanto, nuestro  $K$  es el producto de (1) y (2). Estos autores encuentran que los costes marginales son menos sensibles respecto a la actividad económica en los últimos años. Sin embargo, las empresas han aumentado su capacidad para repercutir aumentos en los costes en los precios finales.

Estos resultados están en consonancia con los de Siena y Zago (2021), quienes muestran que la polarización en la distribución de trabajos en las últimas décadas en la eurozona y la consiguiente moderación salarial es responsable del aplanamiento de la curva de Phillips. A estos efectos es interesante recordar la evidencia recopilada por Eeckhout (2021) y el caso de Amazon, detalladamente documentado por Kahn (2017). Estamos inmersos en una revolución tecnológica donde las grandes empresas operan tecnologías con grandes rendimientos a escala: costes fijos altos y costes marginales pequeños. Esto favorece la concentración empresarial y la aparición de monopsonios que provocan exactamente lo que Gagliardone *et al.* (2023) encuentran: desconexión entre costes marginales y producción y gran capacidad para repercutir subidas de costes en precios finales. El primer efecto provoca, como efecto estadístico, el aplanamiento de la curva de Phillips, una reducción en la  $K$ , (que, recordemos, relaciona *output gap* e inflación) y el segundo hace que esta relación dependa de las circunstancias y vuelve a la curva inestable o muy poco lineal, como argumentan Benigno y Eggertsson (2023).

### 3. La experiencia reciente

Uno de los grandes debates desde el estallido de la covid-19 es cuánto del aumento en la inflación que aún sufrimos se debe a perturbaciones de oferta y cuánto al empuje de la demanda agregada. En esta cuestión, existe un consenso generalizado en que, mientras que en Estados Unidos ambos factores han pesado de forma parecida, en Europa se ha tratado fundamentalmente de perturbaciones de oferta; en particular, por el fuerte aumento de los precios de la energía tras la invasión de Ucrania por parte de Rusia.<sup>8</sup> Esta distinción importa por dos razones. La primera es porque los instrumentos de política monetaria descritos — operaciones de mercado abierto y tipos de interés — afectan a la actividad económica desde el lado de la demanda. Por tanto, esos canales de política monetaria parecen una vía muy indirecta para controlar la inflación de oferta. La segunda razón tiene que ver con la forma que tenemos de pensar en la curva de Phillips. Según la ecuación mostrada en la Sección 3.2.1, las perturbaciones de oferta no afectan a la  $K$ , que mide la sensibilidad de la inflación respecto a una variación en el *output gap*. Pero los resultados de Gagliardone *et al.* (2023) y Siena y Zago (2021) apuntan a lo contrario, a que las perturbaciones de oferta afectan a esa elasticidad  $K$ . Toda la evidencia sugiere que la capacidad de las empresas de repercutir costes en precios ha aumentado en las últimas décadas. Weber y Wasner (2023) estudian datos a nivel de empresa en Estados Unidos y encuentran que el aumento de costes (ya sea por aumento de precios de la energía o por cuellos de botella en las cadenas de suministros) provoca fuertes subidas de precios muy persistentes en el tiempo en empresas con gran poder de mercado. Estas presiones se propagan al resto de la economía cuanto más integradas estén esas empresas en las estructuras de costes del resto de la economía. Es decir, cuanto menos competencia hay, mayores son los márgenes de las empresas que actúan como un amortiguador que desconecta los precios de las condiciones de demanda y, por tanto, de la política monetaria. Esta desconexión, mayor cuanto mayor es la concentración empresarial, es la que explica que los investigadores encuentren que la curva de Phillips se aplatina, que es otra forma de decir que la inflación se hace menos sensible a cambios en la actividad agregada. Este problema es reconocido por los gestores de política económica, como puede verse en las ponencias de I. Schnabel (2023) y G. Gopinath (2023) en las últimas conferencias del Banco Central Europeo.

G. Gopinath (2023) resumía la frustración de los bancos centrales: «*Inflation is getting too long to get back to target*». Por ejemplo, recordemos que en agosto de 2022 el tipo de facilidad de depósito del BCE estaba en el 0 % y la tasa de crecimiento interanual del IPCA ya se situaba en 9,1 %. Hubo que esperar a enero de 2023 para que la tasa bajara al 8,6 % con el tipo de facilidad igual a 2 %. Es decir, la inflación necesitó más de un trimestre para reducirse en menos de un punto porcentual. Al parecer, la combinación de demanda reprimida durante la pandemia y fuerte aumento de los márgenes ha dejado poca efectividad a la política monetaria. El temor que subyace a esas palabras es no tener una buena estimación acerca de cuánto se debe aumentar los tipos de interés, con el consiguiente efecto recesivo, para que la

<sup>8</sup> Véase Firat y Hao (2023) para una descomposición de factores de oferta y demanda.

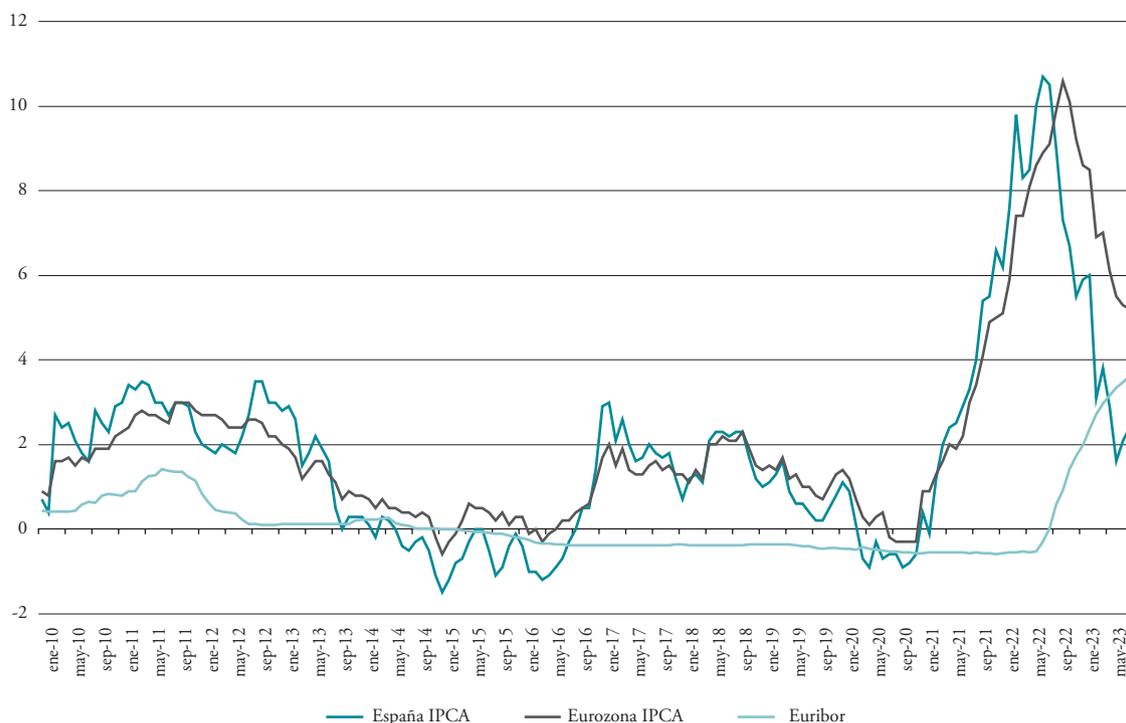
inflación se acerque al objetivo de los bancos centrales. Es decir, tenemos gran incertidumbre acerca de los efectos de la política monetaria. A esto hay que añadirle la gran volatilidad del entorno macroeconómico. De momento, el BCE parece moderadamente optimista: sus últimas previsiones de crecimiento interanual del PIB de la eurozona en 2023 son de 0,7 %, antes de recuperarse al 1,0 % en 2024 y al 1,5 % en 2025.

### 3.1. *¿Política monetaria óptima?*

La evidencia descrita pone de manifiesto que no está claro, ni siquiera para los bancos centrales, cuál es la respuesta óptima tras una Gran Recesión, los grandes programas de compras de activos para aumentar la liquidez de las economías, una pandemia y la consiguiente demanda reprimida y su impacto en precios relativos de bienes y servicios y en el mercado de trabajo, el aumento de precios energéticos, y, finalmente, la invasión de Ucrania y la guerra Hamás-Israel. A este respecto, es interesante mencionar dos contribuciones.

Caballero y Simsek (2023) estudian la política monetaria óptima durante una perturbación temporal negativa de oferta. Dos supuestos son esenciales en su trabajo: por un lado, la demanda tiene inercia y no puede variar rápidamente. Esta es la manera en que la demanda se está comportando tras la pandemia. Segundo, el banco central no puede variar los tipos de interés de forma abrupta, sino que tiene que hacerlo gradualmente. Esto puede deberse a límites institucionales o a que la incertidumbre agregada es tal que no es posible tomar decisiones rápidas de manera informada. En este caso, la política óptima es dejar que la economía se «caliente» durante un tiempo porque, por inercia de la demanda, una subida de tipos no afecta a la demanda de hoy sino a la de mañana, cuando, probablemente, las perturbaciones negativas de oferta ya no existan.

Es posible que este razonamiento estuviera detrás de la tardanza de los bancos centrales en subir tipos ante la escalada de la inflación. Como puede verse en el Gráfico 7, la inflación en la eurozona estuvo casi un año por encima del objetivo del 2 % antes de que el BCE empezara a subir tipos. Si el análisis de Caballero y Simsek (2023) es correcto, también contiene la respuesta al comentario de G. Gopinath: la respuesta de la actividad económica a la subida de tipos no es instantánea, sino que va retrasada dada la inercia de la demanda agregada.

**Gráfico 7. Tasa de crecimiento interanual del IPCA en la eurozona y España y tipo de Euribor**

Fuente: BCE.

La crisis de la covid-19, siendo como fue una emergencia sanitaria, afectó a los sectores económicos desigualmente. No solo eso, sino que las políticas implementadas por los diferentes países también fueron muy diferentes. Mientras que en la Unión Europea se prefirió crear programas para evitar la destrucción de puestos de trabajos (los ERTE), en Estados Unidos se optó por dar transferencias a las familias y se produjo una intensa destrucción en los sectores más afectados por los confinamientos. Recordemos que las familias variaron su cesta de consumo aumentando el peso de bienes en detrimento de servicios y, en lugares como Estados Unidos o Gran Bretaña, se produjo la «*Great Resignation*»: muchos trabajadores aprovecharon las transferencias y el confinamiento para cambiar de sector de ocupación. Estas dos políticas son tan diferentes que merece la pena mencionar que los ERTE tienen sentido cuando alguna perturbación, transitoria pero intensa, provoca una destrucción de empleo y, con él, del capital intangible acumulado por la empresa. Un *shock* como la covid-19 se llevaba por delante buenas y malas empresas. Los ERTE y préstamos ICO venían a ayudar a mantener a las empresas productivas. El peligro, al mantenerse tales ayudas en el tiempo, más allá de los efectos inmediatos de la pandemia, es que se haya ayudado a empresas poco productivas a mantener su negocio, con el consiguiente perjuicio para la productividad agregada y el potencial de crecimiento.<sup>9</sup> En este escenario, la política monetaria puede tener efectos inesperados. Guerrieri *et al.* (2021) muestran que una variación de tipos de interés tiene efectos heterogéneos entre sectores y

<sup>9</sup> Véase el análisis de Díaz *et al.* (2023).

entre empresas más o menos productivas. Este efecto heterogéneo puede hacer que la política óptima pueda variar en función, por ejemplo, de las rigideces salariales de la economía. En nuestro caso, en España, está por ver el efecto de la abrupta subida de tipos en empresas que se han mantenido a flote gracias a los programas de ERTE y los ICO.

### 3.2. Asimetrías en una Unión Monetaria

Una de las consecuencias más importantes de formar parte de la Unión Económica y Monetaria en su forma actual, es que hemos avanzado en la integración económica y la especialización sectorial que conlleva, pero no en los mecanismos de diversificación de riesgos entre países. Concretamente, la unión de los mercados de capitales y la unión bancaria están por construir. Esto, como explicaba en Díaz (2022a), implica que cambios en la política monetaria tenga efectos muy asimétricos entre países. Para empezar, como se puede observar en el Gráfico 7, la tasa de inflación en España empezó a caer antes y más rápidamente que en el resto de la eurozona, seguramente impulsada por una caída mayor en los precios energéticos. Eurostat muestra los índices de precios armonizados para varias categorías: energía, alimentos, industria menos sectores energéticos y servicios. Pues bien, no solo el índice de precios energéticos tiene un comportamiento más favorable en España que en el resto de la eurozona, como ya sabemos, sino también en el sector servicios (los otros sectores tienen comportamientos parecidos, como debe suceder con bienes transables en los mismos mercados).

**Gráfico 8. IPCA en España y la zona euro. Tasa de crecimiento interanual (datos mensuales)**



Fuente: BCE.

Como se puede comprobar en el Gráfico 8, el índice de precios de servicios está estabilizado alrededor del 4,5 % desde finales de 2022, a diferencia de la zona euro, donde sigue creciendo. Estas asimetrías llevan a pensar que las subidas de tipos pueden ser excesivas para España y traer una recesión más severa de la necesaria para controlar la inflación. No tengo constancia de que haya estimaciones al respecto, pero sí que hay evidencias parciales que sugieren que los efectos de la política monetaria del BCE pueden ser especialmente severos en España.

Por ejemplo, Almgren *et al.* (2023) muestran que la elasticidad de la producción agregada ante los *shocks* de política monetaria es mayor en los países que tienen una fracción mayor de hogares con restricciones de liquidez. Broer *et al.* (2023) usan datos administrativos de alta frecuencia para estudiar los efectos de la política monetaria sobre los ingresos y el empleo en toda la distribución de ingresos en Alemania. Estos autores muestran que la parte baja de la distribución es más sensible a los cambios en la política monetaria, pero por la vía del empleo: las personas con menos ingresos tienen una mayor probabilidad de tener empleos precarios. Esto apunta a que es un efecto inducido a través del impacto de la política monetaria sobre las empresas. Si hacemos la extrapolación para España estos trabajos nos hacen pensar que los hogares y pequeñas empresas deben ser extremadamente sensibles a la política monetaria. A este respecto, según el último informe del Banco de España sobre la situación financiera de hogares y empresas, todavía los hogares y empresas tienen, durante la primera mitad de 2023, colchones suficientes para hacer frente a las últimas subidas de tipos, pero existen grandes incertidumbres en el futuro cercano.<sup>10</sup>

### 3.3. Riesgos financieros

Una consecuencia indeseada de la rápida subida de tipos ha sido la reaparición de riesgos de inestabilidad financiera. Esta ha aparecido porque tal subida vuelve ilíquidos aquellos activos financieros en circulación que prometen una rentabilidad por debajo de los nuevos tipos. Que los vuelve ilíquidos quiere decir que, para no realizar pérdidas de capital, sus tenedores no pondrán esos títulos en el mercado, sino que esperarán a su vencimiento. Esto es especialmente delicado en el caso de la deuda pública. G. Gopinath (2023), en su ponencia inaugural de la conferencia anual del BCE, aludía a este efecto como una de las «verdades incómodas de la política monetaria». La subida de tipos hace que el capital de los bancos, donde la deuda pública tiene un gran peso, se vuelva ilíquido y, por tanto, más expuesto a riesgos macroeconómicos.<sup>11</sup> Esto sería, en el peor de los casos, devolvernos a 2010 y el comienzo de la crisis del euro. Para evitar que estos problemas de liquidez puedan devenir en riesgo de insolvencia, el Banco de España ha elevado los colchones de capital al Banco Santander y al BBVA, por su condición de instituciones sistémicas. La consecuencia de estos mayores requisitos será, como reconoce el

<sup>10</sup> *Report on the Financial Situation of Households and Firms*, Banco de España, 2023.

<sup>11</sup> Léase el estupendo análisis de H. Rodríguez (2023a, 2023b) en *Nada es Gratis*.

propio Banco de España, reducir el volumen de crédito a familias y empresas.<sup>12</sup> Por otro lado, el hecho de que los bancos españoles estén entre los que menos remuneran depósitos en la eurozona y más han repercutido la subida de tipos en las condiciones de crédito a sus clientes lleva a suponer que sus beneficios puedan compensar el aumento de iliquidez de su capital.

#### 4. Comentarios finales

En este capítulo he descrito los fundamentos teóricos en que se basan los principales canales de la política monetaria y hemos revisado la evidencia que tenemos sobre cada uno de ellos. Desde la Gran Recesión hemos vivido situaciones extraordinarias sobre las que tenemos poca capacidad de previsión ya que se ha tratado de eventos de bajísima probabilidad, como es el caso de la pandemia de la covid-19, la guerra en Ucrania, a la que se une la guerra entre Hamás e Israel. Estas situaciones extraordinarias han ocurrido tras un largo periodo de transformaciones tecnológicas que son las responsables de grandes cambios en el comportamiento del mercado de trabajo y un grado de concentración empresarial nunca visto desde antes de la II Guerra Mundial. Todo esto hace que tengamos una gran incertidumbre y volatilidad en nuestro entorno macroeconómico y una gran incertidumbre acerca de los efectos de la política monetaria. Quizá por ello el Consejo de Gobierno del BCE, en su última reunión, ha decidido mantener los tipos de referencia.

---

<sup>12</sup> Véase la entrada en el *blog* del Banco de España: <https://www.bde.es/wbe/es/noticias-eventos/blog/el-banco-de-espana-eleva-los-colchones-de-capital-a-los-bancos-sistemicos.html>

## Referencias bibliográficas

- ALMGREN, M.; GALLEGOS, J. E.; KRAMER, J., y LIMA, R. (2022): «Monetary Policy and Liquidity Constraints: Evidence from the Euro Area»; en *American Economic Journal: Macroeconomics*, American Economic Association, vol. 14(4); pp. 309-340. Disponible en: <https://ideas.repec.org/a/aea/aejmac/v14y2022i4p309-40.html>
- BANCO DE ESPAÑA (2023): *Report on the Financial Situation of Households and Firms*. Disponible en: <https://www.bde.es/wbe/en/publicaciones/analisis-economico-investigacion/informe-de-la-situacion-financiera-de-los-hogares-y-las-empresas/primer-semester-de-2023.html>
- BENIGNO, P. y EGGERTSSON, G. B. (2023): «It's Baaack: The Surge in Inflation in the 2020s and the Return of the Non-Linear Phillips Curve»; en *NBER Working Papers*, 31197. Disponible en: <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/31197.html>
- BOBEICA, E.; CICCARELLI, M.; VANSTEENKISTE, M., y VANSTEENKISTE, I. (2019): «The link between labor cost and price inflation in the euro area»; en *Working Paper Series*, 2235. European Central Bank. Disponible en: <https://ideas.repec.org/p/ecb/ecbwps/20192235.html>
- BROER, T.; KRAMER, J., y MITTMAN, K. (2023): «The Curious Incidence of Monetary Policy Across the Income Distribution»; en *IIES*, Stockholm University, mimeo.
- BRUEGEL INSTITUTE (2020): *The fiscal response to the economic fallout from the coronavirus*. Disponible en: <https://www.bruegel.org/dataset/fiscal-response-economic-fallout-coronavirus>
- CABALLERO, R. y SIMSEK, A. (2023): «A Note on Temporary Supply Shocks with Aggregate Demand Inertia»; en *American Economic Review: Insights*, 5(2); pp. 241-258. Disponible en: <https://1257/aeri.20220109>
- DE GRAUWE, P. y POLAN, M. (2005): «Is Inflation Always and Everywhere a Monetary Phenomenon?»; en *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 107, No 2; pp. 239-259.
- DÍAZ, A. (2020a): «Common Fiscal Capacity Is Needed to Strengthen Risk Sharing»; en *Intereconomics: Review of European Economic Policy*, Springer; ZBW - Leibniz Information Centre for Economics; Centre for European Policy Studies (CEPS), vol. 55(4); pp. 215-219.
- DÍAZ, A. (2022b): «Pactos de la Moncloa 2.0»; en *Tribuna en El País*, 19 de agosto de 2022. Disponible en: [https://elpais.com/opinion/2022-08-19/pactos-de-la-moncloa-20.html?ssm=TW\\_CC](https://elpais.com/opinion/2022-08-19/pactos-de-la-moncloa-20.html?ssm=TW_CC)
- DÍAZ, A.; DOLADO, J. J.; JÁÑEZ, A. y WELLSCHMIED, F. (2023): «Labor Reallocation Effects of Furlough Schemes: Evidence from Two Recessions in Spain»; en *ICAE-Universidad Complutense de Madrid*, mimeo.
- EECKHOUT, J. (2021): *The Profit Paradox. How Thriving Firms Threaten the Future of Work*. Princeton University Press.

- ESTRADA, A. (2023): «El Banco de España eleva los colchones de capital a los bancos sistémicos»; en *Blog del Banco de España*, 29 de septiembre de 2023. Disponible en: <https://www.bde.es/wbe/es/noticias-eventos/blog/el-banco-de-espana-eleva-los-colchones-de-capital-a-los-bancos-sistemicos.html>
- FIRST, M. y HAO, O. (2023): «Demand vs. Supply Decomposition of Inflation: Cross-Country Evidence with Applications»; en *IMF Working Papers*, 2023/205. Disponible en: <https://ideas.repec.org/p/imf/imfwpa/2023-205.html>
- GAGLIARDONE, L.; GERTLER, M.; LENZU, S., y TIELENS, J. (2023): «Anatomy of the Phillips Curve: Micro Evidence and Macro Implications»; en *NBER Working Papers*, 31382. Disponible en: <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/31382.html>
- GALÍ, J. y GAMBETTI, L. (2019): «Has the U.S. Wage Phillips Curve Flattened? A Semi-Structural Exploration»; en *NBER Working Papers*, 25476. Disponible en: <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/25476.html>
- GOPINATH, G. (2023): «Three Uncomfortable Truths for Monetary Policy»; International Monetary Fund, ponencia para el *ECB Forum on Central Banking*, junio 2023. Disponible en: [https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/ecbforum/shared/pdf/2023/Gopinath\\_speech.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/ecbforum/shared/pdf/2023/Gopinath_speech.pdf)
- GUERRIERI, V.; LORENZONI, G.; STRAUB, L., y WERNING, I. (2021): *Monetary Policy in Times of Structural Reallocation*. MIT mimeo.
- KHAN, L. M. (2017): «Amazon Antitrust's Paradox»; en *The Yale Law Journal*, Vol. 126(3). Disponible en: <https://www.yalelawjournal.org/note/amazons-antitrust-paradox>
- GUIDO, G. y WERNING, I. (2023a): «Inflation is Conflict»; en *NBER Working Papers*, 31099. Disponible en: <https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/31099.html>
- GUIDO, G. y WERNING, I. (2023b): *Wage Price Spirals*. MIT mimeo. Disponible en: <https://economics.mit.edu/sites/default/files/inline-files/WagePriceSpirals.pdf>
- PENEVA, E. V. y RUDD, J. B. (2017): «The Passthrough of Labor Costs to Price Inflation»; en *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 49(8); pp. 1777-1802. Disponible en: <https://ideas.repec.org/a/wly/jmoncb/v49y2017i8p1777-1802.html>
- PHILLIPS, A. W. (1958): «The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957»; en *Economica*, 25(100); pp. 283-299. Disponible en: <https://doi.org/10.2307/2550759>
- RODRÍGUEZ MENDIZÁBAL, H. (2023a): «‘KNAB YELLAV NOCILIS’: El mundo al revés de la política prudencia»; en blog *Nada es Gratis*, 22 de marzo de 2023. Disponible en: <https://nadaesgratis.es/hugo-rodriguez/knab-yellav-nocilis-el-mundo-al-reves-de-la-politica-prudencial>

- RODRÍGUEZ MENDIZÁBAL, H. (2023b): «¡Más madera! ¡Es la guerra! (contra la inflación)»; en blog *Nada es Gratis*, 30 de junio de 2023. Disponible en: <https://nadaesgratis.es/hugo-rodriguez/mas-madera-es-la-guerra-contra-la-inflacion>
- SAMUELSON, P. A. y SOLOW, R. M. (1960): «Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy»; en *The American Economic Review*, 50, no. 2 (1960); pp. 177-94. Disponible en: <http://www.jstor.org/stable/1815021>
- SIENA, D. y ZAGO, R. (2021): «Job Polarization and the Flattening of the Price Phillips Curve»; en *Banque de France Working Paper*, No. 819. Disponible en: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3871002>
- SANTORO, S. y VIVIANO, E. (2022): «Optimal trend inflation, misallocation and the pass-through of labour costs to prices»; en *Working Paper Series*, 2761; European Central Bank. Disponible en: <https://ideas.repec.org/p/ecb/ecbwps/20222761.html>
- SARGENT, T. J. y WALLACE, N. (1981): «Some unpleasant monetarist arithmetic»; en *Quarterly Review, Federal Reserve Bank of Minneapolis*, vol. 5(Fall). Disponible en: <https://ideas.repec.org/a/fip/fedmqr/y1981ifallnv.5no.3.html>
- SCHNABEL, I. (2023): «Money and Inflation»; conferencia Thünen en la *Conferencia Anual de la Verein für Socialpolitik*. Disponible en: [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230925\\_1-7ad8ef22e2.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230925_1-7ad8ef22e2.en.html)
- WEBER I. M., y WASNER, E. (2023): «Sellers' inflation, profits and conflict: why can large firms hike prices in an emergency?»; en *Review of Keynesian Economics*, Vol. 11 No. 2, Summer 2023.



# INFLACIÓN, REDISTRIBUCIÓN Y LA POLÍTICA MONETARIA<sup>1</sup>

*Laurentiu Guinea*

Universidad Carlos III de Madrid e ICAE

*Luis A. Puch*

ICAE, Universidad Complutense de Madrid

*Kamal Romero*

Universidad de Castilla - La Mancha e ICAE

## Resumen

En el artículo se examinan los efectos distributivos de la inflación. La respuesta de la política monetaria a la inflación puede en parte compensar algunos de esos efectos distributivos, pero también puede amplificarlos. De especial relevancia para estos procesos es el marco institucional del mercado hipotecario. En primer lugar, se revisa brevemente el contexto macroeconómico de la Gran Inflación y sus principales consecuencias. A continuación, se discuten los fundamentos de la respuesta de la política monetaria actual en este contexto. Con estos antecedentes se pasa a analizar en detalle los efectos redistributivos de la política monetaria, así como las condiciones para su transmisión a través del mercado hipotecario. El conocimiento preciso de la posición financiera de los hogares y de las empresas es imprescindible para la comprensión de todos estos procesos.

## Abstract

*This article examines the distributive effects of inflation. The monetary policy response to inflation can partly offset some of these distributive effects, but it can also amplify them. Of particular relevance to these processes is the institutional framework of the mortgage market. Firstly, the macroeconomic context of the Big Inflation and its main consequences are briefly reviewed. Next, the fundamentals of the monetary policy response in this context are discussed. With this background, we analyse in detail the redistributive effects of monetary policy along with the conditions for its transmission through the mortgage market. A precise knowledge of the financial position of both the households and the businesses is needed for a proper understanding of all these processes.*

## 1. La Gran Inflación

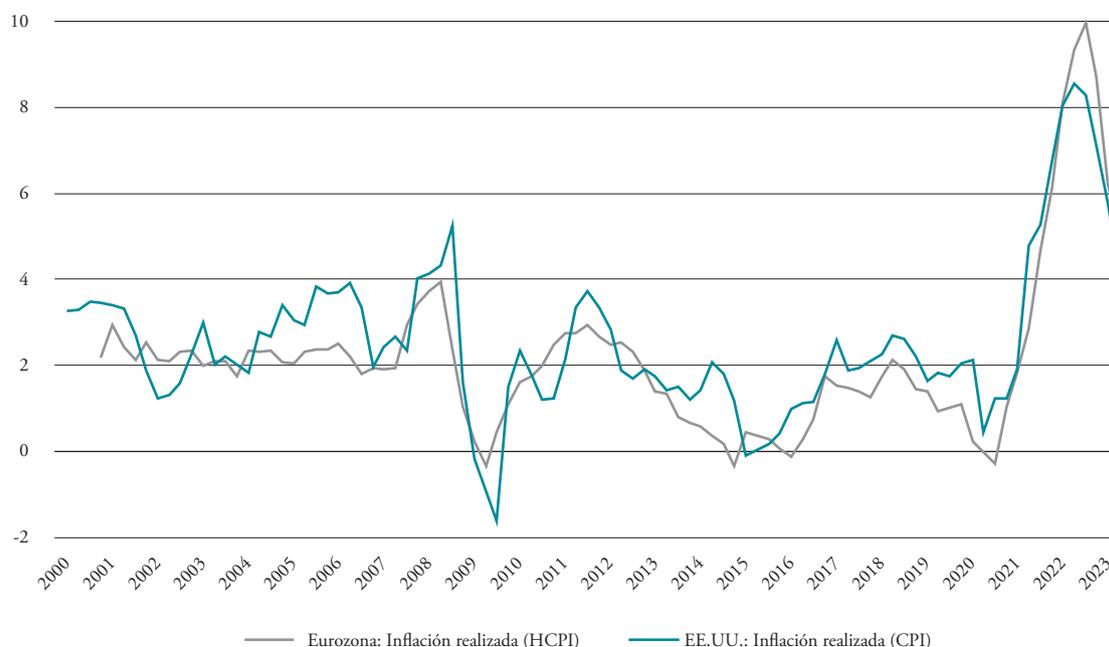
Los países de la OCDE han mostrado importantes tensiones inflacionistas desde el verano de 2021. El Gráfico 1 muestra la medida de inflación que define la serie trimestral de tasas de crecimiento interanual del índice de precios de referencia para Europa (*Harmonized Index of Consumer Prices*, HICP) y EE. UU. (*Consumer Price Index All Urban Consumers*, CPIAUC). Después de años de fluctuaciones de la inflación alrededor de una tasa del 2 %: el objetivo por antonomasia para los bancos centrales —aunque en realidad algo menos que eso desde la salida de la Gran Recesión, especialmente para el área del euro—, en muy poco tiempo hemos

<sup>1</sup> Este capítulo es una versión revisada y extendida de nuestro *post* «Tipos Altos», publicado en el *blog Nada es Gratis* el pasado mes de mayo (Guinea y Puch, 2023). Agradecemos los comentarios de nuestros colaboradores y lectores en el *blog*, y en particular, los de Antonia Díaz, Hugo Rodríguez y Jesús Ruiz, así como la invitación y sugerencias del editor Manuel A. Hidalgo para contribuir a este volumen.

observado cómo la inflación alcanzaba cifras de dos dígitos. La inflación empobrece a corto plazo porque reduce el valor real de la renta y la riqueza. Si es persistente, además, tenderá a incorporarse a los costes de producción de manera generalizada, y también a los salarios, en lo que se conocen como efectos de segunda ronda. La amplificación y volatilidad de dichos efectos puede acabar dando lugar a una espiral inflacionista que induzca inestabilidad económica y con ello menor crecimiento, con sus consiguientes efectos negativos para la cohesión social.

Todo apunta a que en el origen de dichas tensiones en Europa están los preparativos de la invasión de Ucrania por parte de Putin y la consiguiente crisis energética posterior, por no mencionar su rastro de muerte y destrucción. Mientras, en EE. UU., el origen de la *Gran Inflación* parece estar más bien en las políticas monetarias y fiscales expansivas llevadas a cabo desde la Gran Recesión, que alcanzan su máximo en el combate frente a la pandemia de la covid-19. La gestión de las políticas monetarias y fiscales en Europa también añade tensiones sin duda, pero quizá menos que en EE. UU. Finalmente, la economía de tiempos de pandemia, con las consiguientes interrupciones en la cadena de suministro, aporta una tercera dimensión a los procesos inflacionarios de los últimos años. En definitiva, políticas monetarias y fiscales laxas, crisis energética y interrupciones de oferta han impulsado una inflación rampante desde mediados del año 2021. La anatomía de estos procesos se trata en otros capítulos de este volumen (ver Hidalgo), por lo que no abundaremos sobre ello. En su lugar, nos centramos en este capítulo en los efectos distributivos de la inflación, y en las consecuencias sobre dichos efectos distributivos de la respuesta de la política monetaria. Para ello no podemos perder de vista que nos enfrentamos a un escenario nuevo que, aunque comparte características con las crisis de los 70, como es la combinación del *shock* energético con ciertos excesos de política fiscal y monetaria, incorpora ahora el ingrediente de la pandemia que está en parte en el origen de las políticas expansivas, pero también en el centro de las interrupciones de oferta y de muchos cambios en el grado de competencia en los mercados internacionales. Además, el entorno tecnológico y el contexto global son muy distintos. Por muchas razones, por tanto, las lecciones de entonces solo aplican en una pequeña medida. Eso sí, hoy deberíamos estar equipados con herramientas de política mucho más eficaces para combatir la inflación.

Es bien sabido que la inflación daña a los tenedores de dinero, y a los trabajadores y otros perceptores de rentas que no crecen con la inflación. Por el contrario, una mayor inflación beneficia a los deudores cuyas rentas sí crecen con la inflación. En estos casos, el tamaño real de las deudas (deuda nominal deflactada) decrece, y estas serán tanto más fáciles de pagar cuanto mayor sea el aumento por encima de la inflación de los ingresos que se reciban. Los gobiernos típicamente estarán en este tipo de posición favorable, tanto respecto a su *stock* deuda (lo que perjudica a sus acreedores), como a sus flujos de recaudación (los ingresos nominales crecen con la inflación). Eso sí, con la mayor inflación los gobiernos previsiblemente se enfrentarán a medio plazo a costes mayores de refinanciación de la deuda soberana existente (lo que favorece a los nuevos acreedores).

**Gráfico 1. Inflación interanual medida por el IPC**

*Nota:* Inflación interanual medida por el IPC. CPIAUC en EE. UU. corresponde al encarecimiento de la cesta de consumidores en áreas urbanas (*all urban consumers, AUC*) HICP corresponde al IPC armonizado que reporta Eurostat.

*Fuente:* Elaboración propia a partir del BLS y Eurostat, extraído de Guinea, Ruiz, Pérez y Puch (2022).

El hecho de que la inflación sorprenda o no a los agentes es importante para la posición relativa de ganadores y perdedores. Unas expectativas de inflación estables refuerzan las señales de precios y el buen funcionamiento de los mercados. A la vez, sin embargo, tras años de estabilidad, es posible que las sorpresas de inflación tengan consecuencias dolorosas para hogares y empresas que se hubieran vinculado a proyectos de largo plazo (asunción de deudas, jubilaciones anticipadas, ciertas inversiones...) acordes a tiempos de tasas de inflación bajas. La situación empeora si esos mismos agentes se ven sorprendidos además por una respuesta de política monetaria brusca y acentuada en forma de subidas de tipos de interés. Es importante saber también si las tensiones inflacionistas acaban incorporándose a las expectativas de inflación de los agentes, añadiendo mayor inestabilidad. Y es que precisamente las subidas de tipos de interés, junto a otras acciones de política monetaria, tienen por objetivo en gran medida *anclar las expectativas* al objetivo de inflación de largo plazo del banco central, lo que no siempre se consigue.

En cualquier caso, el principio de actuación para la autoridad monetaria es siempre que los beneficios a largo plazo más que compensen los costes a corto plazo (Hernández de Cos, 2023). Sin embargo, este principio no representa una *patente de corso* para actuar sin tener en cuenta los efectos distributivos de la inflación y de las acciones de política monetaria, así como las consecuencias económicas de posibles circunstancias inesperadas. Concretamente, los tipos

variables indexados a uno de referencia protegen a los acreedores de la inflación, sí, pero pueden a la vez infligir un castigo excesivo a muchos deudores. Un castigo excesivo, diríamos, es difícil de justificar cuando además se recibe más por los avatares de la política monetaria frente a *shocks* extraordinarios (pandemia, guerra en Europa, esclerótica transición energética...), que por el resultado de la combinación de equilibrio e incentivos inadecuados para la economía en el medio plazo. Podemos aceptar que la política monetaria restrictiva pueda llegar a comprometer el crecimiento económico a nivel agregado, pero no tiene mucho sentido que lo haga comprometiendo las finanzas de los agentes equivocados (es decir, de manera no deseada y como resultado de sorpresas de inflación), especialmente si es que la política monetaria resulta ser en última instancia inefectiva a lo largo del proceso. Vamos a verlo.

## 2. La respuesta de la política monetaria

El pasado jueves 4 de mayo, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) acordaba una de las muchas subidas de sus tipos de interés de referencia a lo largo de estos meses.<sup>2</sup> Como en tantas otras ocasiones en el último año, el acuerdo fue de subir tipos en 25 puntos básicos (p.b.). Concretamente, en ese momento, el tipo principal de refinanciación (al sistema bancario) se situó en el 3,75 % (y los *overnight*, de crédito y de depósito, en el 4 % y el 3,25, % respectivamente). Los detalles de la conferencia de prensa pueden verse en el canal de YouTube del BCE (*ECB Governing Council Press Conference*, 04 de mayo de 2023). Nada muy nuevo, salvo quizá las noticias sobre cómo avanzaba la crisis bancaria en EE. UU. y sobre el estado de alerta ante cualquier posibilidad de contagio financiero.

¿Por qué elegimos entonces esa fecha en particular? Resulta que entre los jugosos detalles que pueden extraerse de las intervenciones de la presidenta Lagarde y el vicepresidente de Guindos ese día, hubo una frase de la presidenta del BCE que nos parece terrible: «Desafortunadamente esto [la creciente carga de intereses que están soportando los hogares en sus hipotecas] es algo que no podemos aliviar». La presidenta realizó dicha afirmación en respuesta a una pregunta en el minuto 45 de la mencionada rueda de prensa. ¿Que por qué decimos que la respuesta nos parece terrible? Pues porque quizá desde el BCE se podía haber tenido más presente un reciente artículo de Campbell, Clara y Cocco (2021) en el *Journal of Finance*:

«[...] Consideramos el caso de un tipo de interés hipotecario flexible, que permita a los deudores pagar solo intereses extendiendo el plazo de los préstamos durante los periodos de crisis económica. Esta opción estabiliza el consumo agregado a lo largo del ciclo económico, traslada los posibles impagos a la fase expansiva del ciclo e incrementa el bienestar. Las propiedades cíclicas de estos contratos hipotecarios son atractivas para bancos aversos al riesgo, por lo que pueden ofrecerse a un coste relativamente bajo». (Extraemos y traducimos aquí del *abstract* del mencionado artículo).

<sup>2</sup> Una descripción sencilla de las características de los tipos de referencia que aplica el BCE puede encontrarse aquí: [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_ecb\\_interest\\_rates/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html)

Es decir, lo que apuntan estos autores es que a la hora de mitigar los efectos de la política monetaria restrictiva sobre los hogares (y pymes) endeudados a tipos variables, siempre se puede tener presente alguna versión del principio de la compra con derecho a alquiler. Dicho principio, en el límite, consiste en pagar solo los intereses, sin amortizar principal, extendiendo correspondientemente el plazo de los préstamos, y debería ser una alternativa disponible como una opción en el mercado hipotecario que el sistema bancario pudiera acomodar sin dificultades. Desde luego, y muy al contrario de la respuesta de la presidenta Lagarde, nos parece que sí importa el modo en el que se alivia la carga financiera de los deudores ante los avatares de la política monetaria, que es asunto bien distinto de su propio riesgo individual no asegurable. Se podía alegar en ese momento que aún no estábamos en recesión o que los tipos de interés no eran tan altos todavía; pero, ¿por qué la estrategia de respuesta a la Campbell *et al.* nos parece superior a la de Mme. Lagarde el 4 de mayo? Dos ideas: los efectos redistributivos de la política monetaria y la importancia del mercado hipotecario en su transmisión.

Antes de revisar estas ideas conviene apuntar que, unos meses después, el tipo de intervención del BCE se sitúa ya en el 4,5 %, y esto a pesar de que el euríbor, uno de los principales mecanismos de transmisión de las subidas de tipos, lleva básicamente plano desde la quiebra de *Silicon Valley Bank* (SVB; luego más sobre este asunto). ¿Esto por qué? ¿Para qué sirven las subidas de tipos entonces? ¿Quizá para inyectar aún más recursos a los bancos, como señala De Grauwe y Ji (2023)<sup>3</sup>? Y esto, ¿a pesar de que de lo que se trataba era de drenar liquidez? Demasiadas preguntas que no admiten patente de corso alguna si es que lo que se espera de hogares y pymes es un grado elevado de confianza en la autoridad monetaria.

### 3. Los efectos redistributivos de la política monetaria

En Díaz y Puch (2022) habíamos llamado la atención sobre los efectos redistributivos de la política monetaria. Lo hacíamos para referirnos a la oportunidad de los impuestos extraordinarios pospandemia (ver también Díaz y Puch, 2020, y de la Fuente *et al.*, 2020). El argumento es que al no subir los impuestos a las personas y empresas con más recursos tras la crisis de la covid-19, el gasto público antipandemia se estaba financiando en parte con un impuesto regresivo: la inflación. Inflación que se combate a su vez con subidas de tipos de interés también regresivas. Para empeorar aún más las cosas, no se está ingresando el señoreaje generado por la inflación porque los bancos centrales de la zona euro están teniendo pérdidas por las razones que se discuten en detalle en Rodríguez-Mendizábal (2023).

La respuesta de Lagarde en mayo pasado induce a cualquier economista a pensar en los efectos redistributivos de la política monetaria (Nakajima, 2015). En EE. UU., el mandato de la Reserva Federal es triple: maximizar el empleo, estabilizar los precios y moderar los tipos de interés a largo plazo. Imitar a la *Fed* es difícil para el BCE en ausencia de unión fiscal y

<sup>3</sup> La abundancia de reservas bancarias resultado de las compras masivas de deuda pública hace que la única vía para la política monetaria de influir en los tipos de interés sea aumentando la remuneración de los depósitos en el banco central.

bancaria. Si añadimos a esto la heterogeneidad financiera entre los 20 Estados miembros de la eurozona, todo se complica aún más. En este contexto, una consecuencia inevitable de la política monetaria, como de cualquier política económica que no discrimina entre agentes, es redistribuir renta y riqueza de manera no deseada. ¿Cómo ignorarlo? Es claro que los hogares difieren en sus activos y su endeudamiento, como difieren en su renta y en su vulnerabilidad al desempleo. La política monetaria afecta a todos estos elementos de distinta manera con consecuencias distributivas. Es posible que las ganancias de la estabilización de precios excedan los costes asociados a los efectos distributivos (a esto también se refiere indirectamente Lagarde, *fair enough*). Se podría pensar incluso que a lo largo del ciclo económico las ganancias para unos agentes en periodo expansivo se compensan con pérdidas para esos mismos agentes en periodo recesivo, y viceversa para los agentes al otro lado del mercado de crédito. Sin embargo, el ciclo económico es asimétrico. Se caracteriza por expansiones prolongadas y suaves, a la vez que por recesiones breves y abruptas. Ahora mismo, además, no sabemos muy bien si subimos o bajamos, la verdad, por la covid-19 y la guerra de Putin, sus consecuencias, y las políticas económicas que se han llevado a cabo desde 2020. Tampoco los efectos distributivos son los mismos en los distintos países de la eurozona, ni la política monetaria se transmite de igual manera. Creemos que conviene tener todo esto en cuenta en la respuesta a las preguntas del público sobre los efectos de la política monetaria. Quizá, con una referencia a que la política fiscal se ocupará de los perdedores, y con ello quizá de paso, reconocer que se está combatiendo la inflación sin apuntar a lo que se hace en «la puerta de al lado»: los Tesoros de los Estados miembros. ¿Acaso ha llegado ya el momento de la política fiscal restrictiva?

La política monetaria tiene en efecto consecuencias redistributivas a través de sus efectos sobre la inflación y la renta. Por el lado de la renta, la política monetaria puede tener efectos sobre la actividad económica y el empleo, y con ello, sobre el riesgo de desempleo y los salarios de distintos trabajadores. A nivel macro, el impacto de la política monetaria restrictiva del BCE puede por ejemplo incluso llegar a dañar las perspectivas de los inversores internacionales sobre el conjunto de las economías europeas, y con ello inducir una depreciación del euro frente al dólar a pesar de la subida de tipos. Esa depreciación tendría como resultado incrementar los costes por importaciones (especialmente energéticas) de las empresas, y posiblemente inducir una recesión con más inflación. A nivel micro, por su parte, los cambios en los tipos de interés afectan a la renta financiera. Cuando suben los tipos de interés, como ahora, los hogares ahorradores más ricos tenderán a aumentar su renta, mientras que la renta de los que menos tienen disminuirá cuando se enfrenten a un mayor coste financiero. La composición de la cartera y su estructura temporal determinan el signo y el tamaño de los efectos distributivos de la inflación, que como vamos a ver tienen en muchos casos a sus víctimas entre las rentas medias y los jóvenes.

**Tabla 1. Ratios deuda sobre renta bruta y riqueza bruta por franja de edad y distintos niveles de renta**

Edad	2017		2020	
	Deuda / Renta anual	Deuda / Riqueza bruta	Deuda / Renta anual	Deuda / Riqueza bruta
<b>Todos los niveles de renta</b>				
≤35	1,7	0,75	0,79	0,47
36-45	1,96	0,43	1,8	0,43
46-55	1,16	0,21	1,04	0,27
56-65	0,55	0,11	0,67	0,13
66-75	0,31	0,06	0,34	0,06
>75	0,15	0,02	0,12	0,02
<b>20 % de renta más baja pobres</b>				
≤35	1,5	0,79	0,19	0,5
36-45	2	0,51	0,81	0,32
46-55	1,34	0,33	1,3	0,4
56-65	0,93	0,13	1,72	0,16
66-75	0,23	0,09	0,35	0,17
>75	0,12	0,03	0,13	0,01
<b>Clase media (percentil 70 %)</b>				
≤35	1,82	0,77	1,45	0,6
36-45	2,17	0,47	2,12	0,49
46-55	1,34	0,23	0,96	0,33
56-65	0,57	0,11	0,64	0,14
66-75	0,25	0,05	0,25	0,06
>75	0,15	0,02	0,15	0,02
<b>10 % de renta más alta (ricos)</b>				
≤35	0,87	0,5	2,02	0,58
36-45	1,23	0,28	1,3	0,29
46-55	1,06	0,18	0,91	0,17
56-65	0,27	0,06	0,46	0,07
66-75	0,65	0,1	0,4	0,08
>75	0,18	0,01	0,01	0

*Nota:* Se reporta el estadístico «mediana» de cada una de las distribuciones de los ratios correspondientes a los hogares de la EFF 2017 y 2020. Para el cálculo de los estadísticos se ha utilizado la herramienta al efecto que proporciona el Banco de España. Deuda es el valor de las deudas pendientes. Riqueza bruta son activos reales y financieros.

La Tabla 1 ilustra acerca de la posición financiera de las familias por niveles de renta y franja de edad (del principal perceptor de rentas) de acuerdo con los datos de la *Encuesta Financiera de las Familias* (EFF) del Banco de España en 2020 y en 2017.<sup>4</sup> En el panel supe-

<sup>4</sup> Para los niveles y para ratios alternativos se puede consultar Banco de España, EFF (2022), que corresponde a la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2020, publicada en el año 2022. Aquí seguimos en parte a Doepke y Schneider (2006). Para detalles de las distribuciones para cada franja de edad puede verse Romero (2023).

rior se resume la información para el conjunto de los individuos en la encuesta. Los paneles inferiores recogen la información correspondiente para el 20 % más bajo de los niveles de renta, la clase media (el percentil 70 %), y los niveles de renta en el 10 % más alto. Se utiliza la mediana de la distribución de las ratios seleccionadas como estadístico representativo de cada ventana, tanto para las ratios deuda-renta bruta como deuda riqueza-bruta. Lo importante aquí no son tanto los niveles de las ratios (el nivel de este estadístico puede variar mucho de ola a ola de la encuesta), como la comparación entre ellos a medida que nos movemos entre paneles de renta por franja de edad. En primer lugar, si nos centramos en la EFF de 2020 para el conjunto de la población, el hogar representativo en la franja de 36-45 años soporta niveles de deuda sobre renta bruta que más que duplican los de los más jóvenes (35 años o menos) y que casi duplican los de la franja de edad posterior, 46-55 años. En términos de su riqueza bruta, por el contrario, la deuda de los más jóvenes ( $\leq 35$ ) se aproxima a los niveles de la franja siguiente (36-45), y se va reduciendo a la mitad en cada franja de edad posterior. Estos resultados ponen de manifiesto que es en los hogares en formación (35 o menos años) y en consolidación (36-45) en los que cabe esperar se soporte un mayor servicio de intereses respecto a su renta y, por tanto, sobre los que cabe esperar que recaiga buena parte del ajuste restrictivo que induce la política monetaria a través de la subida de los tipos de intervención. Conviene tener presente que este ajuste viene a compensar el esfuerzo fiscal y monetario expansivo que ha sido necesario durante la pandemia y después. El ajuste recae tanto más sobre los hogares jóvenes endeudados, cuanto más se apela a la política monetaria restrictiva y menos a la política fiscal restrictiva, es decir, al posible aumento de impuestos a las rentas altas o al recorte de gasto público donde corresponda, que incluso podría afectar a otros: funcionarios y pensionistas, enfermos y dependientes, etc.

Si examinamos los resultados anteriores (de nuevo, EFF 2020) por niveles de renta, son los jóvenes ( $\leq 35$ ) los que soportan una ratio deuda-riqueza bruta por encima de la población en general (0,6, 0,58 y 0,5, frente a 0,47), en todos los casos recogidos en la Tabla 1. Conviene destacar, sin embargo, que los hogares jóvenes de renta baja soportan endeudamientos relativamente elevados sobre su riqueza, pero para niveles muy moderados (0,19) de deuda sobre renta bruta (ojo, de nuevo, que es la mediana: ver Romero (2023) para el detalle de cambios en la distribución). En el otro extremo de la ratio deuda-renta bruta se encuentran los hogares jóvenes en el 10 % más alto de la distribución de renta, con una ratio deuda-renta (2,02) particularmente alto. Son los más ricos, en todo caso, los que más deprisa corrigen sus niveles de endeudamiento con la edad, tanto en términos relativos a su renta como en términos de su riqueza bruta. Por último, resulta llamativo cómo los niveles más altos de deuda sobre renta-bruta se observan en los hogares en fase de formación y consolidación de clase media (1,45, y sobre todo 2,12, frente a 0,79 y 1,8 en el conjunto de la población). Es en este sentido en el que, no solo los hogares jóvenes y de clase media endeudados a tipos variables —cerca del 60 % para los de 35 o menos y del 80 % entre los de 46-55 de acuerdo con los datos de la EFF 2020— soportan el coste del ajuste frente a otros grupos de edad en otra posición financiera en España, es que además lo hacen en condiciones relativamente más exigentes para su renta que otros hogares endeudados más acomodados. Es decir, a la vista de estos estadísticos, no

parece adecuado despreocuparse pensando que el coste de las subidas de tipos de interés recae fundamentalmente sobre los más acomodados entre los hogares endeudados.

Si comparamos con la EFF 2017 hay que llamar la atención, en primer lugar, sobre los importantes cambios en los estadísticos «mediana» de las distribuciones de las ratios respecto a los que se reportan en la EFF 2020. Este resultado es el esperado, puesto que el periodo transcurrido entre 2017 y 2019 combina en España el proceso de reducción de los niveles de apalancamiento de los hogares desde la crisis financiera con el ciclo expansivo en los niveles de renta y riqueza bruta. Todo ello, además, combinado con el ahorro acumulado durante el confinamiento en 2020. Este patrón de mejora de la posición financiera se observa para los hogares de mediana edad y jóvenes, y más para la clase media y las rentas más bajas. Con esta salvedad importante, las principales conclusiones que se han comentado sobre la EFF de 2020 son consistentes con lo observado en la EFF 2017. Solo por matizar, en 2017 los jóvenes de 35 o menos años se parecían más en deuda sobre renta bruta a los de 36-45 que lo que se observa en la EFF de 2020, pero su deuda representaba entonces una proporción mayor de su riqueza bruta. Por otro lado, los jóvenes de renta alta estaban en 2017 menos endeudados respecto a su renta que en 2020, mientras que los de renta baja o media lo estaban igual o más, como en 2020. Por último, se mantiene la observación en cuanto a que son los ricos los que más de prisa corrigen sus ratios deuda-renta y deuda-riqueza con la edad.

En definitiva, a la vista de esta descripción de la posición financiera para el conjunto de los hogares por franja de edad y niveles de renta: ¿qué hogares están en una posición financiera más vulnerable en caso de estar endeudados a tipos variables indexados al euríbor? ¿Para qué hogares endeudados el impacto de la subida de tipos de interés puede ser más persistente a lo largo de su ciclo vital? Son preguntas que la autoridad monetaria debería estar interesada en contestar, y tener la respuesta presente cuando se le pregunta por la carga de intereses que están soportando los agentes en este momento. El ajuste que induce la política monetaria restrictiva recae sobre algunos hogares endeudados, sí, pero desde luego también hasta el momento mucho más que sobre funcionarios o pensionistas, o sobre las rentas altas vía impuestos. La Tabla 1 sugiere, además, que la subida de tipos daña también relativamente más a los hogares jóvenes y de clase media endeudados a tipos de interés variables, y lo hace de una manera más persistente que para los hogares acomodados.

## 4. Las expectativas de inflación

Una cuestión relacionada e importante respecto a las posibles víctimas es en qué medida la inflación nos sorprende (la política monetaria se supone que se encarga de que no lo haga). El Gráfico 2 representa la inflación realizada, y la expectativa de inflación a un año como se recoge en el *Survey of Professional Forecasters del Federal Reserve Bank of Philadelphia* y en el *ECB Survey of Professional Forecasters (SPF)*, para EE. UU. y el área del euro, respectivamente. Los gráficos sugieren que ni en EE. UU. ni en Europa ha sido fácil anticipar este episodio inflacionario. Esto es especialmente relevante en cuanto a las condiciones en las que los hogares han incurrido en deuda hipotecaria en los últimos años. Las hipotecas para adquisición de vivienda son la mayor razón de endeudamiento de los hogares, y los tipos de interés hipotecarios el principal canal de transmisión de la política monetaria a sus decisiones de consumo y ahorro. Dado el tamaño de la sorpresa de inflación (resultado en gran medida de la lucha frente a la pandemia y la guerra), no parece lo más adecuado culpar a los hogares por su exposición crediticia, y mucho menos sostener la efectividad de la política monetaria en la exposición crediticia de hogares de renta media y relativamente jóvenes como hemos visto, en muchos casos recién endeudados tras la pandemia.

Con las sorpresas de inflación podemos perder en términos nominales si somos prestamistas o si mantenemos activos más líquidos —como lo hacen las rentas bajas—, pero ganar si somos prestatarios puesto que el valor real de nuestra deuda cae. Y esto, incluso a la vez que es posible que el precio del activo que habíamos adquirido endeudándonos crezca con la inflación. Quizá por ello, en Europa, donde ha habido episodios de inflación más recurrentes que en EE. UU., y con el fin de ofrecer mayor protección frente a las sorpresas de inflación a los acreedores, han prevalecido los tipos de interés hipotecarios variables, frente a los fijos más comunes al otro lado del Atlántico.

En cualquier caso, hay muchos otros condicionantes históricos que han venido determinando a lo largo de los años que el marco institucional de los mercados hipotecarios sea tan heterogéneo entre los distintos países europeos. Todos estos condicionantes tienen consecuencias importantes en este momento para la transmisión de la política monetaria, la estabilidad financiera y el bienestar de los hogares, y nos sugieren la reflexión que proponemos a continuación sobre la elección de hipoteca.

**Gráfico 2. Inflación realizada y expectativas de inflación a un horizonte de un año en EE. UU. (arriba) y la eurozona (abajo)**



Fuente: Survey of Professional Forecasters del Federal Reserve Bank of Philadelphia para EE. UU. y ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) para la eurozona.

## 5. Elección de hipoteca y la política monetaria

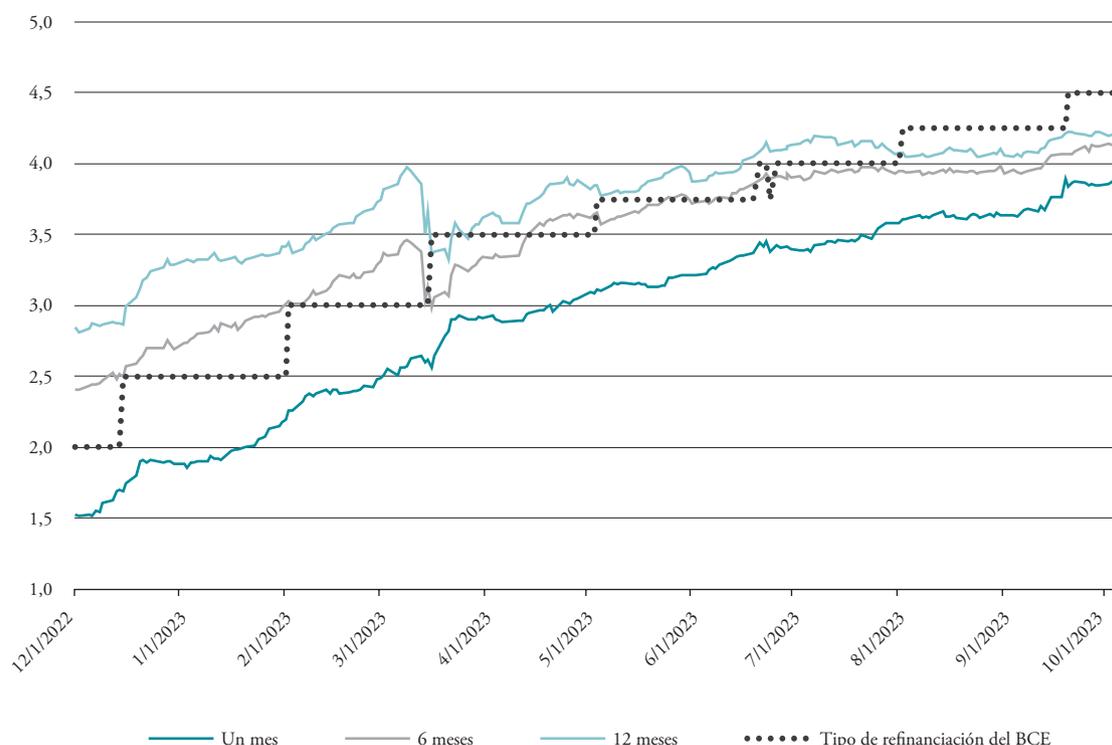
Casualmente, aquel mismo día 4 de mayo de la comparecencia de la presidencia del BCE, Markus Brunnermeier (Princeton) invitaba a su webinar *Markus' Academy*,<sup>5</sup> a John Campbell (Harvard) para debatir sobre la elección de hipoteca y la política monetaria. El punto central de la intervención del profesor Campbell gira en torno a la transmisión de la política monetaria a través de las distintas posibles estructuras del mercado hipotecario. En efecto, la principal diferencia es la prevalencia de los tipos de interés fijos frente a los tipos variables. Cuando suben los tipos de interés, los tipos de interés hipotecarios fijos favorecen a los hogares que contrataron sus hipotecas antes de la subida, pero los bancos sufren, especialmente si la competencia en el mercado les obliga a transmitir las subidas de tipos a sus depositantes. Si los balances de los bancos rebosan de activos de renta fija con poca cobertura frente al riesgo de duración (es decir, respecto a cuándo se recupera el dinero), y además andan cortos de capital con depositantes que huyen, surge la amenaza de quiebra —de nuevo, el caso de *Silicon Valley Bank* (Rodríguez-Mendizábal, 2023b)—. Esto restringe la oferta de crédito, lo que eleva aún más el tipo de interés al que se contratan las nuevas hipotecas. En este entorno, además de los bancos, son los nuevos entrantes las principales víctimas de la subida de tipos, especialmente si la refinanciación no es posible cuando los tipos vuelvan a bajar en el futuro. Ocurre de hecho que la refinanciación sí es una opción natural en las hipotecas en EE. UU. En todo caso, es una opción que se usa más por los deudores hipotecarios más sofisticados financieramente, lo que empeora la desigualdad.

Pero es que, además, en un entorno con tipos de interés hipotecario fijos, los que tienen ya hipoteca a los tipos bajos antes del *shock*, no tienen incentivo para dejar su hipoteca y cambiar de casa. Los nuevos entrantes, por su parte, posponen su decisión de compra ante la subida de tipos. Es por esto que el mercado de la vivienda se estrecha y los precios de la vivienda suben. Así, la transmisión de la política monetaria se vuelve ineficaz para inducir una bajada en el precio de la vivienda, y con ello, el correspondiente ajuste en el precio de muchos activos. Es decir, la política monetaria es relativamente ineficaz para combatir la inflación a través del mercado de la vivienda.

Con tipos de interés hipotecarios variables (típicamente indexados al euríbor en Europa) son los hogares endeudados los que soportan el ajuste y también los nuevos entrantes, por lo que en conjunto la subida de tipos reduce la demanda de crédito hipotecario. Los intermediarios financieros y los prestamistas de partida, por el contrario, se ven protegidos frente a la inflación con los tipos variables, y en el caso de los bancos, tanto más cuanto mayor es su poder de mercado para eludir el traslado de la subida de tipos de interés a la remuneración de sus pasivos, lo que sostendría la oferta de crédito. El problema es que la situación en el mercado no favorece la rotación en el mercado de segunda mano (el que más viviendas aporta a las transacciones), lo que de nuevo restringe la oferta de vivienda, y puede contribuir al aumento de sus precios que estamos observando en España y, como en el caso de hipotecas a tipo fijo, desembocar también en más inflación.

<sup>5</sup> Disponible en: <https://www.youtube.com/watch?v=c9IY2nZEPq0>

**Gráfico 3. Evolución del euríbor diario a distintos plazos (1, 6 y 12 meses), junto al tipo de intervención del BCE (desde finales de 2022 hasta el 6/10/2023)**



*Fuente:* ECB y Bank of Finland por la serie diaria.

Conviene tener presente (Gráfico 3), que el euríbor ha estado prácticamente plano desde que alcanzó el 3,98 % el pasado 9 de marzo, justo antes de la quiebra de Silicon Valley Bank (SVB). La serie diaria ilustra bien cómo fue la remontada del euríbor a un año desde la fuerte corrección de marzo pasado y la posterior estabilización del mismo, en torno al 4 %. El Gráfico 3 ilustra también cómo en el proceso de evolución del euríbor han ido convergiendo las primas por plazo a los distintos plazos (1, 6 y 12 meses). En el momento de la crisis bancaria, el tipo de intervención del BCE venía de estar en el 3,25 % el 8 de febrero, para situarse en el 3,75 % el 22 de marzo tras la quiebra de SVB y los problemas en muchos otros bancos. Como ya hemos discutido, el tipo del BCE alcanzó el 4 % el pasado 4 de mayo, y desde el pasado 21 de septiembre está en el 4,5 %. A pesar de estos movimientos, el comportamiento plano del euríbor solo se ha visto alterado con la última subida de tipos del BCE. En ese momento, el euríbor reaccionó por fin, para distanciarse de la barrera del 4 % que llevaba rondando todo el verano, y situarse en esos días en el 4,2 % (aunque mientras escribimos estas líneas ya ha vuelto al 4,1 %). ¿Acaso el euríbor incorpora información sobre el nivel al que podría estabilizarse el tipo de intervención del BCE? ¿Cuánto tiempo habría que estar, quizá sin subidas, pero con tipos altos, para atajar la inflación rampante: «*too high for too long*», sin desestabilizar o provocar una recesión? Lo veremos pronto (o no). Por supuesto que el resultado dependerá

de la llegada de nuevos *shocks*. En este momento, sin embargo, es difícil saber si el euríbor está por debajo del tipo de descuento del Banco Central porque persiste el exceso de liquidez o porque la política monetaria restrictiva ya consiguió su objetivo de enfriar la demanda de crédito, pero sin ser capaz de mitigar la inflación de oferta.

La cuestión es que la reducción en la oferta y en la demanda de crédito pueden ir a favor del combate contra la inflación que han emprendido los bancos centrales, o no. Además, ese combate puede eventualmente arrastrar al conjunto de la economía a una crisis bancaria, o a una crisis para muchas familias y empresas, e incluso a más inflación por el estrechamiento de muchos otros mercados y el aumento de los costes financieros para las empresas. La pregunta es entonces si el mismo o parecido combate puede librarse de una manera más eficiente desde el punto de vista del funcionamiento del mercado hipotecario. La respuesta de Campbell y coautores es muy clara: sí, y el banco central tiene un papel importante que jugar en ello, lo que hace muy desafortunadas algunas respuestas de Mme. Lagarde.

Todo parecía indicar, al menos antes de la irrupción de los ataques de Hamás en territorio israelí (7/10/2023), que la posible evolución a la baja de las tasas de inflación, si es que se confirma, y la moderación de los potenciales riesgos inducidos de inestabilidad financiera, pueden hacer que los costes hipotecarios alcancen su techo en los próximos meses. Aún en ese caso, habrán de asumirse importantes esfuerzos financieros por parte de muchos hogares a lo largo de al menos seis meses o un año, en función de los plazos de las renovaciones de las cuotas hipotecarias. También por parte de muchas pymes. Podría ser el momento ideal para promover reformas (bien fundamentadas y graduales) en las características de los mercados hipotecarios tanto en Europa como en EE. UU., y hacia una configuración más acorde con el estado del conocimiento académico en la materia. El profesor Campbell ha destacado en el seminario al que nos hemos referido antes que los tipos variables tienen ventajas para la transmisión de la política monetaria, la estabilidad financiera, e incluso con las salvaguardas adecuadas, para los deudores hipotecarios. Se necesita que, si fuera el caso (cada vez estamos en mejores condiciones de identificar una recesión en tiempo real), se pongan en marcha los mecanismos de salvaguarda propuestos: periodos de carencia, portabilidad de los contratos, o incluso indexación a inflación, o a incrementos del valor de los activos; mecanismos que deberían estar especificados ex-ante en la firma de los contratos hipotecarios. Esto podría facilitar también las respuestas de los gestores de la política monetaria sobre su transmisión y sus efectos redistributivos ante condiciones que pueden ser muy cambiantes en los próximos años. Porque, en particular, como apunta el profesor Brunnermeier, una unión monetaria puede hacer aguas si sus mercados hipotecarios (y el poder de mercado de sus bancos) difieren demasiado entre los Estados miembros. El castigo injustificado a hogares y empresas, infravalorado en forma de daño colateral inevitable, destruye la confianza en la autoridad monetaria, y con ello, en otras muchas instituciones del Estado.

## 6. Conclusiones

El objetivo del capítulo ha sido poner de manifiesto el contraste entre cuestiones complejas y algunas respuestas simples. Cabe esperar que las decisiones sobre tipos de intervención (y más) estén bien fundamentadas, sin duda. Pero, desde luego, lo que no se puede es trivializar respecto a los ganadores y los perdedores de las decisiones de política monetaria. Por un lado, hay muchos efectos de equilibrio general que juegan en contra de la política monetaria restrictiva cuando el origen de la inflación es de oferta. La evidencia respecto al episodio reciente sitúa precisamente el origen de la inflación en el aumento de los precios relativos de muchas mercancías escasas y de precio volátil (energía y alimentos entre ellos; Lorenzoni y Werning, 2023). En cuanto a los efectos de equilibrio general, aquí nos hemos referido a la reducción de las ofertas de crédito y de vivienda. Ambos efectos de oferta arrastran a su vez incrementos en los precios en muchos activos. También nos hemos referido al efecto inflacionario de la depreciación del tipo de cambio cuando las subidas de tipos de interés inducen una caída en las inversiones reales desde el exterior, que resulta mayor que el efecto sobre el aumento en las compras de bonos domésticos. Mucho mejor que estrechar los mercados, sería ampliarlos con más competencia y menos incertidumbre, ámbitos en los que la política monetaria tiene mucho margen para contribuir.

Por otro lado, un castigo desproporcionado a deudores jóvenes y de clase media que se habían endeudado a tipos variables, y que se han visto sorprendidos por los avatares de la política monetaria, no es el tipo de redistribución que el público apoyaría naturalmente como respuesta a los desequilibrios macroeconómicos a los que nos enfrentamos. Menos aún si ello es ineficaz para combatir la inflación. Entre los deudores, la evidencia que hemos presentado sugiere que son los más ricos los que más deprisa corrigen sus niveles de endeudamiento con la edad, tanto en términos relativos a su renta como en términos de su riqueza bruta. Por el contrario, los hogares jóvenes y de clase media tenderían a soportar niveles elevados de endeudamiento de manera persistente si se enfrentan a incrementos bruscos en sus cuotas hipotecarias durante un tiempo prolongado. Si bien los cambios institucionales son siempre difíciles, seguro que hay mucho por mejorar en el funcionamiento y la armonización de los mercados hipotecarios en la eurozona para corregir efectos no deseados. La eficiencia en el mercado hipotecario favorece en gran medida el ahorro, la acumulación de capital y la movilidad laboral. El crédito hipotecario ya estuvo en el centro de la crisis de 2008. No nos podemos permitir que vuelva a estarlo por la presión que ejerce la transmisión de la política monetaria sobre los bancos o sobre los hogares y las pymes (tampoco por decisiones equivocadas de política de vivienda en este momento).

Por último, provocar una recesión sin ajuste fiscal solo puede reducir la inflación de manera transitoria. Una recesión inducida por una política monetaria restrictiva que sea ineficaz ante *shocks* de oferta traerá más deuda pública y privada a tipos de interés más elevados. Un empeoramiento fiscal traerá inevitablemente mayor inflación a largo plazo. La Unión Europea ha aprendido de los errores de la Gran Recesión y la crisis del euro y está poniendo los pilares para una acción coordinada y, en especial, para crear las bases de una fiscalidad común y sostenible, lo que redundará sin duda en una mejora institucional para España y todos los países de la Unión, pero también en mejores condiciones de actuación para la autoridad monetaria.

## Referencias bibliográficas

- BANCO DE ESPAÑA (2022): «Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2020: métodos, resultados y cambios desde 2017»; en *Artículos analíticos. Boletín Económico* 3/2022. Disponible en: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/22/T3/Fich/be2203-art21.pdf>
- CAMPBELL, J.; CLARA, N., y COCCO, J. (2021): «Structuring Mortgages for Macroeconomic Stability»; en *Journal of Finance*, 76(5); pp. 2525-2576.
- DE la FUENTE, A.; PUCH, L. A. *et al.* (2020): «The economic consequences of Covid in Spain and how to deal with them»; en *Applied Economic Analysis*, 29(85); pp. 90-104.
- DE GRAUWE, P. y JI, Y. (2023): «Towards monetary policies that do not subsidise banks»; en *CEPS Working Paper*, July. Disponible en: <https://www.ceps.eu/ceps-publications/towards-monetary-policies-that-do-not-subsidise-banks/>
- DÍAZ, A. y PUCH, L. A. (2020): «Economía de tiempos de pandemia»; en De la Fuente, A.; Jimeno, J. F., y Roldán, T. eds.: *La economía española en tiempos de pandemia*. Editorial Debate.
- DÍAZ, A. y PUCH, L. A. (2022): «¿Impuestos extraordinarios?»; en el diario *El País*, 7 de noviembre.
- DOEPKE, M. y SCHNEIDER, M. (2006): «Inflation and the redistribution of nominal wealth»; en *Journal of Political Economy*, 114(6); pp. 1069-1097.
- GUINEA, L. y PUCH, L. A. (2023): «Tipos altos»; en blog *Nada es Gratis*. Disponible en: <https://nadaesgratis.es/luis-puch/tipos-altos>
- GUINEA, L.; RUIZ, J.; PÉREZ, R., y L. PUCH, L. A. (2022): «Time-varying inflation target or time-varying Taylor rule parameters?»; en *Mimeo*.
- HERNÁNDEZ DE COS, P. (2023): «The costs of inflation warrant the firm monetary response. What lies ahead?»; en Blog *Banco de España*. Disponible en: <https://www.bde.es/wbe/en/noticias-eventos/blog/los-costes-de-la-inflacion-justifican-la-firme-respuesta-de-la-politica-monetaria.html>
- LORENZONI, G. y WERNING, I. (2023): «Wage Price Spirals»; en *Mimeo*.
- NAKAJIMA, M (2015): «The redistributive consequences of monetary policy»; en *Business Review, Federal Reserve Bank of Philadelphia*, 2nd Quarter.
- RODRÍGUEZ-MENDIZÁBAL, H. (2023a): «Puestos a hablar de impuestos»; en blog *Nada es Gratis*. Disponible en: <https://nadaesgratis.es/hugo-rodriguez/puestos-a-hablar-de-impuestos-sobre-la-banca>
- RODRÍGUEZ-MENDIZÁBAL, H. (2023b): «'Knab Yellav Nocilis' El mundo al revés de la política prudencial»; en blog *Nada es gratis*. Disponible en: <https://nadaesgratis.es/hugo-rodriguez/knab-yellav-nocilis-el-mundo-al-reves-de-la-politica-prudencial>
- ROMERO, K. (2023): «Sobre la evolución de la distribución de la posición financiera de las familias en España»; en *Mimeo*.



# LOS SUBSIDIOS A LOS COMBUSTIBLES EN EUROPA (Y EN ESPAÑA): ¿LUCHANDO CONTRA LA INFLACIÓN?

*Juan Luis Jiménez*

Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

## Resumen

La crisis energética tras la pandemia, que comenzó en 2021 y se agravó en 2022 con la invasión de Ucrania por parte de Rusia, trajo consigo una batería de instrumentos de intervención pública en buena parte de Europa, con el objetivo general de mitigar los negativos efectos que sobre los precios de la energía —principalmente gas, electricidad y combustibles— generó. En el caso de los combustibles, 17 países introdujeron medidas de política económica, de tres tipos: reducciones fiscales, subvenciones al consumo y establecimiento de un tope en los precios. Al mismo tiempo, 7 países no aplicaron medida alguna, lo que permite configurar un análisis de inferencia causal para estimar los efectos que, sobre los precios, pudieron tener tales medidas. De esta forma, un primer estudio, utilizando modelos de diferencia-en-diferencias, encuentra que, sobre todo en los países que aplicaron subsidio, los precios de los combustibles aumentaron, con lo que los productores se apropiaron en torno al 30 % de dichos subsidios.

## Abstract

*The post-pandemic energy crisis, which began in 2021 and worsened in 2022 with Russia's invasion of Ukraine, brought several public intervention in much of Europe, with the general aim of mitigating the negative effects on energy prices —mainly gas, electricity and fuels— that it generated. In the case of fuels, 17 countries introduced economic policy measures of three types: tax reductions, consumption subsidies and price caps. At the same time, 7 countries did not apply any measure, which allows us to set up a causal inference analysis to estimate the effects that such measures may have on prices. Thus, a first study, using difference-in-differences models, finds that, especially in the countries that applied subsidies, fuel prices increased, with producers appropriating about 30 % of these subsidies.*

## 1. Introducción

Dos grandes *shocks* tuvieron lugar en Europa, casi simultáneamente, durante el periodo 2021-2022: las políticas económicas expansivas aplicadas tras la pandemia mundial de la covid-19 y la invasión de Ucrania por parte de Rusia. Ambos tuvieron efectos inflacionistas en diferentes mercados, pero sobre todo en el de petróleo y gas, por el segundo motivo. De hecho, desde el 24 de febrero de 2022 (fecha de inicio de la invasión), el barril de Brent aumentó su precio hasta el mes de junio, donde alcanzó el máximo en años (117,15 dólares por barril el 8 de junio de 2022), lo que representa un aumento del 85,7 % en comparación con el año anterior (interanual), y del 39 % desde que comenzó la guerra.

Ante esta inestabilidad en los mercados energéticos internacionales, su afeción a los niveles de precios de los países fue inmediata, tanto directamente por el consumo de hidrocarburos, como indirectamente por cambios en precios de los productos que los utilizan como insumo.

De hecho y siguiendo datos de Eurostat, la tasa media de variación anual del IPC en el periodo febrero-diciembre de 2022 fue del 9,5 % en los 27 países de la Unión Europea (en adelante, UE), alcanzando medias máximas del 20,1 % y 19,4 % en Estonia y Lituania, respectivamente.

Con el objetivo de controlar la inflación y evitar las repercusiones económicas negativas de este aumento, muchos países de la UE introdujeron medidas de política económica que, en el caso de los carburantes, han sido principalmente de tres tipos: reducciones fiscales, subvenciones al consumo y establecimiento de un tope en los precios. Sin embargo, la eficacia y eficiencia reales de estas medidas deben analizarse empíricamente, sobre todo, en este mercado que cumple dos características restrictivas, que son comunes en la mayoría de países: la alta inelasticidad de la demanda y el destacable poder de mercado de las empresas que operan en ellos, en todos los eslabones de la cadena de producción.<sup>1</sup> Ambos, tal y como explicitan Ivaldi *et al.* (2003), son facilitadores de la colusión tácita y, por ende, de peores resultados para el conjunto de la sociedad.

Así, la pregunta subsiguiente es: ¿se beneficiaron los consumidores íntegramente de las medidas adoptadas por los diferentes gobiernos? O, dicho en otras palabras, ¿se apropiaron los productores del dinero público (o al menos de una parte) utilizado para subsidiar, de una u otra forma, los combustibles? A estas preguntas ha tratado de dar respuesta la literatura académica, señalando principalmente que el poder de mercado que dispongan las empresas es uno de los grandes factores que afectan a la posibilidad de transferir (o no) los cambios en los impuestos a los consumidores (véase, por ejemplo, Doyle Jr. *et al.*, 2008; o Ganapati *et al.*, 2020).

En el presente trabajo resumimos los resultados encontrados por la literatura académica que ha evaluado esta oleada reciente de políticas, tanto en la Unión Europea como en España. Tras describir sucintamente las características de dichas políticas aplicadas en la UE (sección 2), evaluaremos los efectos en precios de las diferentes medidas (sección 3). La sección 4 estudia el caso concreto del subsidio establecido en España, con una evaluación econométrica causal del cambio en precios y de los beneficiarios y perjudicados por dicha política. Finalmente, la sección 5 recoge las principales conclusiones del trabajo que, en general, abogan por un menor intervencionismo indiscriminado y ayudas focalizadas, que hubieran reducido la pérdida de eficiencia (y también eficacia) de las políticas.

## 2. Las políticas de subsidios a combustibles en la Unión Europea tras la invasión a Ucrania (y anteriormente).

Como parte del paquete de medidas extraordinarias tomadas por el Gobierno portugués en respuesta a la crisis energética global, en octubre de 2021 implementó una reducción temporal del impuesto especial sobre productos del petróleo, aplicable a gasolina y diésel,

<sup>1</sup> Sobre la reducida reacción de la demanda ante aumentos en el precio, el trabajo de Brons *et al.* (2008) muestra una revisión de la literatura al respecto, en el que establecen que el rango de la elasticidad se sitúa entre -0,34 y -0,84, siendo este último para el largo plazo. Sobre los efectos de la competencia, puede revisarse Eckert (2013).

disminuyéndolo en 2 y 1 céntimos por litro, respectivamente. De esta forma, Portugal se convirtió en el primer país de la Unión Europea que realizó una política pública de afección a este mercado por este motivo.

Un mes más tarde, Malta y Hungría también intervinieron el mercado de los combustibles, reduciendo impuestos el primero y mediante el establecimiento de un precio máximo el segundo. Ya en 2022, y antes de la invasión rusa, Polonia redujo unilateralmente el impuesto sobre el valor añadido (en adelante, IVA) hasta el 8 %, lo que supuso incumplir el estándar mínimo establecido por la UE, que se sitúa en el 15 %.

Pero estos cuatro países se adelantaron a los cambios que vendrían tras la guerra, cuando el incremento en los precios de la materia prima fue considerable, como destacamos en la introducción. A partir de ese momento se sucedieron los cambios graduales en 17 países de la Unión, tal y como se detalla en la tabla siguiente (Tabla 1), en los que cada uno aplicó medidas diferentes en tipo e inicio de las mismas.

**Tabla 1. Políticas aplicadas por países de la UE en 2022 sobre combustibles tras la invasión de Ucrania**

País	Política	Fecha de comienzo	Descripción general
Croacia	Reducción de impuestos	07/03/2023	0,20 HRK/l gasolina; 0,40 HRK/l diésel
Chipre	Reducción de impuestos	07/03/2023	0,07 €/l
Irlanda	Reducción de impuestos	07/03/2023	0,20 €/l gasolina; 0,15 €/l diésel; 0,02 €/l “diésel verde”
Portugal	Subsidio	07/03/2023	0,085 €/L
Bélgica	Reducción de impuestos	14/03/2023	0,175 €/L
Eslovenia	Precio máximo	14/03/2023	1,54 €/l gasolina; 1,50 €/l diésel
Estonia	Reducción de impuestos	28/03/2023	0,021 €/l diésel
Francia	Reducción de impuestos	28/03/2023	0,15 €/l
Grecia	Subsidio	28/03/2023	0,22 €/L (0,27 € para islas) hasta 60 litros; 0,15 €/l diésel
Italia	Reducción de impuestos	28/03/2023	0,25 €/l
Luxemburgo	Reducción de impuestos	28/03/2023	0,075 €/l
Países Bajos	Reducción de impuestos	28/03/2023	0,173 €/l gasolina; 0,111 €/l diésel
España	Subsidio	28/03/2023	0,20 €/l
Alemania	Reducción de impuestos	30/05/2023	0,30 €/l gasolina; 0,15 €/l diésel
República Checa	Reducción de impuestos	30/05/2023	1,5 CZK/l
Rumanía	Subsidio	04/07/2023	0,5 RON/l
Bulgaria	Subsidio	11/07/2023	0,125 €/l

*Fuente:* elaboración propia, a partir de Jiménez *et al.* (2022).

*Nota:* l: litros; €, HRK, CZK y RON son los acrónimos de las monedas nacionales.

Hasta donde conocemos, todas estas medidas se aplicaron a toda la población de cada país sin restricciones, excepto en Grecia, donde se condicionó al nivel de renta.<sup>2</sup> Por su parte, siete países europeos no aplicaron política alguna en este periodo sobre los combustibles, a saber: Austria, Dinamarca, Finlandia, Letonia, Lituania, Eslovaquia y Suecia.

Esta situación, en la que unos países aplican políticas y otros no, genera el marco idóneo para la evaluación de los efectos de dichas políticas sobre los precios, al permitir comparar la evolución de estos en los países afectados (países de tratamiento) con aquellos no afectados por intervenciones públicas (países de control). En la sección siguiente desarrollaremos la metodología aplicada y resultados.

### 3. Efectos en precios de las políticas de subsidios en Europa

Para estudiar qué efectos en precios tuvieron las diferentes políticas, debemos construir lo que en economía denominamos el *contrafactual*. Este sería el escenario que no ha sucedido y, por tanto, no es observable, pero que podría haber ocurrido. En nuestro caso supondría un país de comportamiento similar a otro que aplicase una política, pero que no la hubiese aplicado. De esta forma, comparando la evolución en precios entre ambos países (o grupo de países), sabríamos cuánto variaron debido a la introducción de la política. Para ello, la metodología más utilizada y robusta se obtiene a partir de los modelos de *diferencia-en-diferencias* (*difference-in-differences*), ya que permite obtener resultados causales de tales políticas.<sup>3</sup>

Para estimar los efectos de las políticas descritas en la Tabla 1, construimos una base de datos de precios de venta semanales medios de gasolina y diésel en los 24 países anteriormente citados (17 de tratamiento, esto es, países con algún tipo de intervención pública, y 7 de control), desde la primera semana de enero de 2022 hasta la penúltima de agosto del mismo año.<sup>4</sup> La base no solamente contiene información de precios (extraídos del *Oil Bulletin* de la Comisión Europea), sino también la cotización media del barril tipo Brent, después de aplicar el tipo de cambio euro-dólar, variables binarias que controlen potenciales efectos diferentes por países y las propias de este tipo de modelos (binaria de país tratado, de fecha tras la política y la interacción de ambas).<sup>5</sup>

En la Tabla 2 se muestran los coeficientes estimados para la variable de diferencia-en-diferencias (denominada DiD en la tabla). Estos resultados señalan cuánto variaron los precios de cada producto (gasolina o diésel, con impuestos) en cada país respecto a la evolución media

<sup>2</sup> Datos obtenidos a partir de la International Energy Agency (IEA, aquí: <https://www.iea.org/policies>) que, para el caso de Grecia, pueden consultarse los niveles de renta aplicables en el siguiente enlace (<https://vouchers.gov.gr/fuelpass/appfront>).

<sup>3</sup> Para el lector no familiarizado con esta política, resaltar informalmente la idea que subyace, aplicada a este caso: estimar cuánto varían los precios en los países tratados después de comenzar la política respecto a antes de esta, a lo que habría que restarle cuánto variaron los precios en los países de control después respecto a antes de la política (que no se implementó en tal país). Y controlando, al mismo tiempo, por otros factores que puedan afectar a los precios. De ahí el nombre de diferencia-en-diferencias (o, también, *doble-diferencias*).

<sup>4</sup> El periodo final seleccionado se justifica porque algunos países comenzaban a eliminar los subsidios o ayudas establecidas en semanas siguientes, pero en otros no, impidiendo una correcta evaluación global de los efectos durante la existencia de las políticas.

<sup>5</sup> Para una explicación más detallada de la metodología, véase Jiménez *et al.* (2022).

de países que conforman el grupo de control. En otras palabras, los coeficientes dan respuesta a la siguiente pregunta: ¿cuáles hubieran sido los precios en cada país que aplicó la política si el país no la hubiera aplicado? Por poner un ejemplo, en Croacia el diésel y la gasolina bajaron, en media, 10,86 y 13,19 céntimos de euro en el periodo tras el subsidio y gracias a este.

**Tabla 2. Coeficientes estimados (modelo de diferencia-en-diferencias)**

Coefficiente DiD	Diésel (con impuestos)	Gasolina 95 (con impuestos)
DiD Croacia	-0,1086*** (0,03)	-0,1319*** (0,03)
DiD Chipre	-0,0491** (0,02)	-0,0614** (0,03)
DiD Irlanda	-0,0914*** (0,02)	-0,1124*** (0,02)
DiD Países Bajos	-0,1098*** (0,02)	-0,1780*** (0,02)
DiD Portugal	-0,1388*** (0,02)	-0,1244*** (0,02)
DiD Bélgica	-0,1375*** (0,02)	-0,1174*** (0,02)
DiD Francia	-0,1516*** (0,03)	-0,1541*** (0,02)
DiD Grecia	-0,0564** (0,02)	0,0465* (0,03)
DiD Italia	-0,2468*** (0,02)	-0,2677*** (0,02)
DiD Eslovenia	-0,1606*** (0,03)	-0,1093*** (0,03)
DiD Alemania	-0,1276*** (0,03)	-0,2635*** (0,03)
DiD España	0,0657*** (0,02)	0,0489** (0,02)
DiD Luxemburgo	-0,0469* (0,02)	-0,0679*** (0,02)
DiD Estonia	-0,0342 (0,02)	0,0043 (0,03)
DiD República Checa	-0,0523** (0,02)	-0,0220 (0,02)
DiD Rumanía	0,0829*** (0,01)	0,0705*** (0,01)
DiD Bulgaria	0,0975*** (0,02)	0,1008*** (0,01)
Brent (€ por litro)	0,8441*** (0,05)	1,4271*** (0,06)
Variables tratamiento y después	Incluidas	Incluidas
Efectos de país	Incluidos	Incluidos
<b>Observaciones</b>	<b>813</b>	<b>813</b>
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0,92</b>	<b>0,92</b>

\*\*\*, \*\*, \* representa 1 %, 5 % y 10 % niveles de significancia estadística, respectivamente. Entre paréntesis figuran los errores estándares robustos.

En la mayoría de países, los precios de ambos productos bajaron gracias a la intervención pública.<sup>6</sup> No obstante, hay varias excepciones. La primera es Estonia, donde los precios no cambiaron tras aplicar la reducción de impuestos el Gobierno; la segunda diferencia son los precios en Rumanía, Bulgaria y España, países que aplicaron subsidio a los hidrocarburos y donde los precios de ambos productos aumentaron.

Pero para obtener cuánto del subsidio o rebaja impositiva llegó a los consumidores, es necesario estimar el impacto de dicha reducción en los precios (véase un detalle de resultados en Jiménez *et al.*, 2022). Es decir, no es lo mismo una bajada de 10,86 céntimos de euro en el precio del diésel en Croacia, que los 12,76 que bajaron en Alemania, dado que ambos parten de niveles de precios diferentes.

De este análisis se obtiene que: *i*) los países donde se trasladó toda la política a los precios finales y los consumidores se beneficiaron íntegramente de la intervención pública (es lo que en economía se denomina el *pass-through*, que fue del 100 %) fueron Croacia, Francia, Italia, Alemania, Portugal y Grecia; *ii*) los países donde las empresas capturaron parte de las hipotéticas reducciones de precios que deberían haberse aplicado fueron Irlanda, Chipre, Bélgica, Rumanía, Bulgaria y España. En media, para todos los países, la transferencia a precios fue del 70 % o, dicho de otra forma, las empresas se apropiaron del 30 % del subsidio.

Pero estos resultados son una aproximación general que necesitaría de un análisis más detallado, tanto de los efectos, como de la evaluación de ganadores y perdedores de la política. El caso español, que a continuación será analizado, nos muestra cómo funcionó el subsidio a los combustibles en este país.

#### 4. El caso de los subsidios en España: ¿quién ganó y quién perdió?

Poco más de un mes después de la invasión, el 28 de marzo de 2022, y tras el incremento de precios en los mercados mayoristas de hidrocarburos ya trasladados a precios finales, el Gobierno de España anunció que, a partir del 1 de abril, entraría en vigor una medida temporal (hasta el 30 de junio del presente) consistente en la reducción de 20 céntimos de euro en el precio final de los hidrocarburos en las estaciones de servicio. Esta medida se sumaría a otras aplicadas directamente al sector transportista ya vigentes hasta entonces. El 25 de junio de 2022, a pocos días del límite establecido por el Gobierno para la vigencia del subsidio, este amplió el plazo hasta el 31 de diciembre de 2022, quedando operativo por tanto durante nueve meses, en lugar de los tres inicialmente previstos.

La configuración de la medida apuntaba diversas debilidades que reducían sus potenciales efectos positivos. Quizás la más evidente se encuentra en los beneficiarios reales de la política. Utilizando los datos de la encuesta de presupuestos familiares de 2019, Hidalgo *et al.* (2022a)

<sup>6</sup> Esto se confirma viendo que el coeficiente es negativo y que tiene asignado algún asterisco, que representa la significatividad estadística. Si no lo tuviera, la intervención no generó efectos en precios, como es el caso de Estonia.

señalan la relación positiva entre renta y gasto en combustibles en España. De hecho, solo el 27 % de las familias del primer decil de renta (los de renta más baja) consume hidrocarburos en España, mientras que para las familias del último decil ese porcentaje es cercano al 80 %. En consecuencia, tal y como la propia Airef (2022) estimó, las rentas más altas se beneficiaron en mayor medida del subsidio, hasta el punto de que más del 26 % del gasto total de la misma mejoraba las dos mayores decilas de ingresos. Las estimaciones realizadas por Badenes (2023) también señalan en esa dirección de efectos, al confirmar que no fue una medida progresiva y/o redistributiva, dado que empeoraba ligeramente la desigualdad, medida a través del valor del índice de Gini de dicha medida. Concluye la autora que podría haberse mejorado si se hubiese tenido en cuenta la capacidad de pago del consumidor.

En cuanto a los efectos sobre los precios que tuvo este subsidio de 20 céntimos, dos son los trabajos que, hasta el momento, han evaluado esta política en España. Hidalgo, Martínez y Collado (2022b), conformaron una base de datos con los precios diarios de más de 11.000 estaciones de servicio en España, entre diciembre de 2021 y mediados de junio de 2022. Estos autores cuentan además con información acerca de la relación vertical entre la estación de servicio y su mayorista, la marca comercial de la estación, la ubicación, la existencia (o no) de competidores en un radio de 2 kilómetros, efectos de día de la semana y la cotización internacional del crudo, descontado el tipo de cambio euro/dólar.

Sobre esta base aplican una regresión en discontinuidad, que consiste en estudiar si, como resultado del cambio de política, se produce una ruptura en los precios que no sea atribuible a otros factores diferentes de la propia política. En otras palabras, ¿cambiaron los precios de gasolina y diésel tras aplicar el subsidio por culpa de este?

De las estimaciones encuentran que las estaciones de servicio (fundamentalmente las independientes) aumentaron el precio del diésel en 3,52 céntimos de € y el de la gasolina en 0,7 céntimos de € en estos primeros meses de existencia de la política. Esto implicaría que las empresas se estaban apropiando, aproximadamente, del 17,6 % del subsidio destinado al diésel y del 3,5 % del destinado a la gasolina 95.

Pero los resultados no son homogéneos para toda la población objeto de estudio. Así, las estaciones de servicio con precios habitualmente más baratas<sup>7</sup> aumentaron más sus precios como consecuencia del descuento, mientras que en las más caras el efecto fue más limitado. Estos hechos, a priori, podrían resultar no esperados: fueron las gasolineras independientes y *low cost* las que más aumentaron los precios. Así, las estimaciones apuntan a incrementos de precios del diésel entre 5 y 8 céntimos de euro para ellas, lo que supondría que estas obtuvieron entre el 25 % y el 40 % del subsidio vía precios.

El motivo esgrimido por Hidalgo *et al.* (2022) para justificar este comportamiento se encuentra en el sistema de anticipos implementado por el Gobierno, que estaría perjudicando a las empresas más pequeñas y con menor liquidez frente a las grandes compañías. Como

<sup>7</sup> En concreto los autores hacen referencia a las del percentil 10 y 25. Para las estaciones de servicio más caras, los autores hacen referencia al percentil 75 y 90.

consecuencia de ello, el abaratamiento relativo de los grandes operadores podría estar minando la competencia en el sector, lo que constituiría otro efecto indeseado más de esta política. No obstante, esta cuestión no ha sido evaluada aún y permanece como hipótesis.

Posteriormente a este trabajo, Jiménez *et al.* (2023) evaluaron los efectos en precios de la política para todo el periodo que estuvo en funcionamiento. Utilizando una base similar a la descrita en la sección anterior para el caso europeo, y metodología de inferencia causal, los autores estiman cómo cambiaron los precios de gasolina y diésel en España durante la existencia del subsidio y, además, tras ser eliminado en el año 2023. Ambos cambios permiten testar si existe una modificación en el comportamiento debido a esta política, y no a otros potenciales factores.

En concreto disponemos de un panel de datos de precios semanales de ambos bienes desde la primera semana de enero de 2022 hasta la tercera de febrero de 2023. Al igual que para el caso europeo, se estima cuál hubiera sido el precio de estos productos en España si no se hubiera aplicado el subsidio de los 20 céntimos, utilizando los datos de los países que no aplicaron políticas (recordemos que eran Austria, República Checa, Dinamarca, Estonia, Finlandia, Letonia, Lituania y Eslovaquia). Dado que el subsidio estuvo vigente de abril a diciembre de 2022, se dispone de datos antes (enero-marzo de 2022), durante (abril-diciembre de 2022) y después (enero-febrero de 2023) de su existencia, lo que permite evaluar los efectos en precios de los dos cambios acontecidos (la instauración y la eliminación del subsidio).

El análisis descriptivo de los precios medios para cada periodo señala que los precios medios de la gasolina y el diésel en el periodo que estuvo vigente el subsidio son los mayores de los tres periodos considerados, tanto en España como en el resto de los países.

Además, lo más destacado es la diferencia de comportamiento en los cambios porcentuales en precios en cada región entre periodo. Así, mientras en Europa (países que no aplicaron políticas) la gasolina 95 aumentó un 12 %, en España esa tasa de variación fue del 14 %. Para el diésel, la diferencia fue más notable aún: en España aumentó un 24 %, respecto al 19 % en el resto de los países con los que comparamos. En 2023, las caídas en precios fueron iguales en España que en el resto de los países para la gasolina 95 (-11 %) y mayores en España para el diésel (-11 % frente al -9 % en el grupo de control).

Estos resultados medios estarían señalando que, a pesar del subsidio, los precios aumentaron en España más que en otros países que no aplicaron política alguna.

**Tabla 3. Precios medios de gasolina 95 y diésel**

	Enero-marzo 2022 [1]	Abril-diciembre 2022 (subsidio) [2]	Enero-febrero 2023 [3]	t-test [1] vs. [2]	t-test [2] vs. [3]	t-test [1] vs. [3]
<b>Gasolina 95</b>						
Precios en España	1,62	1,84	1,63	-4,65***	3,31**	-0,21
Precios medios en países del grupo de control	1,68	1,88	1,67	-8,05***	6,13***	0,18
<b>Diésel</b>						
Precios en España	1,52	1,88	1,68	-9,02***	4,87***	-2,12*
Precios medios en países del grupo de control	1,61	1,91	1,75	-14,43***	6,50***	-3,70**

\*\*\*, \*\*, \* representa los niveles de significación estadística al 1 %, 5 % y 10 %, respectivamente.

Pero para confirmar este hecho se requiere un análisis que considere simultáneamente otros factores que puedan afectar a los precios, como por ejemplo la cotización del barril de crudo. Eso es lo que realizamos y mostramos en la Tabla siguiente.

**Tabla 4. Estimaciones de efectos en precios finales (modelo de diferencia-en-diferencias)**

Variables	Diésel con impuestos (1)	Gasolina 95 con impuestos (2)
Binaria de país tratado (España)	-0,0705*** (0,02)	0,0389** (0,02)
Binaria de periodo durante el subsidio (abril-diciembre, 2022)	0,3611*** (0,02)	0,2127*** (0,01)
Binaria de después del subsidio (2023)	0,2517*** (0,01)	0,0925*** (0,01)
DiD durante el subsidio	0,0595*** (0,02)	0,0199 (0,02)
DiD después del subsidio	0,0195 (0,02)	0,0181 (0,02)
Brent (€ por litro)	0,1853 (0,13)	0,4369*** (0,10)
Efecto de mes	Incluido	Incluido
Efecto de país	Incluido	Incluido
<b>Observaciones</b>	<b>521</b>	<b>521</b>
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0,91</b>	<b>0,94</b>

\*\*\*, \*\*, \* representa los niveles de significación estadística al 1 %, 5 % y 10 %, respectivamente. Entre paréntesis figuran los errores estándar robustos.

De la tabla anterior resaltamos los coeficientes de interés (DiD), que recogen cómo variaron los precios en España respecto a cómo lo hicieron en los países de control. En ellos encontramos tres resultados. El primero es que los precios de la gasolina 95 durante el subsidio no variaron de forma diferente en España respecto al grupo de control. Es decir, el subsidio no aumentó los precios de la gasolina en España.

En segundo lugar, los precios del diésel sí aumentaron, casi 6 céntimos de euro durante el periodo del subsidio y debido a este. Por último, los precios de ambos productos tras finalizar el subsidio no son diferentes a los que había antes del mismo. Este último hecho implica que, para el caso del diésel, bajó su precio una vez finalizado el subsidio.

Lo anterior confirma parte de los resultados iniciales apuntados por Jiménez *et al.* (2022) e Hidalgo *et al.* (2022b): las empresas de hidrocarburos en España aumentaron los precios del diésel, aunque no de la gasolina 95, durante el periodo del subsidio. Esto implica una apropiación del 30 % del subsidio (6 de los 20 céntimos de €) para un producto que es el más vendido en España. Concretamente, el consumo de diésel en España es más de un 300 % superior al de gasolina 95, lo que refleja su relevancia.

Con estos datos podemos aproximar qué parte del subsidio total utilizado por el Estado no llegó a los consumidores por culpa del aumento de precios del diésel.<sup>8</sup> De esta forma, y considerando que aumentos de precios conllevan incrementos en la recaudación del IVA (ya que este se calcula en función del precio), los resultados son los siguientes.

De una parte, las empresas tuvieron unos ingresos extraordinarios directamente derivados del subsidio de 723 millones de euros en los 9 meses que duró la medida. De otra, las arcas públicas recibieron 202 millones de euros de más, por el aumento artificial de precios realizado por las empresas del sector que supuso mayor recaudación por IVA. Y, en definitiva, los consumidores gastaron 925 millones de euros más por comprar el diésel en este periodo, que en el caso de que el subsidio no hubiera sucedido.

Utilizando el coste total de la medida, podemos concluir que no llegó a los consumidores el 21,8 % de esta, repartido entre el 17 % de las empresas petroleras y el 4,8 % de mayores ingresos públicos.

## 5. Discusión y conclusiones

La crisis energética en Europa generada por la invasión de Rusia a Ucrania supuso el establecimiento de diferentes medidas económicas por varios países de la Unión Europea con el objetivo de reducir el negativo impacto que sobre sus economías tendría. Estas medidas, que

<sup>8</sup> Estos resultados se obtienen utilizando los coeficientes estimados en la Tabla 4, y en estimaciones similares, pero desagregando los efectos mes a mes, unido a los datos de consumo de combustible en estaciones de servicio. Fuente: CORES, disponible aquí: <https://www.cores.es/es/estadisticas>

afectaron fundamentalmente a los mercados de gas, electricidad y combustibles, se resumían para el último producto en dos principales: subsidios directos y/o rebajas de impuestos.

No obstante, la eficacia de estas podría verse mermada por la rigidez de la demanda y la baja competencia entre los oferentes en todos los niveles de la cadena de producción. Por tanto, la cuestión que tratamos de responder es: ¿fueron beneficiados los consumidores con la totalidad de las ayudas previstas, o se apropiaron los productores, en una suerte de daño colateral, de parte de esas medidas? La existencia de países en los que no se aplicó política alguna permite aplicar métodos de inferencia causal que estimen si las medidas tuvieron efectos sobre los precios finales de los productos.

Del trabajo de Jiménez *et al.* (2022), donde comparan econométricamente, mediante un modelo de diferencia-en-diferencias, el comportamiento de los precios de los combustibles en los países tratados respecto al mismo comportamiento en aquellos que conforman el grupo de control, señala resultados heterogéneos. En los países que aplicaron rebajas de impuestos llegó casi el 100 % de estas a los consumidores, pero no fue así en los que aplicaron subsidios, donde en algunos casos fue de menos del 70 %.

Para ahondar en esta cuestión, nos centramos en el caso español, donde se aplicó un subsidio de 20 céntimos de euro por litro de combustible. Dos trabajos lo estudiaron. Hidalgo *et al.* (2022b), mediante una regresión en discontinuidad, estimaron los cambios en precios durante los dos primeros meses de la medida. Concluyen que gasolina 95 y diésel vieron aumentados sus precios debido al subsidio y, sobre todo, por las estaciones de servicio que más competencia ejercen en el mercado minorista. De otra, Jiménez *et al.* (2023) estudiaron los efectos causales de la existencia del subsidio y su abolición, resultando que fue el diésel el que aumentó 6 céntimos de euro su precio en el periodo, motivo por el que los productores se apropiaron del 17 % de los más de 4.300 millones de euros que costó la política.

Llegada la hora de resumir, ¿fue una decisión acertada el establecimiento de este subsidio? El principal punto a favor de la misma es su afición a los índices de precios tanto directa (consumo de combustibles) como indirectamente (el combustible como *input* de otras industrias). En este habría que estimar cuánto hubiera sido el IPC si esta política no se hubiera tomado, cuestión que, hasta donde conocemos, no se ha estimado para el conjunto de la población y productos (véase comentario posterior).<sup>9</sup>

En el otro lado de la balanza, encontramos diversos puntos en contra. El primero es que es una medida de carácter regresivo. Las rentas más altas consumen más combustible que las más bajas y, por ello, son los mayores beneficiados, hasta el punto de que el subsidio redujo la inflación soportada por los hogares de renta más baja en 0,35 puntos porcentuales, en tanto que a los de renta más alta la reducción fue de 0,61 puntos porcentuales (Banco de España, 2023). De hecho, el propio Banco de España confirma que el 30 % de los hogares con mayor nivel de renta en España se beneficiaron del 45 % del ahorro fiscal generado por la política, mientras que los hogares con el 30 % de menor nivel renta obtuvieron el 15 % de dicho beneficio fiscal.

<sup>9</sup> El grupo «Electricidad, gas y otros combustibles» tiene un peso de 50,8 por mil en el conjunto del IPC.

El segundo resultado negativo es el aumento de precios que generó, en el producto de mayor consumo (diésel), que agravó los precios en 6 céntimos de euro y supuso un trasvase de más de 700 millones de euros públicos a los ingresos extraordinarios de las empresas del sector. De hecho, las empresas eléctricas, de gas, vapor y refino de hidrocarburos en España, durante 2022, aumentaron sus precios entre 42 y 50 puntos porcentuales por encima del incremento de sus costes respecto a 2019 y 2021, señalándose como el sector donde más aumentaron (Blanco *et al.*, 2023).

Y, por último y no menos importante, el subsidio a los combustibles opera en sentido contrario a cualquier política relacionada con el cambio climático. Pero sobre ello no hay nada evaluado.

¿Cuál hubiera sido una medida con menos efectos negativos? Como estimó García-Miralles (2023), las ayudas focalizadas a familias con menor nivel de renta, de cuantía entre 375 y 860 euros para hogares vulnerables, hubiera alcanzado similares niveles de bienestar, con menor nivel de regresividad y siendo un 70 % más baratas para las arcas públicas que el subsidio de los 20 céntimos.

## Referencias bibliográficas

- AIREF (2022): «Informe sobre los proyectos y líneas fundamentales de los presupuestos de las administraciones públicas 2023: comunidades autónomas y corporaciones locales». *Informe 52/22*, de 25 de octubre de 2022.
- BADENES, N. (2023): «Análisis distributivo de medidas adoptadas en 2022 para paliar los efectos de la guerra de Ucrania»; en *Papeles de trabajo* 1/2023; Instituto de Estudios Fiscales.
- BAJO-BUENESTADO, R., y BORRELLA-MAS, M. A. (2022): «The heterogeneous tax pass-through under different vertical relationships»; en *The Economic Journal*, Volume 132, Issue 645, July 2022; pp. 1684-1708.
- BALTEANU, I. y VIANI, F. (2023): «La dependencia energética de la Unión Europea y de España»; en *Boletín Económico-Banco de España*, 2023/T3, 02. Disponible en: <https://doi.org/10.53479/30252>
- BANCO DE ESPAÑA (2022): *Informe anual, 2021*.
- BLANCO, R.; KHAMETSHIN, D.; MENÉNDEZ, A., y MULINO, M. (2023): «La traslación del aumento de los costes de producción a los precios de venta de las empresas no financieras en 2022»; en *Boletín Económico-Banco de España*, 2023/T3, 11. Disponible en: <https://doi.org/10.53479/33474>
- BRONS, M.; NIJKAMP, P.; PELS, E., y RIETVELD, P. (2008): «A meta-analysis of the price elasticity of gasoline demand. A SUR approach»; en *Energy Economics*, 30; pp. 2105-2122.
- CLEMENS, F.; NEUMEIER, F., y STÖHLKER, D. (2022): «Der Tankrabatt: Haben die Mineralölkonzerne die Steuersenkung an die Kunden weitergegeben?»; en *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 2022, 23(2); pp. 74-80.
- DOYLE Jr., J. J. y SAMPHANTHARAK, K. (2008): «\$2.00 Gas! Studying the effects of a gas tax moratorium»; en *Journal of Public Economics*, 92; pp. 869-884.
- DROLSBACH, Ch., GAIL, M. M., y KLOTZ, Ph-A. (2022): «Pass-through of temporary fuel tax reductions: Evidence from Europe»; en *SSRN Working Paper*. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=4250210>
- ECKERT, F. (2013): «Empirical studies of gasoline retailing: a guide to the literature»; en *Journal of Economic Surveys*, Vol 27(1); pp. 140-166.
- GANAPATI, S.; SHAPIRO, J. S., y WALKER, R. (2020): «Energy cost pass-through in US manufacturing: Estimates and implications for carbon taxes»; en *American Economic Journal: Applied Economics*, 12(2); pp. 303-342.

- GARCÍA-MIRALLES, E. (2023): «Medidas de apoyo frente a la crisis energética y al repunte de la inflación: un análisis del coste y de los efectos distribucionales de algunas de las actuaciones desplegadas según su grado de focalización»; en *Boletín Económico-Banco de España*, 2023/T1, 15.
- GARS, J.; SPIRO, D., y WACHTMEISTER, H. (2022): «The effects of European fuel-tax cuts on the oil income of Russia»; en *Nature Energy*. Disponible en: <https://doi.org/10.1038/s41560-022-01122-6>
- HIDALGO, M.; COLLADO, N.; GALINDO, J.; MARTÍNEZ, A., y VICTORIA, C. (2022a): «La invasión de Ucrania: impactos y políticas en España»; en *EsadeEcPol Insight* #35, Abril.
- HIDALGO, M.; MARTÍNEZ, A., y COLLADO, N. (2022b): «¿Cómo ha afectado el descuento de los combustibles al precio de las estaciones de servicio»; en *EsadeEcPol Brief* #28, Julio.
- JIMÉNEZ, J. L.; PERDIGUERO, J., y CAZORLA-ARTILES, J. M. (2022): «An Initial Analysis of Price Effects of Subsidizing Petrol in Europe». Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=4316834> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4316834>
- JIMÉNEZ, J. L.; PERDIGUERO, J., y CAZORLA-ARTILES, J. M. (2023): «The pass-through of subsidizing petrol consumption: the case of Spain»; *Mimeo. Universidad de Las Palmas de Gran Canaria*.



# ¿CAFÉ PARA TODOS? EL IMPACTO SOCIAL DE LAS MEDIDAS CONTRA LA INFLACIÓN

José Moisés Martín  
Red2Red

## Resumen

El episodio de fuerte inflación que se inició a finales de 2021 y que alcanzó su cénit en 2022 supuso un importante shock para las economías occidentales, incluyendo un fuerte impacto social focalizado en las clases medias y bajas. En un contexto de máxima incertidumbre, el Gobierno de España, de manera similar al conjunto de países de la Unión Europea, lanzó una serie de medidas de apoyo social para mitigar los peores efectos de la crisis y preservar la cohesión. Los resultados preliminares de dichas medidas apuntan a un efecto positivo en la reducción de la inflación y en el sostenimiento de la actividad económica, con un importante efecto redistributivo, aunque su coste hubiera sido menor de haberse diseñado más centrado en los sectores más vulnerables. También se han identificado efectos negativos, aunque temporales, en los consumos energéticos y las emisiones de gases de efecto invernadero.

## Abstract

*The episode of high inflation that began in late 2021 and peaked in 2022 was a major shock for Western economies, accompanied by strong social impact on the middle and lower classes. Against a backdrop of maximum uncertainty, the Spanish government, in line with European Union countries as a whole, launched a series of social support measures to mitigate the worst effects of the crisis and preserve social cohesion. The preliminary results of these measures point to positive effects in reducing inflation and sustaining economic activity, with an important redistributive effect, although their cost would have been lower had they been designed to focus more on the most vulnerable sectors. Negative, albeit temporary, effects on energy consumption and greenhouse gas emissions have also been identified.*

## 1. Introducción

Cuando estalló la crisis bélica de Ucrania, España era el país de la UE con la recuperación económica más débil desde la crisis del coronavirus en 2022. Con unas perspectivas de crecimiento aún elevadas y un buen comportamiento del mercado laboral, España no tenía una exposición estratégica especialmente elevada a Rusia, ya que este país solo aporta el 9 % del consumo de gas natural del país. Durante 2022, el mix energético para la generación de electricidad está dominado por las renovables, con un total del 43,9 % de la generación total, mientras que el gas —incluyendo la cogeneración y los ciclos combinados— supone el 28,5 %. El resto de la generación se mantiene en la nuclear (20,4 %) y otras tecnologías menores.

La mayor parte de las importaciones españolas de gas son de gas natural licuado (GNL) procedentes de EE. UU. (16 %), y canalizadas desde Argelia (30 %). Los cambios en la relación con Argelia han llevado a un descenso de las importaciones de gas desde este país du-

rante 2022, aumentando por tanto el uso del gas licuado. España mantiene el 25 % de toda la capacidad de gestión de gas natural licuado de Europa, pero una deficiente interconexión con las infraestructuras gasistas del resto del continente. Esta situación ha llevado a España, junto con Portugal, a ser consideradas «islas energéticas» en el conjunto de la Unión Europea.

Sin embargo, la inflación en España fue notablemente alta, por encima de la media de la eurozona y la UE durante buena parte de 2022. La posterior reducción de la inflación en 2023 ha tenido como causas tanto la reducción del ritmo de crecimiento de los precios como el efecto base provocado por la fuerte subida del año anterior. La persistencia de la inflación subyacente, que ha moderado su crecimiento durante 2023, apunta a un largo período de crecimiento de los precios por encima de los objetivos de la política monetaria, con el Fondo Monetario Internacional apuntando a un nuevo repunte en 2024. La consecuente subida de los tipos de interés, como parte de las medidas tomadas por el Banco Central Europeo para doblar el crecimiento de la inflación, ha tenido también un impacto en la economía española, y, particularmente, en las familias más vulnerables con un alto grado de endeudamiento.

En este contexto, la política económica del Gobierno se ha dirigido tanto a paliar los efectos sociales y empresariales de la crisis de precios, como a centrarse en corregir algunas de las ineficiencias de los mercados de generación de electricidad. El objetivo en última instancia ha sido proporcionar un marco de protección social adicional para contribuir a sobrellevar lo que inicialmente se consideraba una situación transitoria y que se ha convertido en, al menos, persistente hasta 2025. El presente artículo tiene como objetivo realizar una descripción de las medidas sociales tomadas y valorar, de manera preliminar, sus efectos en términos distributivos y sobre el bienestar social de la población. Para ello se proporcionará una visión panorámica de la evolución de los precios, con especial referencia en las variaciones de la cesta de la compra, y, partiendo de esta evolución, revisar las medidas de política económica puestas en marcha, para posteriormente señalar los impactos de estas y ofrecer conclusiones y recomendaciones.

## 2. Evolución reciente de la inflación en España

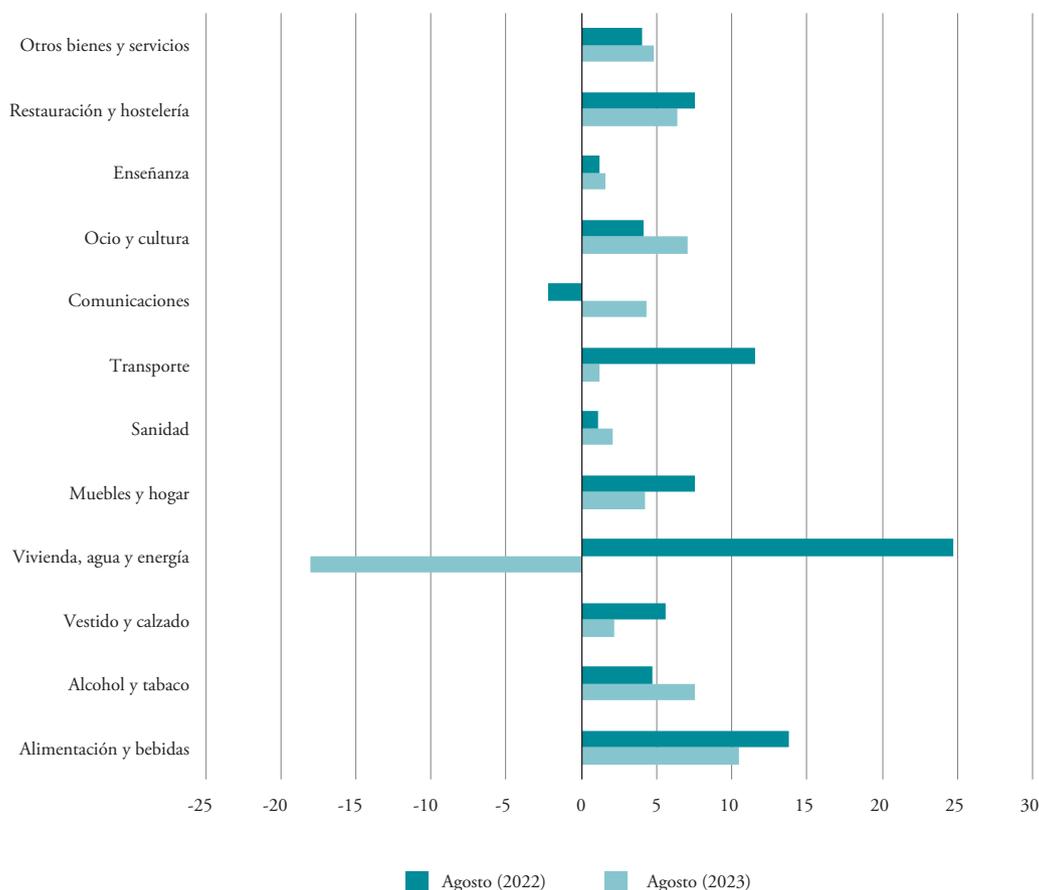
La evolución reciente de la inflación en España se caracteriza por una importante aceleración tras un largo periodo de inflación contenida por el bajo crecimiento económico y las sucesivas crisis económicas. En el verano de 2021, los precios iniciaron una subida que culminó, en agosto de 2022, con un crecimiento interanual del 10,5 %, el más alto en España desde hace tres décadas. Este reciente crecimiento de los precios se ha debido principalmente a los productos energéticos: mientras el índice general alcanzaba ese nivel de crecimiento, los precios de la energía se acercaban al 20 % interanual tras alcanzar un máximo del 35 % en marzo de 2022, aunque a lo largo de 2022 este incremento de precios se fue trasladando a otros sectores, como los precios de los alimentos, pero también a otros bienes y servicios. El resultado de este proceso es un notable aumento de la inflación subyacente (que no incorpora los precios de los alimentos y la energía), que se situó en agosto de 2022 en un máximo de décadas del 6,4 %.

**Gráfico 1. IPC (variación interanual 2021-2023)**

*Fuente:* Instituto Nacional de Estadística.

Las razones de este crecimiento, tal y como se han descrito en otros capítulos de este número, de la inflación son dobles. En primer lugar, el crecimiento de los precios del gas y del petróleo, que empezó a acelerarse en 2021, ha afectado negativamente al precio de la energía final, con una subida significativa a lo largo de 2021 y comienzos de 2022, y un nuevo repunte desde el verano de 2023. De media, el precio de la electricidad creció un 600 % entre febrero de 2021 y marzo de 2022, cuando alcanzó su máximo del año, y antes de que el Gobierno español tomara las medidas necesarias para moderar su crecimiento. En segundo lugar, y de manera paralela, la disolución de los cuellos de botella provenientes de la crisis de la covid-19 tardó más de lo inicialmente previsto, retraso que afectó también a algunos bienes intermedios, como los microchips o algunos productos semifabricados provenientes de China.

Por productos, y teniendo en cuenta los datos más recientes, el sector energético es efectivamente el que registró un mayor crecimiento de los precios en 2022, mientras que el resto de bienes y servicios mantuvieron niveles de crecimiento inferiores, aunque, además de los productos energéticos, destacaron las subidas de precios en el transporte, la alimentación y los servicios de hostelería. La evolución a lo largo de 2023 muestra una fuerte corrección en el sector de energía y agua, mientras la alimentación ha mantenido un intenso crecimiento, por encima del 10 % entre agosto de 2022 y agosto de 2023.

**Gráfico 2. Inflación interanual por grupos ECOICOP (en porcentaje)**

*Fuente:* Instituto Nacional de Estadística.

De este modo, España está experimentando la inflación más alta de los últimos 40 años. Al mismo tiempo, España ha sido uno de los países europeos más afectados por la crisis del coronavirus de 2020: el PIB no alcanzó el nivel anterior de 2019 hasta el verano de 2022, la deuda pública creció 20 puntos, pasando del 97 % al 117 % del PIB entre 2019 y 2021 para luego reducirse entre 2022 y 2023, y se prevé que el déficit público finalice 2023 en torno al 3,9 % del PIB. Por otro lado, se ha consolidado un fuerte crecimiento en 2022 y 2023, por encima de las previsiones iniciales, y el empleo ha alcanzado un récord de 15 años con cerca de 21 millones de trabajadores ocupados, a pesar de las claras señales de desaceleración desde el verano de 2023. Esta relativa buena situación del empleo a lo largo de 2022 y 2023 es uno de los factores relevantes a la hora de comprender el impacto social de la crisis de precios, que ha mitigado en cierta medida las consecuencias sociales de la inflación. No obstante, y como veremos más adelante, el buen comportamiento del empleo se solapa con una fuerte pérdida de poder adquisitivo, de manera que el ajuste salarial en términos reales puede tener también que ver con este mantenimiento del empleo.

## 3. Impacto en la economía y la cohesión social

### 3.1. Principales sectores afectados

El impacto de las subidas de precios, y en particular del precio de la electricidad, el gas y el petróleo, afectó inicialmente, y en gran medida, a los sectores económicos más dependientes de estos mercados, como las industrias electrointensivas, la agricultura y el transporte. Según datos del Banco de España de abril de 2022, mientras que la dependencia general de los precios de la energía se sitúa en torno al 9,39 % de los costes de producción (aparte de los salarios), en algunos sectores los costes energéticos suponen entre el 18 % y el 20 % de sus costes de producción.<sup>1</sup>

En términos económicos, la subida de precios ha afectado significativamente a las perspectivas de los márgenes empresariales en algunos sectores. De acuerdo con el Banco de España, la mayor parte del empleo en los sectores más afectados se concentra en la hostelería, la construcción, la agricultura y el transporte. Más del 20 % de la mano de obra total trabaja en estos sectores.

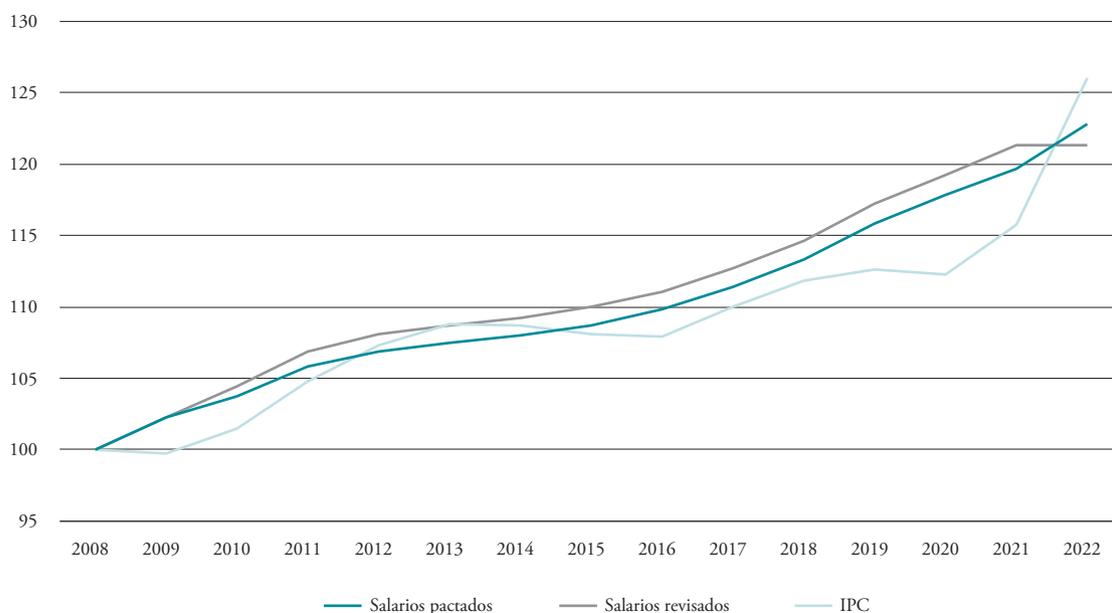
El *shock* de los precios afectó directamente a estos sectores sin tiempo de reacción. Se trata de sectores en los que la demanda de energía es muy rígida y con dificultades iniciales para repercutir la sacudida de los precios, por lo que sus márgenes empresariales se redujeron considerablemente. Entre los más afectados figuraron el transporte, la industria manufacturera y la agricultura.

Además de la subida de los precios de la energía, algunas industrias han encontrado dificultades de suministro, debido a la transmisión de la crisis a través de las cadenas de suministro internacionales. Esto es especialmente relevante para la industria del automóvil, uno de los principales sectores exportadores de España. Los cuellos de botella en la industria del chip en 2021 afectaron a algunos fabricantes de automóviles. En 2022, otras industrias como la cerámica fueron afectadas por la escasez de materias primas procedentes de Ucrania.

### 3.2. Efectos sociales: salarios y efectos sobre la desigualdad

En términos sociales, el impacto ha sido notable y desigual. Debido a los años de ajuste entre 2010 y 2014, los salarios en España perdieron 8 puntos porcentuales de poder adquisitivo, que se habían recuperado parcialmente en los últimos años. Sin embargo, el diferencial entre el nivel de precios y los salarios volvió a ampliarse durante 2022, en línea con las previsiones medias de inflación para el año y el incremento salarial pactado a través de la negociación colectiva. El resultado es que, a finales de 2022, los salarios habían perdido un importante poder adquisitivo, lo que afectaba al consumo y al bienestar de los hogares. Se estima que, en diciembre de 2022, los salarios han perdido más del 10 % de su poder adquisitivo, en comparación con 2009. A pesar de la intensa creación de empleo, los salarios están sufriendo, en términos reales, un ajuste superior al del proceso de la Gran Recesión.

<sup>1</sup> Informe anual del banco de España 2021.

**Gráfico 3. Evolución del IPC y los salarios negociados por convenio**

*Fuente:* INE y seguridad Social.

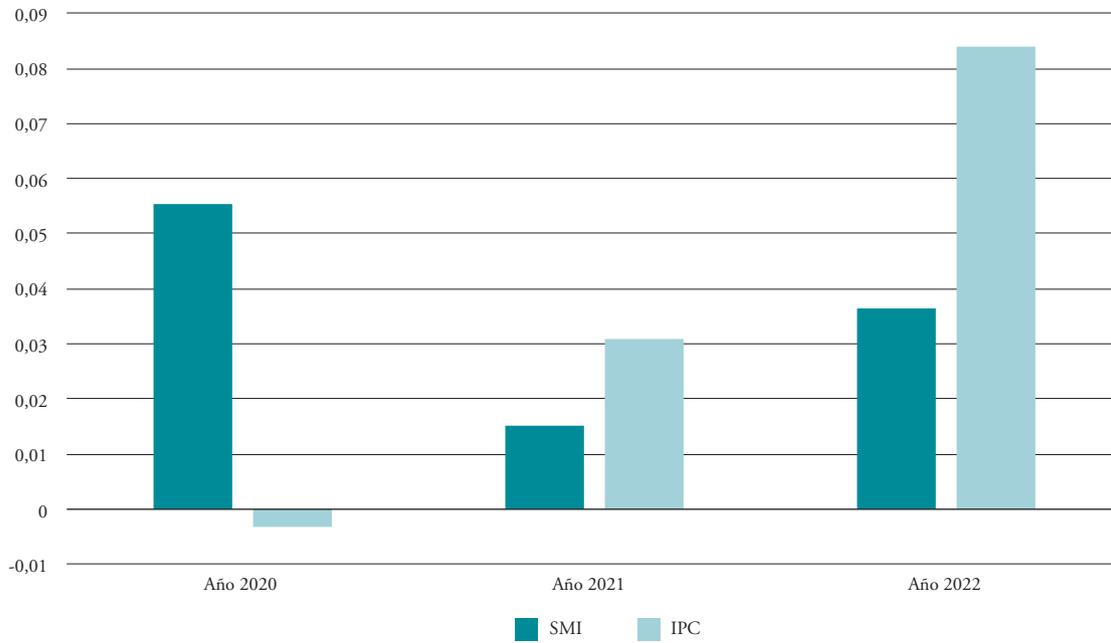
Esto es especialmente relevante para los salarios más bajos. Entre 2009 y 2017, España congeló el salario mínimo (SMI). En 2018, el nuevo gobierno se comprometió a aumentar dicho salario mínimo hasta el 60 % del salario medio, de acuerdo con la Carta Social Europea. A pesar de este esfuerzo, el poder adquisitivo de los salarios más bajos se vio fuertemente reducido debido a la inflación. De hecho, la pérdida de poder adquisitivo del SMI durante 2022 anuló buena parte de las subidas salariales acordadas en el Consejo de Ministros.

Por otro lado, los efectos de las subidas de precios sobre la desigualdad son también notables. Según un estudio publicado en julio de 2022 por Oxfam Intermón, las rentas más bajas experimentaron una pérdida de poder adquisitivo un 30 % mayor que las rentas más altas, dado el mayor porcentaje de renta que destinan al consumo de bienes afectados por las subidas de precios.<sup>2</sup> Esta evolución diferenciada del impacto de la inflación ha sido también confirmada por la AIREF, quien señala un efecto menor pero significativo en el diferencial de inflación entre el primer y décimo decil de renta.<sup>3</sup>

<sup>2</sup> Oxfam Intermón: *La Desigualdad no se va de vacaciones*. Informe disponible en <https://www.oxfamintermon.org/es/nota-de-prensa/inflacion-reduce-poder-adquisitivo-hogares-mas-pobres>

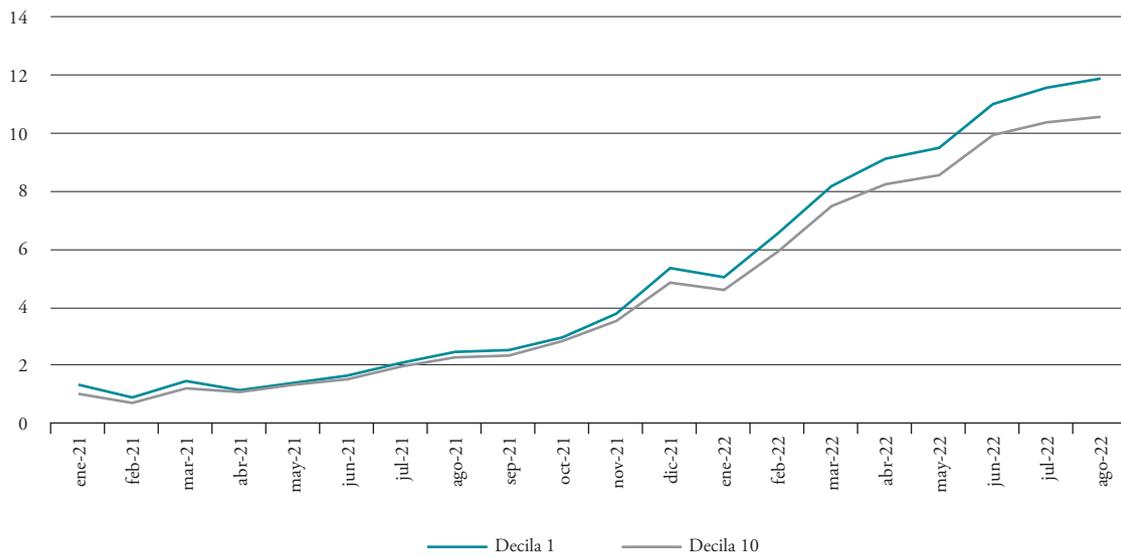
<sup>3</sup> Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal: *Informe sobre los proyectos y líneas fundamentales de los presupuestos de las AA. PP. 2023: Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales*. Informe 52/22. 25 de octubre de 2022.

**Gráfico 4. Variación anual del SMI y del IPC**



Fuente: Elaboración propia con datos del INE.

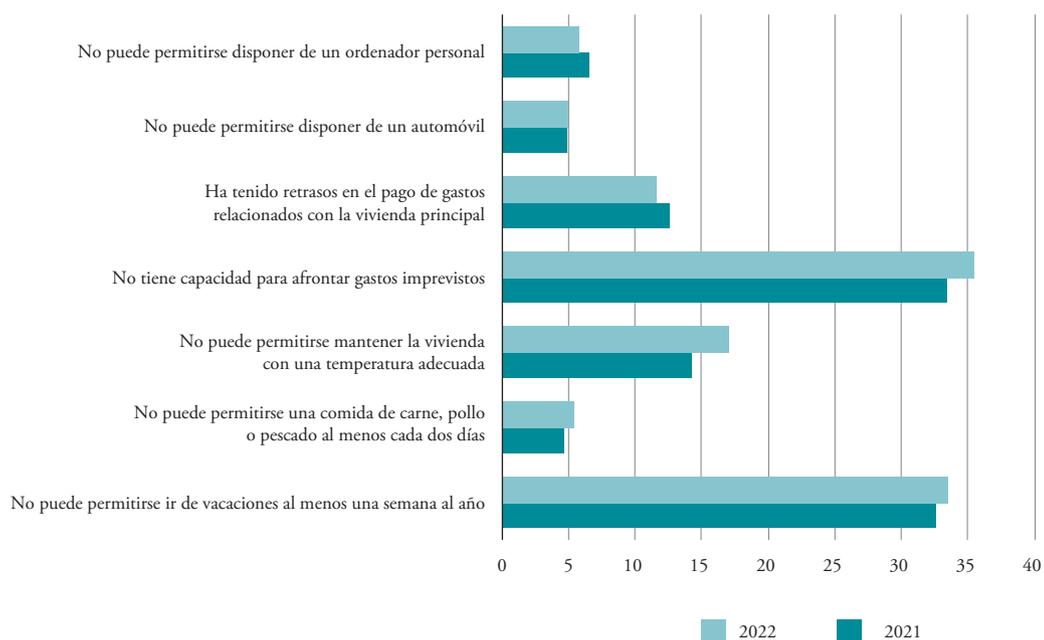
**Gráfico 5. Evolución de la inflación por decil de renta (en porcentaje)**



Fuente: AIREF.

Aunque no se cuenta todavía con datos de desigualdad de la renta en 2022, la *Encuesta de Condiciones de Vida* de ese año apuntó a un empeoramiento de las condiciones sociales y de consumo de las familias, particularmente en lo relativo al empeoramiento de su capacidad para afrontar gastos imprevistos y en el mantenimiento de la temperatura adecuada en la vivienda, directamente relacionada esta dimensión con el precio de la energía.

**Gráfico 6. Condiciones de carencia material en los hogares (en porcentaje)**



*Fuente:* INE. Encuesta de Condiciones de Vida.

Como conclusión, los efectos de la crisis de precios contribuyeron a empeorar las condiciones de vida de las familias y afectaron principalmente a los salarios más bajos, que no han recuperado su poder adquisitivo desde la crisis de 2008. Así, nos encontramos en 2022 ante una situación que debilitaba la cohesión social y que repercutía negativamente en las condiciones de producción de muchas industrias.

## 4. España y la política del Banco Central Europeo

Adicionalmente a las condiciones establecidas por el aumento de precios, cabe señalarse la importancia de los efectos en España de la política monetaria del Banco Central Europeo. Las medidas adoptadas por el BCE para mitigar los efectos de la inflación a lo largo de 2022 se han caracterizado por tres actuaciones:

- Fin del programa de compra de activos ligado a la pandemia. El BCE decidió poner fin a su PEPP en julio de 2022, acabando así con una política de relajación cuantitativa de casi ocho años, con algunas interrupciones entre 2018 y 2019. España ha sido uno de los grandes beneficiarios de este programa de compras.
- Subida continuada y acelerada de los tipos de interés, alcanzando el 2,5 % a finales de 2022 y el 4,5 % en septiembre de 2023.
- Lanzamiento del Instrumento de Protección de la Transmisión, un programa de compras selectivas de activos del sector público destinado a evitar una amplitud excesiva de las primas de riesgo, que supondría una menor eficacia de los mecanismos de transmisión de la política monetaria. El programa, aún en fase de implementación, compraría deuda pública de los países con mayores primas de riesgo a cambio de una condicionalidad basada en el cumplimiento del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la Unión Europea y de los hitos relacionados con el Mecanismo de Transformación y Resiliencia de la Unión Europea.

España es uno de los países que más se han beneficiado de la anterior política monetaria del Banco Central Europeo y, por tanto, uno de los que más se podrían ver afectados por el endurecimiento de la misma. El programa TPI supuso una garantía importante para evitar efectos negativos en la evolución del coste de la deuda pública española, que se situaba en el 117 % del PIB a finales de 2022. A pesar de este elevado nivel de deuda, el diferencial de riesgo se mantiene estable y por debajo de 120 puntos básicos.

No obstante, la subida del Euribor durante 2022 y parte de 2023 tendría el efecto de tensionar la renta disponible de las familias más endeudadas, al obligarles a detraer más recursos para el servicio de la deuda. No obstante este efecto esperado, y de acuerdo con el Banco de España, no se ha apreciado hasta el momento un incremento del crédito hipotecario dudoso por parte de las familias.

## 5. El paquete de medidas de apoyo

Con este escenario, el Gobierno español aprobó el primer paquete de medidas para paliar la situación económica generada por la crisis de precios en marzo y junio de 2022, y se volvieron a anunciar medidas en julio de 2022. La situación generada por el aumento de precios y sus efectos sociales requerían de una valoración adecuada de la raíz del incremento de precios, así como de los efectos que podría provocar una expansión fiscal destinada a paliar las consecuencias de la inflación (García Arenas, 2022). Así, las medidas de política económica debían evitar incrementar todavía más la demanda ante lo que claramente aparecía como una crisis de oferta, que hubiera podido empeorar todavía más la situación. Al mismo tiempo, y atendiendo a los efectos sociales que se podrían estimar, el Gobierno consideró necesarias medidas destinadas a paliar los impactos más negativos en las familias más vulnerables, de manera que, de acuerdo con lo establecido por las principales instituciones internacionales,

las medidas de apoyo deberían focalizarse en los sectores más vulnerables. El tercer elemento que formaba parte de la ecuación que debía resolver el Gobierno era la importancia de actuar rápidamente ante una crisis sobrevenida y que no podría esperar a largos períodos de implementación. Con estos tres elementos encima de la mesa —contención de los precios evitando un sobrecalentamiento de la demanda, atención a los sectores más vulnerables y celeridad en la implementación de las medidas—, el Gobierno presentó una respuesta de política económica dirigida a tres objetivos:<sup>4</sup>

- Mejorar la situación de los hogares y los consumidores, especialmente los más vulnerables.
- Paliar los incrementos de costes con medidas dirigidas a las empresas y sectores más afectados.
- Apuntar a una moderación de los precios energéticos, a través de medidas dirigidas a los mercados de la energía.

A continuación, se describirán las medidas más relevantes de cada uno de los tres pilares de política económica.

### *5.1. Medidas dirigidas a las familias y los consumidores*

Como hemos señalado, una de las prioridades del Gobierno fue desarrollar un marco de protección social dirigido a las familias y hogares. En este caso, y aunque las recomendaciones apuntaban a una focalización en los sectores más vulnerables, el Gobierno decidió actuar, en algunos casos, con políticas dirigidas al conjunto de la población, ya que la focalización de algunas de ellas en los sectores más afectados hubiera necesitado de un sistema de identificación del que España no dispone. De esta manera, las principales medidas para los hogares y los consumidores son las siguientes:

- Bonificaciones en el precio de compra de carburantes para vehículos, con un descuento de 25 céntimos por litro, 20 céntimos asumidos por el Gobierno y 5 céntimos asumidos por las empresas suministradoras, con un presupuesto inicial de 1.430 millones de euros.
- Con el objetivo de paliar los efectos de la pérdida de poder adquisitivo, se aprobó un aumento de las prestaciones sociales gestionadas por la Administración General del Estado. De esta manera, la cuantía del ingreso mínimo vital y de las pensiones no contributivas se incrementó un 15 % hasta diciembre de 2022.
- También dirigida a las familias más vulnerables en términos energéticos, se amplió el alcance del bono social de electricidad y calefacción. Se incrementó hasta 1,9 millones el número de familias beneficiarias del sistema de protección de precios de la electricidad y la calefacción para los hogares más vulnerables, con un presupuesto inicial de 75 millones de euros.

<sup>4</sup> Real Decreto Ley 6/2022, de 29 de marzo, por el que se adoptan medidas urgentes en el marco del Plan Nacional de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la guerra en Ucrania

- De manera similar, se reguló la garantía de suministros básicos, de manera que no se cor-tara el suministro de agua, gas, electricidad y telecomunicaciones a las personas en riesgo de exclusión social.
- De manera complementaria, se estableció una ayuda directa consistente en un pago único de 200 euros para desempleados y trabajadores con ingresos inferiores a 14.000 euros, con un presupuesto de 540 millones de euros.
- En materia de vivienda, se acordó la suspensión de las órdenes de desahucio para hogares vulnerables sin alternativas habitacionales y se estableció un límite a la actualización de los alquileres de viviendas, correspondiente a un 2 % anual.
- En materia de transporte, se acordó un descuento del 100 % en los billetes múltiples de la red ferroviaria nacional, incluidos los servicios de corta distancia y los ofrecidos por el Gobierno central, con un presupuesto inicial de 221 millones de euros. También se acordó una bonificación para los servicios de transporte de competencia local y autonómica, con la participación de las comunidades autónomas.
- Finalmente, se aprobó una reducción del tipo del impuesto sobre el valor añadido, para situarlo en el 5 % para la electricidad y el gas, con un coste fiscal estimado de 600 millones de euros.

## 5.2. Medidas dirigidas a los sectores económicos afectados

En cuanto a las medidas dirigidas a los sectores económicos, cabe mencionar las siguientes:

- Reducción del 80 % de los costes de acceso a la red para los sectores de alto consumo energético, con un presupuesto de 225 millones de euros.
- Ayudas directas a las industrias intensivas en gas, como las del papel, las fibras artificiales, el vidrio y la cerámica, con un presupuesto de 125 millones de euros.
- Apoyo a los sectores químico, siderúrgico y cementero para reducir el impacto del incre-mento de precios energéticos, con un coste de 250 millones de euros.
- Ayudas al sector del transporte para mitigar el impacto de la subida del precio de los carbu-rantes y fomentar el uso del transporte público, incluidas ayudas a líneas de autobuses, taxis, vehículos de transporte de pasajeros y ambulancias, con un total de 1.040 millones de euros.
- Ayudas directas a las autoridades regionales y locales para los servicios de transporte ur-bano e interurbano, para una reducción del 30 % del precio mensual de los billetes, con un coste inicial de 200 millones de euros.
- Ayudas y préstamos al sector primario, incluidos los sectores de producción de leche, los operadores ganaderos y los agricultores, así como las empresas pesqueras, tanto en forma de subvenciones como de préstamos (430 millones de euros).

- Finalmente, se estableció la limitación de despedir a empleados por motivos relacionados con la guerra de Ucrania.

### 5.3. Medidas dirigidas al mercado energético

Aunque su análisis requiere un mayor grado de detenimiento, el impacto de las medidas energéticas en la factura de los hogares invita a una breve descripción de las más relevantes. Entre las medidas de política energética más destacadas figuran las siguientes:

- Acelerar la tramitación de los proyectos de energías renovables.
- Aumento de las reservas obligatorias de gas natural de 20 a 27 días.
- Mecanismo de «desacoplamiento» o «tope de gas». El sistema, negociado con la Comisión Europea, consiste en limitar el precio de la electricidad en el mercado mayorista fijando un tope al coste marginal de producción de electricidad utilizando centrales de gas.<sup>5</sup> El tope se estableció en 40 euros MW/h, y se incrementó hasta 70 euros MW/h en 2023. Las compañías eléctricas reciben una compensación por este tope y el mercado fija un precio marginal inferior al establecido en condiciones de mercado. Al tiempo que se preserva el funcionamiento del mercado marginal, el precio marginal se limita a 40/70 euros más la compensación por el precio real del mercado del gas. La compensación se incluye en la factura mensual. De este modo, los usuarios solo pagan la diferencia entre el precio real y el precio máximo del gas, mientras que las demás tecnologías pagan en función del precio máximo. Este sistema reduce el precio al consumo en un 30 % de media.
- Revisión del cálculo del precio regulado de la electricidad, con el fin de incorporar los precios de mercado a largo plazo y un tipo reducido de IVA para la electricidad.
- Plan de ahorro energético. Aprobado en agosto de 2022,<sup>6</sup> y en línea con las Conclusiones del Consejo de la Unión Europea de 26 de julio, se centró en el objetivo de lograr una reducción del 7 % del consumo de gas natural en España mediante el establecimiento de nuevos límites de temperatura para centros públicos y comerciales, reducción de horarios de iluminación comercial, fomento del teletrabajo y otras medidas.

En total, España se comprometió a invertir unos 5.000 millones de euros en ayudas directas a empresas y familias y 3.500 millones de euros a través de la reducción de precios públicos e impuestos. Esto representa un importe total de 8.500 millones de euros para hacer frente a la crisis de precios, en torno al 0,6 % del PIB. Para compensar este gasto, el Gobierno anunció un impuesto temporal sobre los beneficios extraordinarios para las empresas energéticas y el

<sup>5</sup> Real Decreto Ley 10/2022, de 13 de mayo, por el que se establece con carácter temporal un mecanismo de ajuste de costes de producción para la reducción del precio de la electricidad en el mercado mayorista.

<sup>6</sup> Real Decreto Ley 14/2022, de 1 de agosto, de medidas de sostenibilidad económica en el ámbito del transporte, en materia de becas y ayudas al estudio, así como de medidas de ahorro, eficiencia energética y de reducción de la dependencia energética del gas natural.

sistema bancario y, en septiembre de 2022, anunció un nuevo impuesto sobre el patrimonio que se aplicaría en 2023.

Aunque la mayoría de estas medidas se previeron para un período de tiempo relativamente breve —los meses iniciales de la crisis de precios provocada por la guerra de Ucrania— la persistencia de la situación a finales de 2022 apuntaba a la conveniencia de establecer una prórroga a algunas de las medidas aprobadas. Así, en diciembre de 2022 se aprobó, por parte del Consejo de Ministros, un nuevo paquete que prolongaba algunas de las medidas durante 2023. Así, se prorrogaron las siguientes medidas:<sup>7</sup>

- Reducción del IVA en alimentos. Dado el incremento de precios de algunos alimentos, se aprobó la eliminación del impuesto sobre el valor añadido (IVA) en productos frescos que ya tenían un tipo reducido, y se redujo del 10 % al 5 % el IVA en aceite y pastas.
- Apoyo a las familias de bajos ingresos. Se mantuvieron las ayudas, incluyendo un cheque de 200 euros, destinado a las familias más vulnerables para compensar el aumento de los precios de los alimentos. Esta medida beneficiaría a hasta 4,2 millones de hogares con ingresos anuales de hasta 27.000 euros.
- Incremento del ingreso mínimo vital (IMV) y pensiones no contributivas. Se aprobó la prórroga del incremento del 15 % en el importe del IMV y en las pensiones no contributivas hasta 2023.
- Protección de colectivos vulnerables. Se prorrogaron las medidas para garantizar el acceso a suministros básicos, como la prohibición de cortar los suministros de luz, agua y gas a consumidores vulnerables, y la continuidad del descuento en la factura eléctrica a través del bono social.
- Vivienda. Se extendió la limitación al 2 % del aumento en el precio de los alquileres para todo 2023, se introdujeron prórrogas de contratos de alquiler y se suspendió temporalmente el desahucio de personas vulnerables sin alternativa habitacional.
- Fomento del transporte público. Se mantuvo la gratuidad del transporte público estatal ferroviario y terrestre de cercanías y media distancia, y se mantuvieron las bonificaciones para el transporte público urbano e interurbano dependiente de las autoridades locales y autonómicas.
- Ayudas para sectores dependientes de carburantes. Si bien se retiró la bonificación general para los carburantes, se mantuvieron ayudas para sectores como el transporte, la agricultura y la pesca, que son más dependientes de los precios de aquellos.

La persistencia de la crisis de precios, por lo tanto, ha empujado a un mantenimiento de las medidas durante buena parte de 2023, con el horizonte de una retirada paulatina de los apoyos públicos a lo largo de 2024.

<sup>7</sup> Real Decreto Ley 20/2022, de 27 de diciembre, de medidas de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la Guerra de Ucrania y de apoyo a la reconstrucción de la isla de La Palma y a otras situaciones de vulnerabilidad.

## 6. La política de rentas y el papel de los interlocutores sociales

Pese a este paquete de medidas, el principal problema que ha afectado a la población es el diferencial entre precios y salarios que, como hemos señalado, plantea un reto importante a medio plazo. Consciente de esta situación, el Gobierno mostró su interés en promover un acuerdo entre empresarios y trabajadores que permitiera pactar una senda de recuperación del poder adquisitivo que no acelere la inflación a medio plazo. Sin embargo, hasta el momento, los interlocutores sociales no han sido capaces de encontrar el marco adecuado para el desarrollo de dicho pacto de rentas. Mientras la negociación en el sector privado se mantenía con pocos avances, en el sector público se han producido importantes novedades, ya que el Gobierno aprobó una subida salarial del 3,5 % a los funcionarios.

En este ámbito, debe hacerse una mención específica a las pensiones. El Gobierno se ha comprometido a subir las pensiones para evitar una reducción del poder adquisitivo a finales de 2022. Esto supuso un incremento nominal del 8,4 % en el presupuesto público de pensiones para el año 2022, que se arrastrará a lo largo de 2023 y años siguientes.

## 7. ¿Cómo evaluar el impacto social de las medidas?

En un contexto de subida de precios, las medidas adoptadas por el Gobierno español representan un ambicioso programa destinado a paliar las consecuencias sociales y económicas de la crisis. Sin embargo, hay que tener en cuenta que estas políticas públicas son de carácter transitorio, por lo que tienen un plazo limitado. Aprobadas inicialmente para tres meses, se prorrogaron hasta finales de 2022 y, en buena medida, hasta 2023, lo que ejerció presión sobre las finanzas públicas, dado que la crisis de precios no ha remitido todo lo rápidamente que se esperaba. Aunque los ingresos públicos se han incrementado notablemente debido a la inflación, instituciones como el Banco de España o la Comisión Europea apuntaron a que una cronificación de la crisis provocaría un aumento del coste fiscal de las medidas. Esto es especialmente relevante para el sistema de pensiones, que representan el 10,3 % del PIB. Si se quiere que las pensiones mantengan su poder adquisitivo, esto podría suponer un aumento del 1 % del PIB en 2022 y podría generar un efecto negativo en la evolución futura del gasto en pensiones. De hecho, este es el principal elemento de discusión sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en el próximo futuro, ya que España sigue teniendo un elevado nivel de déficit. De esta manera, el Banco de España, apuntando al impacto macroeconómico de las medidas, señalaba en su *Informe Anual* de 2022 que:

«Cabe reseñar que, aunque las medidas implementadas hayan tenido un efecto positivo sobre el crecimiento económico y hayan ayudado a contener la inflación en el corto plazo, también han supuesto un elevado coste presupuestario, en un contexto de reducido margen de maniobra de la política fiscal en España. Además, algunas de estas actuaciones han tendido a distorsionar

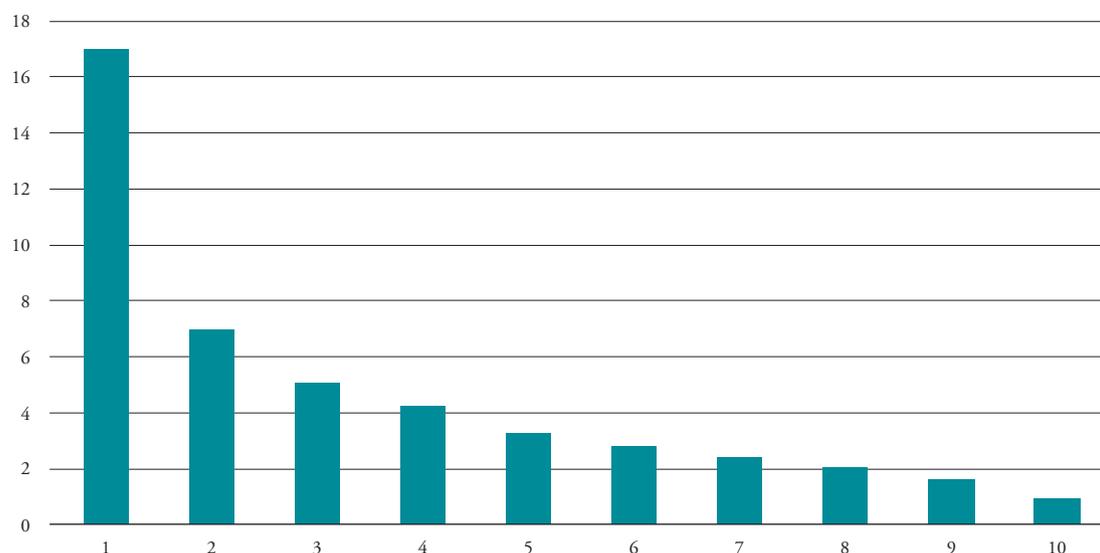
las señales que proporcionan los precios, lo que dificulta una asignación eficiente de los recursos, aspecto especialmente relevante en el marco del proceso actual de transición ecológica».

Así, gran parte de las políticas públicas se han dirigido a apoyar a los hogares más vulnerables, tratando así de preservar la cohesión social. Por otro lado, otras políticas, como las subvenciones a los carburantes de los vehículos, han sido inicialmente debatidas por su carácter regresivo, o por no ajustar adecuadamente la demanda a las nuevas condiciones de la oferta o ir en contra de los objetivos del cambio climático. Lo mismo podría decirse de algunas medidas de apoyo a los sectores productivos, que no han incorporado objetivos de ahorro y eficiencia energética. Según estimaciones preliminares de Graciano *et al.* (2022) de CaixaBank Research, el consumo de combustible ha aumentado para las familias ricas (hasta un 20 % a partir de 2019), mientras que los hogares pobres están reduciendo dicho consumo en un 10 % a partir de 2019. De esta manera, De la Fuente (2023) señala que:

«En línea con nuestro análisis en boletines anteriores, pensamos que habría sido preferible concentrar las ayudas de forma selectiva en los hogares y sectores más afectados mediante ayudas directas, evitando subvenciones generales a la energía y ciertos alimentos que tienen un elevado coste y recaen en buena parte sobre hogares y empresas que no los necesitan. Algo se avanzó en esta línea hace unos meses, con la sustitución de la bonificación general a los combustibles por una batería de medidas específicas dirigidas a los sectores más afectados y la introducción del cheque de 200 euros para las familias de menor renta. Los avances en esta línea, sin embargo, han sido insuficientes y no han tenido la continuidad que habría sido deseable, en parte al menos porque la cercanía de las elecciones no ayuda a facilitar recortes impopulares».

Las evaluaciones preliminares desarrolladas por la AIREF apuntan, sin embargo, a un notable efecto redistributivo del paquete inicial de medidas. Así, la AIREF (2022) señala que, de manera general, las medidas implementadas en España han tenido diferentes grados de focalización en la población. Por ejemplo, las reducciones del IVA y los impuestos sobre la electricidad y el gas no presentaron una focalización especial en los individuos de menor renta, mientras que, en contraste, las medidas destinadas a compensar la pérdida de renta real debido a la inflación, como el aumento del 15 % en el ingreso mínimo vital y las pensiones no contributivas, las ayudas de 200 euros a hogares vulnerables y el bono social térmico, estuvieron más focalizadas en hogares de bajos ingresos. Otras medidas, como el complemento a las becas o la ampliación de la reducción de los rendimientos del trabajo, afectaron principalmente a hogares de rentas medias.

En términos de su impacto redistributivo, el coste de las medidas se distribuyó de manera relativamente uniforme entre los diferentes deciles de renta. Sin embargo, medido en términos relativos a la renta bruta de cada decil, la AIREF señala que el importe destinado a los hogares de la primera decila (los más vulnerables) representaba un incremento del 17 % de su renta, mientras que el impacto en los hogares de mayor renta este porcentaje es inferior al 1 %. Esto apuntaría a un fuerte efecto redistributivo.

**Gráfico 7. Impacto de las medidas en términos relativos por decil de renta**

Fuente: AIReF 2022.

La AIReF señala también el impacto presupuestario de las medidas, en comparación con algunos de los países de referencia en la Unión Europea. Así, el impacto presupuestario total de las ayudas en 2022 y 2023 en las cinco mayores economías de la zona euro ha oscilado entre el 2,3 % y el 3,7 % del Producto Interno Bruto (PIB), de manera que España se ha situado en el contexto del conjunto de sus países de referencia.

En una reciente publicación, elaborada por el Banco Central Europeo y el Joint Reseach Centre de la Comisión, sin embargo, se apunta a un efecto redistributivo más limitado. De acuerdo con sus estimaciones utilizando EUROMOD, el informe señala que los efectos combinados de las medidas solo mitigaron parcialmente los efectos distributivos de la inflación, siendo, de hecho, España uno de los países donde las medidas tuvieron menos efectos redistributivos de todos los estudiados.

## 8. Conclusiones

El episodio de fuerte inflación que se inició a finales de 2021 y que alcanzó su cénit en 2022 supuso un importante *shock* para las economías occidentales, incluyendo un fuerte impacto social focalizado en las clases medias y bajas. En un contexto de máxima incertidumbre, el Gobierno de España, de manera similar al conjunto de países de la Unión Europea, lanzó una serie de medidas de apoyo social para mitigar los peores efectos de la crisis y preservar la cohesión. Los requerimientos de la situación en términos de urgencia y rapidez de la respuesta, sobre todo durante la primavera de 2022, incidieron en la toma de medidas que, consideradas

provisionales, se dirigían a paliar los efectos en el consumo y las rentas familiares, aun cuando a largo plazo sus efectos podrían ser considerados discutibles.

En este contexto, España diseñó un paquete de medidas focalizados parcialmente en los sectores más frágiles de la sociedad, pero que alcanzaba, por motivos de eficacia en el proceso de implementación, al conjunto de la población. Los resultados preliminares de dichas medidas apuntan a un efecto positivo en la reducción de la inflación y en el sostenimiento de la actividad económica, con un importante, aunque no suficiente, efecto redistributivo. No obstante, el coste fiscal asumido por el paquete de medidas podría haberse modulado si se hubiera desarrollado un diseño más centrado exclusivamente en los sectores más vulnerables y no en el conjunto de la población, y, aunque parcial por su duración temporal, algunas de las medidas han podido ejercer un efecto negativo en la señalización de precios y en los objetivos de reducción de consumos energéticos y de reducción de emisiones de gases de efecto invernadero, particularmente en lo relativo a las bonificaciones al consumo de carburantes.

La persistencia de la inflación en el tiempo, las necesidades de consolidación fiscal con la vuelta de las reglas fiscales de la Unión Europea, y el incremento de los tipos de interés, sugieren que las medidas de corte general deberían entrar en su fase de retirada al finalizar 2023, y, en el caso de ser necesarias, mantener únicamente las políticas con mayor impacto en la población más fragilizada. Así lo ha recomendado la Comisión Europea para el año 2024, y así debería verse recogido en la planificación fiscal para los próximos años. Dadas las perspectivas de inflación para el año 2023 y 2024, la retirada de los apoyos, aun siendo paulatina, debería hacerse efectiva en los próximos meses, evitando una cronificación que podrían tener efectos estructurales negativos en términos de fijación de precios, adecuación de la demanda a una oferta energética sujeta a nuevas restricciones, y, finalmente, en términos de transición energética. Sería deseable que, llegado el caso, futuros paquetes de apoyo se diseñasen atendiendo no solo a su impacto coyuntural sino también a sus consecuencias a medio y largo plazo.

## Referencias bibliográficas

- AMORES, *et al.* (2023): «Inflation, fiscal policy and inequality. The distributional impact of fiscal measures to compensate for consumer inflation»; en *ECB Occasional Papers*, 330.
- AUTORIDAD INDEPENDIENTE DE RESPONSABILIDAD FISCAL (AIREF) (2023): *Informe sobre los proyectos y líneas fundamentales de los presupuestos de las AA. PP. 2023: Comunidades Autónomas y Corporaciones Locales*, Informe 52/22.
- BANCO DE ESPAÑA (2022): *Informe Anual 2022*. Disponible en: <https://doi.org/10.53479/29652>
- DE LA FUENTE, A. (2023): «Situación económica y respuesta a la crisis de Ucrania»; en *Boletín FEDEA*, 23: Estudios sobre la Economía Española.
- GARCÍA ARENAS, J. (2022): «Claves del Plan de Choque: ¿qué medidas se van a tomar en España para paliar el impacto de la guerra de Ucrania?»; en *Caixabank Focus*, 7/2022.
- GRAZIANO, A.; LLORENS, E., y MESTRES, J. (2022): «Llenar el depósito, ¿sí o no? Lo que nos dice el gasto en gasolineras de los hogares españoles» en *CaixaBank Research*, Marzo 2022. Disponible en: <https://www.caixabankresearch.com/es/analisis-sectorial/consumo/llenar-deposito-si-o-no-lo-nos-dice-gasto-gasolineras-hogares-espanoles>
- OXFAM INTERMON (2022): *La Desigualdad no se va de vacaciones. Propuestas para avanzar hacia un país más justo, sostenible y equitativo*. Disponible en: <https://cdn2.hubspot.net/hubfs/426027/Oxfam-Website/oi-informes/desigualdad-vacaciones-pais-justo-equitativo.pdf>



MEDITERRÁNEO  
ECONÓMICO  
38

- I. El retorno de la inflación
- II. Razones: materias primas, costes y márgenes
- III. Políticas monetarias y de intervención
- IV. Sociedad: percepción y consecuencias





# EDUCACIÓN FINANCIERA E INFLACIÓN, ¿UNA HISTORIA OLVIDADA?

*David Tercero Lucas*

Universidad Pontificia Comillas (ICADE)

## Resumen

El resurgimiento de la inflación en la segunda década del siglo XXI ha provocado un aumento del estudio de sus causas y orígenes. En el presente artículo, se procura examinar la interrelación entre la inflación y una variable que tiende a obviarse en las discusiones actuales: la educación financiera. La rápida y constante evolución de los mercados financieros y la tecnología está brindando a los consumidores un acceso sin precedentes a diversas opciones de inversión y herramientas financieras. En este contexto, la educación financiera se convierte en un recurso esencial para ayudar a los individuos a comprender y aprovechar estas oportunidades de manera efectiva, planificando de manera más óptima sus horizontes de consumo e inversión y adaptando sus expectativas de inflación —expectativas que tienen un impacto importante en la inflación—. Un mayor grado de educación financiera de la población redundaría directamente en unas expectativas de inflación más ajustadas a la realidad, pudiendo mitigar efectos adversos en la inflación futura.

## Abstract

*The resurgence of inflation in the second decade of the 21st century has led to a deeper investigation of its causes and origins. This article aims to examine the interrelationship between inflation and a variable often overlooked in current discussions: financial literacy. The rapid and constant evolution of financial markets and technology is providing consumers with unprecedented access to various investment options and financial tools. In this context, financial literacy becomes an essential resource to help individuals understand and effectively leverage these opportunities, optimizing their consumption and investment horizons and adjusting their inflation expectations —expectations that have a significant impact on inflation—. A higher level of financial literacy among the population directly contributes to more accurate inflation expectations, potentially mitigating adverse effects on future inflation.*

## 1. La inflación resurge

En ausencia de nuevos *shocks* inesperados, la época de tipos de interés extremadamente reducidos parece haber llegado a su ocaso en el medio plazo tanto en Estados Unidos (EE. UU.) como en la Unión Económica y Monetaria Europea (UEM). El resurgimiento de la inflación —originada por factores de oferta y de demanda<sup>1</sup>— ha provocado que la mayoría de los bancos centrales del mundo se embarquen en un periodo de subidas de tipos de interés históricas, debido especialmente a la magnitud y presteza con las que se están realizando. La Reserva Federal de Estados Unidos, por ejemplo, ha incrementado en más de 5 puntos porcentuales su tipo de interés principal (*effective funds rate*) en menos de año y medio —algo que no tiene precedentes en las últimas tres décadas en el país americano (véase Tabla 1)—. El Banco Cen-

<sup>1</sup> Shapiro (2022) descompone los factores que han contribuido más a la inflación de EE. UU., durante el periodo de 2001 a 2022. Para un análisis de los determinantes de la inflación en la UEM, véase a Gonçalves y Koester (2022).

tral Europeo también ha seguido ese camino, situando el tipo de interés de las operaciones principales de refinanciación (*MRO* por sus siglas en inglés) en el 4,25 % en septiembre de 2023 —su primera subida se produjo al 0,5 % en septiembre de 2022—.

**Tabla 1. Ciclos de incrementos del tipo de interés en EE. UU**

Periodo	Duración (meses)	Cambio total del tipo de interés (puntos porcentuales)
Feb. 1994 – Feb. 1995	12	+2,67
Jun. 1999 – May. 2000	11	+1,51
Jun. 2004 – Jun. 2006	24	+3,96
Dic. 2015 – Dic. 2018	36	+2,03
Mar. 2022 – Sep. 2023*	19	+5,33

*Fuente:* Visual Capitalist.

*Nota:* Se considera que finaliza un ciclo de subidas de tipo cuando el banco central pausa las subidas de tipos en tres o más reuniones consecutivas o los reduce. \*El ciclo que comenzó en marzo de 2022 continúa, aunque la Reserva Federal ha pausado recientemente las subidas de tipos de interés.

La inflación, en especial aquella no anticipada y que supera con creces a los objetivos de la autoridad monetaria, posee una miríada de consecuencias en todos los agentes económicos: reduce el poder adquisitivo real de los asalariados —si su salario nominal no se ha incrementado en su misma medida—, impacta directamente en la rentabilidad esperada por los tenedores de títulos de renta fija, reduce la deuda real de aquellos agentes que hayan pedido prestada financiación, repercute en la recaudación del gobierno, y posee importantes efectos distributivos (véase Doepke y Schneider, 2006).

No obstante, con el fin de poder controlar la inflación y que fluctúe de manera cercana al objetivo de la autoridad monetaria, los bancos centrales toman decisiones de política monetaria no solo basados en la información que poseen de la inflación actual, sino también, de la inflación futura y, por ende, tienen en consideración una variable fundamental: las expectativas de inflación. En otras palabras, uno de los determinantes más importantes considerados tanto en la investigación económica como a la hora de ejecutar la política monetaria son las expectativas de inflación. Por ello, la mayoría de las autoridades monetarias del mundo monitorizan esta variable sabiendo que las expectativas del periodo subsiguiente determinarán e influirán de manera relevante en la inflación futura. Sin embargo, un conocimiento erróneo de conceptos económico-financieros básicos como la inflación, la política monetaria y los tipos de interés puede dar lugar a una evaluación errónea y sesgada de la inflación futura, provocando que esta pueda ser superior.

Por ende, este artículo se centra en examinar en detalle, desentrañar y resaltar la relación existente entre la inflación y la educación financiera de un país.<sup>2</sup> La literatura ha probado que los niveles actuales de cultura financiera en la mayoría de las naciones del mundo son sorprendentemente bajos, afectando de manera natural a la forma en que las personas gestionan sus finanzas personales (Lusardi y Mitchell, 2023). La falta de educación financiera tiende a provocar que los individuos posean expectativas de inflación sesgadas, causando una mayor inflación en el futuro, lo que redundaría directamente en la política monetaria ejecutada por los bancos centrales.

El resto del artículo se estructura de la siguiente manera. En la segunda sección se reparará el papel que tienen las expectativas de inflación y su relevancia e impacto en la propia inflación. La tercera sección aborda la importancia de la educación financiera. Tras ello, se presenta la estrecha relación de la educación financiera con las expectativas de inflación y, por consiguiente, con la inflación. La sección final concluye aglutinando las lecciones aprendidas y provee algunas recomendaciones.

## 2. El papel de las expectativas de inflación

«La década de 1970 tuvo dos periodos en los que aumentaron significativamente los precios de la energía y los alimentos, elevando temporalmente la inflación general. [...] Un factor que probablemente contribuyó fue que el público general había esperado en general una inflación más alta, y esta es una de las razones por las que ahora supervisamos cuidadosamente las expectativas de inflación». (Powell, 2021; pp. 9-10).

Las expectativas de inflación juegan un papel fundamental en la inflación a corto y medio plazo. En especial, cuando el crecimiento de los precios es excelso y la inflación se encuentra alejada de los objetivos de los bancos centrales, las autoridades monetarias prestan mayor atención a cómo evolucionan las expectativas con el fin de analizar si se han desanclado y si son necesarios mayores virajes en las acciones de política monetaria para volver a anclarlas. Pero las expectativas de inflación apenas eran consideradas relevantes hace 60 años, en los inicios de la macroeconomía moderna.

La curva de Phillips original y sus derivaciones iniciales no concedían papel alguno a las expectativas de inflación. No fue hasta que autores como Edmund Phelps y Milton Friedman comenzaron a dar importancia al concepto de expectativas de inflación —argumentando que una tasa de desempleo por debajo de la tasa natural aumentaría las expectativas de inflación—, cuando las autoridades monetarias empezaron a darles importancia, habida cuenta de que podrían influir tanto en la oferta agregada como en la demanda agregada (Adrian, 2023).

<sup>2</sup> A lo largo de este artículo, términos como educación financiera, cultura financiera, o conocimientos financieros se usarán indistintamente.

Sin embargo, aunque fuera una variable cada vez más relevante, la ausencia de una medición adecuada provocaba desajustes a la hora de implementar la política monetaria.

En la actualidad, las técnicas de medición de las expectativas de inflación —en su mayor parte a través de encuestas que realizan institutos o agencias estadísticas o los propios bancos centrales<sup>3</sup>— cada vez son más precisas. Se tienden a recoger datos no solo de expectativas de inflación de los consumidores particulares sino también de *forecasters* profesionales y de empresas, así como expectativas implícitas de los mercados financieros.

Intentando complementar las lagunas que presentaban otras encuestas nacionales como la Encuesta sobre Finanzas de los Consumidores de la Reserva Federal Central y la Encuesta sobre el Gasto de los Consumidores de la Oficina de Estadísticas Laborales estadounidense, la Reserva Federal de Nueva York comenzó a realizar en 2013 la «Encuesta de expectativas de los consumidores» (SCE por sus siglas en inglés) donde intenta arrojar luz sobre las expectativas que tienen los agentes en lo referente a los resultados económicos relacionados con la inflación, el mercado laboral y las finanzas de los hogares.<sup>4</sup> La encuesta, es representativa a nivel nacional y se realiza a través de Internet a más de mil trescientas cabezas de familia, que van rotando cada mes (Armantier *et al.*, 2017). Otros bancos centrales han seguido la estela de la Reserva Federal. El Banco de Canadá, por ejemplo, implementó en 2015 una encuesta similar a la SCE, aunque con frecuencia trimestral. En la eurozona, el Banco Central Europeo comenzó en 2020 a desarrollar la Encuesta de Expectativas de los Consumidores (CES por sus siglas en inglés). Con una muestra inicial de más de diez mil encuestados —llegando a catorce mil en las olas más recientes e incluyendo datos de alta frecuencia de Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Grecia, Países Bajos, Italia y Portugal—, se recogen las percepciones (pasado) y expectativas (futuro) de los consumidores de la zona del euro acerca de la economía, así como sobre su comportamiento económico y financiero. La CES permite al ECB medir cambios en las expectativas de los agentes en respuestas a anuncios de cambios en la política monetaria o modificaciones en la comunicación del banco central. En particular, proporciona información —cuantitativa y cualitativa— sobre expectativas de inflación de los consumidores en diferentes horizontes temporales (Bańkowska *et al.*, 2021).

La utilización de datos de encuestas para la medición de las expectativas de inflación ha sido extremadamente útil tanto para superar ciertas deficiencias que presentaban los modelos teóricos que incorporaban expectativas racionales e información incompleta (véase Coibion y Gorodnichenko, 2015) como también para conocer mejor cómo se forman y el impacto fundamental que tienen en la inflación futura. Los agentes económicos actualizan sus expectativas de inflación cuando reciben información que consideran nueva, es decir, se adaptan constantemente a la nueva situación (Armantier *et al.*, 2013). Esto queda empíricamente más

<sup>3</sup> Durante muchos años, las encuestas solo proporcionaban información cualitativa sobre las expectativas de los encuestados en vez de estimaciones concretas, algo que ya se ha subsanado.

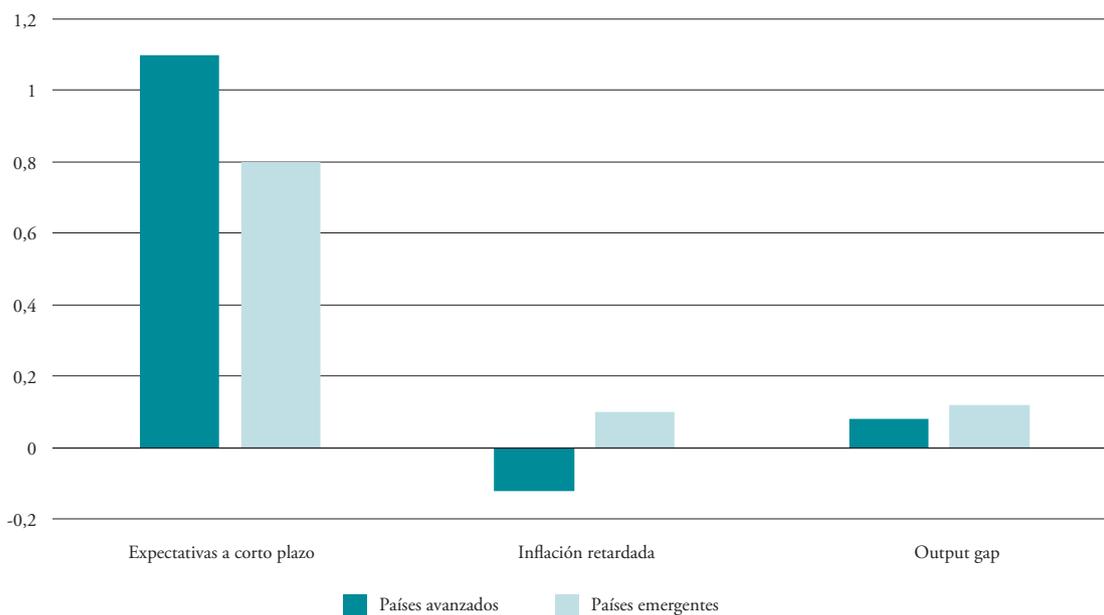
<sup>4</sup> La encuesta procura medir las expectativas de inflación utilizando dos preguntas. En primer lugar, se le pregunta a los encuestados: «En los próximos 12 meses, ¿cree que habrá inflación o deflación? (Nota: deflación es lo contrario de inflación)». En función de su respuesta, se le pide una estimación puntual: «¿Cuál cree que será la tasa de [inflación/deflación] en los próximos 12 meses? Indique su mejor estimación» (Armantier *et al.*, 2017).

demostrado en un estudio ulterior. Así, en dicho estudio, Armantier *et al.* (2016), utilizando datos de la SCE de la Reserva Federal, examinan cómo responden los agentes a nueva información en distintos escenarios de inflación, probando que sus expectativas se forman y adaptan de manera racional, teniendo en cuenta los límites de información que poseen.

Pero ¿influyen las expectativas de los agentes en la inflación futura? En otras palabras, ¿cuánta de la inflación que un país tiene se debe a las expectativas que tuvieron los agentes en el pasado?

La literatura económica ha identificado que las expectativas de los hogares desempeñan un papel fundamental en la explicación de la inflación, incluyendo los aumentos recientes —inflación poscovid— en los niveles de precios. Esto es especialmente relevante en el caso de aumentos bruscos y/o más volátiles de la inflación. Los agentes prestan más atención a la situación económica actual y las expectativas —en especial a corto plazo<sup>5</sup>— se convierten en un factor importante que influye en la inflación real (IMF, 2023), algo que ha ocurrido sobre todo en las economías de los países más desarrollados (véase Gráfico 1).

**Gráfico 1. Importancia de las expectativas a corto plazo explicando la inflación**



*Fuente:* IMF (2023). La figura reproduce los resultados de la estimación a través de una regresión lineal de los coeficientes de una curva de Phillips híbrida llevada a cabo por el IMF (2023). Datos trimestrales del segundo trimestre de 1991 al primero de 2023.

<sup>5</sup> Se entienden por expectativas a corto plazo aquellas que se dan para los próximos 12 meses. Este tipo de expectativas parecen tener un papel mucho más relevante en la inflación que las expectativas a largo plazo (IMF, 2023).

Las expectativas de inflación no solo impactan en la inflación, también influyen en otras decisiones de los hogares relativas al consumo, inversión y endeudamiento. D’Acunto *et al.* (2016) demuestran que un aumento en las expectativas de inflación se traduce en una mayor disposición a adquirir bienes duraderos. En otras palabras, los hogares que esperan precios más estables tienen una menor propensión a comprar bienes duraderos que aquellos que esperan una inflación mayor. Malmendier y Nagel (2016) y Botsch y Malmendier (2023) apuntan a que los hogares con expectativas de inflación más elevadas tienen una menor probabilidad de invertir en bonos a largo plazo y una mayor probabilidad de endeudarse a través de hipotecas a tipo fijo. Además, Malmendier y Wellsjo (2023) encuentran que los hogares con expectativas de inflación más altas incrementan su preferencia por la compra de vivienda en lugar del alquiler. Las decisiones de oferta laboral y fijación de salarios también se ven influenciadas por las expectativas de inflación. Un reciente análisis de Glick *et al.* (2022) muestra que las expectativas de inflación a corto plazo de los hogares son relevantes para la curva de Phillips salarial.

Sin embargo, aunque se ha visto que las expectativas de inflación afectan a la inflación futura y a otras decisiones de consumo e inversión que toman los hogares, no responden de manera significativa a la comunicación de los bancos centrales. Solo tienen efectos medianamente relevantes en la información relacionada con el objetivo de inflación (Coibion *et al.*, 2022) y las posibles mejoras en los marcos de política monetaria<sup>6</sup> (Coibion *et al.*, 2020; Carotta *et al.*, 2023). Aquí entra, por ende, el papel fundamental de la educación financiera.

### 3. Canalizando la importancia de la educación financiera

«Las recientes crisis económicas derivadas del problema de las hipotecas subprime, la pandemia de la covid-19 y, más recientemente, el aumento de la inflación, arrojan luz sobre la importancia de la educación financiera [...]. Es por ello por lo que la educación financiera se ha convertido en un campo de estudio propio y muchos países están fomentando la educación financiera en las escuelas, comenzando en la educación primaria». (Lusardi y Mitchell, 2023; pp. 1-2).

Las expectativas de los agentes económicos tienen un impacto directo en la inflación futura. Pero a la hora de formarse unas expectativas, la educación financiera y el entendimiento de los agentes juega un papel fundamental. Mas, ¿qué es y por qué la educación financiera —otora irrelevante para las personas que toman las decisiones de política— tiene importancia en prácticamente todas las decisiones de los consumidores?

<sup>6</sup> Las mejoras en los marcos de política monetaria podrían abarcar tanto una mejor transparencia como una reforzada independencia del banco central. La reciente resolución de Brasil de implementar, a partir de 2025, un objetivo de inflación continuo del 3 por ciento —en lugar de uno que varíe cada año— constituye un ejemplo tangible de mejora en la operatividad y en la estrategia de comunicación de la autoridad monetaria. El mecanismo implícito que se espera es que esta medida contribuya a la reducción de la incertidumbre y a la mayor eficacia de la política monetaria a través de unas expectativas de inflación menos volátiles (IMF, 2023).

La «democratización» y el desarrollo de los mercados financieros a nivel mundial ha permitido que un gran número de consumidores —en su mayoría individuos de carácter privado— puedan ser partícipes de los mismos. Widdowson y Haiwood (2007) indican que la educación financiera ayuda a mejorar la eficiencia de los sistemas financieros debido principalmente a que los consumidores con mayor conocimiento financiero están más preparados para tomar decisiones de inversión, redundando en una mejora de los servicios que los proveedores de servicios financieros ofrecen. La miríada de productos y servicios financieros existentes está revelando la necesidad de que sus inversores posean unos conocimientos financieros mínimos, sobre todo en aras de prevenir que se vean afectados por abusos desmedidos, fraudes y, en última instancia, la compra de productos cuyo valor se evapore en segundos en una crisis financiera. Pero no solo eso, las personas que no comprenden los conceptos financieros más básicos —como la inflación o el tipo de interés— pueden tener dificultades para elaborar un presupuesto eficiente o carecer de ahorros preventivos para protegerse contra contratiempos (Lusardi y Mitchell, 2023). Es por ello fundamental evaluar si las personas cuentan con las aptitudes necesarias para tomar decisiones financieras óptimas en su día a día. La toma de decisiones financieras adecuadas durante la vida de cada individuo requiere analizar el conocimiento actual de las personas, e identificar qué información adicional requieren para que su toma de decisiones sea lo menos contraproducente posible (Lusardi, 2019). La carencia de cultura financiera no solo limita la capacidad de optimización de decisiones económicas, sino que a nivel agregado contribuye a problemas macroeconómicos y a problemas de inestabilidad financiera (Lusardi y Mitchell, 2023).

Las nociones evaluadas para intentar obtener una métrica acertada varían en función del contexto, los agentes analizados y la región o país considerada, pero existen tres conceptos específicos que son independientes del entorno y claves en la mayoría de las decisiones financieras. Como bien esgrime Lusardi (2019), esos conceptos son: en primer lugar, la capacidad de realizar cálculos de tasas de interés y comprender el tipo de interés compuesto, en segundo lugar, la comprensión de la inflación y finalmente, la comprensión de la diversificación del riesgo. Numerosos estudios de Lusardi y Mitchell (2011a, 2011b) han diseñado un conjunto de preguntas que intentar traducir estos conceptos en métricas que cuantifiquen la educación financiera de un individuo. Su metodología se ha extendido en multitud de países y encuestas realizadas tanto por el sector privado (Alianz, ING, o la Encuesta de Educación Financiera de Standard & Poor's, entre otras) como por el sector público (por ejemplo, la Encuesta de Finanzas de los Consumidores (SCF) de EE. UU.). En especial, se ha popularizado el uso de tres preguntas específicas que intentan captar la esencia de los tres conceptos mencionados anteriormente (véase Tabla 2).

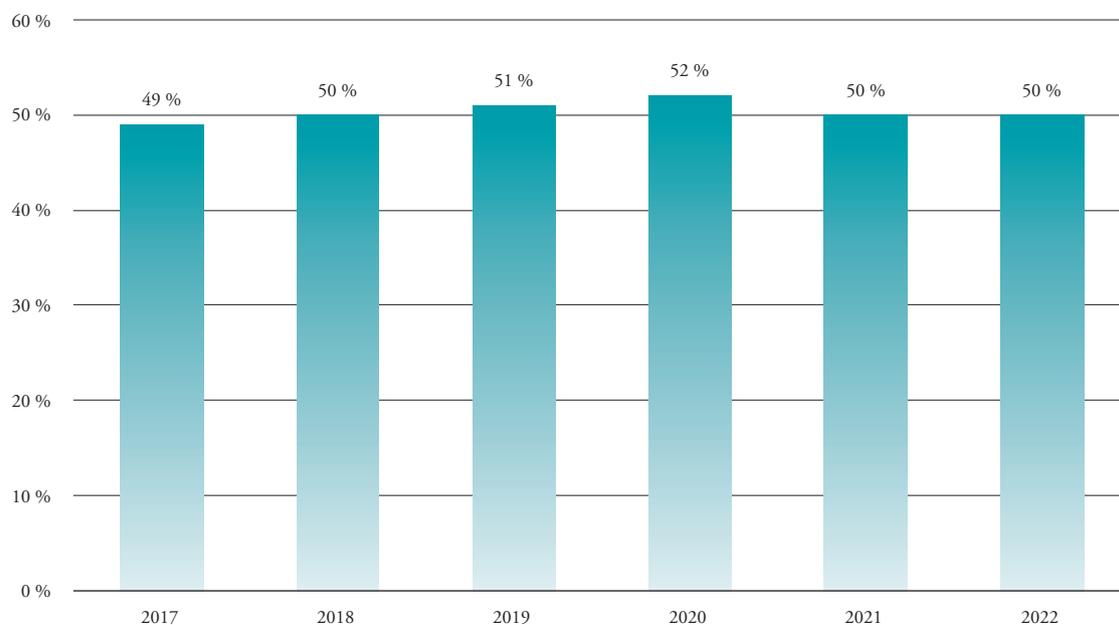
**Tabla 2. Las tres grandes preguntas estándar para medir el nivel de educación financiera**

<p><b>Categoría 1</b> Capacidad de realizar cálculos de tasas de interés y comprender el tipo de interés compuesto</p>	<p>Suponga que tiene 100 € invertidos en una cuenta de ahorros y recibe un tipo de interés del 2 % anual. Después de cinco años, ¿cuánto dinero considera que tendrá en su cuenta corriente si no realiza ninguna operación con ese dinero?</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Más de 102 €. *</li> <li>• Exactamente 102 €.</li> <li>• Menos de 102 €.</li> <li>• No lo sé.</li> <li>• Renuncia a responder.</li> </ul>
<p><b>Categoría 2</b> Comprensión de la inflación</p>	<p>Suponga que el tipo de interés de su cuenta de ahorro es del 1 % anual, y que la inflación fue del 2 %. Después de un año, ¿cuánto podría comprar con el dinero que tiene en esta cuenta?</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Más que hoy en día.</li> <li>• Exactamente lo mismo que hoy en día.</li> <li>• Menos que hoy en día. *</li> <li>• No lo sé.</li> <li>• Renuncia a responder.</li> </ul>
<p><b>Categoría 3</b> Comprensión de la diversificación del riesgo</p>	<p>Indique si la siguiente frase es verdadera o falsa: «Invertir solamente en acciones de una compañía ofrece generalmente un rendimiento más seguro que un fondo mutuo de acciones».</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Verdadera.</li> <li>• Falsa. *</li> <li>• No lo sé.</li> <li>• Renuncia a responder.</li> </ul>

*Fuente:* (Lusardi y Mitchell, 2011a). \* Respuesta correcta.

La mayoría de las encuestas sobre educación financiera arrojan resultados similares. A grandes rasgos, la población de aquellos países más avanzados presenta mejores niveles agregados de educación financiera. Utilizando datos de la encuesta global de educación financiera de S&P, Klapper y Lusardi (2020) exponen que apenas uno de cada tres adultos está suficientemente formado en educación financiera, correspondiendo la mayoría a gente perteneciente a países desarrollados. Los países con las tasas más altas de educación financiera tienden a ser Australia, Canadá, Dinamarca, Finlandia, Alemania, Israel, Países Bajos, Noruega, Suecia y Reino Unido, donde alrededor del 65 % de los adultos poseen un nivel decente de educación financiera. Yakoboski *et al.*, (2022) agregan que, en EE. UU., la población adulta responde, de media, correctamente solo al 50 % de las preguntas sobre educación financiera (utilizando el índice P-Fin<sup>7</sup>) —cifra que se ha mantenido prácticamente constante desde 2017 (véase Gráfico 2)—.

<sup>7</sup> El Índice de Finanzas Personales TIAA Institute-GFLEC (Índice P-Fin) es un indicador que mide los conocimientos y la comprensión que permiten tomar decisiones financieras sólidas y gestionar eficazmente las finanzas personales entre los adultos estadounidenses. El índice se basa en las respuestas a 28 preguntas en ocho áreas funcionales: ingresos, consumo, ahorro, inversión, pedir prestado o prestar, gestión de deudas, asuntos relacionados con los seguros, comprensión del riesgo y tenencia de fuentes de información de referencia (para más información, véase <https://gflec.org/initiatives/personal-finance-index/>).

**Gráfico 2. Conocimiento financiero entre adultos en EE. UU. (2017-2022)**

*Fuente:* TIAA Institute-GFLEC Personal Finance Index (2017-2022).

Dentro de regiones que a priori deberían converger en la mayoría de sus niveles, como la Unión Europea, se ha constatado una variación importante de los niveles de educación financiera. Por otro lado, en los principales países emergentes como Brasil, Rusia, India, China y Sudáfrica, en promedio, solo el 28 % de los adultos poseen un nivel aceptable de educación financiera (Klapper y Lusardi, 2020).

No obstante, estos niveles difieren mucho por grupos de edad, género y niveles de educación alcanzados. Los países avanzados presentan niveles de educación financiera más altos en la población de edad media —son aquellos individuos más jóvenes y los más mayores los que tienen un conocimiento financiero menor—. Este patrón no se da en los países emergentes, donde la educación financiera está inversamente relacionada con la edad. Por otro lado, varios estudios (Mandell, 2008; Shim *et al.*, 2010) han resaltado que la mayoría de los estudiantes de instituto o de universidad de países como EE. UU. no son capaces de obtener un buen resultado en pruebas de educación financiera.

La brecha de género —presente tanto en países desarrollados como en países en desarrollo— también es remarcable (Fonseca *et al.*, 2012; Klapper y Lusardi, 2020). Aunque las mujeres son menos propensas a proporcionar respuestas correctas a las preguntas sobre educación financiera, también tienen una mayor tendencia a indicar que «no saben» la respuesta. A nivel global, el 35 % de los hombres demuestran tener conocimientos financieros, en comparación con el 30 % de las mujeres (Lusardi y Mitchell, 2014). Incluso controlando por edad, país,

nivel educativo e ingresos, las mujeres siguen exhibiendo habilidades financieras más débiles que los hombres (Klapper y Lusardi, 2020).

Por nivel educativo, aquellas personas que no han llegado a tener formación universitaria tienden a presentar resultados mucho peores de educación financiera (Bruine de Bruin *et al.*, 2010; Lusardi y Mitchell, 2014). Empero, lo más interesante de estos estudios es que, a pesar de que los niveles reales de educación financiera son bajos, los encuestados tienden a mostrar una alta autoconfianza en sus conocimientos financieros y, en general, tienden a sobreestimar cuánto saben sobre el tema en cuestión. Como resalta Lusardi (2011), en el Estudio de Capacidades Financieras de EE. UU. de 2009, el 70 por ciento de los encuestados se dieron a sí mismos una puntuación de 4 o más (de un total de 7) de respuestas acertadas, pero solamente el 30 por ciento de la muestra obtuvo un aprobado en conocimientos financieros.

La autoconfianza y los sesgos inherentes a los individuos encuestados provoca desviaciones importantes y divergencias con la realidad. Como ya hemos remarcado, las expectativas de los agentes económicos tienen un impacto directo en la inflación futura. Una mala evaluación y un pobre entendimiento de las subidas de precios futuras provocan un exceso de inflación que se podría corregir si los agentes evaluaran de manera correcta la inflación futura —es decir, se podría intentar subsanar si los conocimientos financieros de la población fueran más elevados—.

#### 4. La educación financiera: ¿una aliada para luchar contra la inflación?

Se ha demostrado empíricamente que las expectativas de inflación son un factor determinante de la inflación futura (IMF, 2023). Sin embargo, ¿influye el nivel de educación financiera de un individuo en la formación de sus expectativas de inflación?

Numerosos estudios han verificado que los grupos demográficos que suelen presentar peores resultados de educación financiera —personas de bajos ingresos, bajo nivel educativo y, a grandes rasgos, mujeres— tienden a tener brechas de percepción de sus expectativas de inflación más amplias. Dicho con otras palabras, está documentado en la literatura económica que estos grupos demográficos tienden a tener expectativas de inflación futura más altas que sus contrapartes, lo que contribuye a una relevante asimetría en la distribución de expectativas de inflación (Bruine de Bruin *et al.*, 2010; Burke y Manz, 2014; Rumler y Valderrama, 2020). Asimismo, los consumidores individuales tienden también a esperar de media tasas de inflación que son significativamente más elevadas tanto que las pronosticadas por *forecasters* profesionales —teniendo estos mayores niveles de educación financiera a priori— como que las realmente experimentadas en sus países. Esto es, además, común para los grupos demográficos anteriormente mencionados y más pronunciado en países que han experimentado una inflación baja y estable durante mucho tiempo (Burke y Manz, 2014).

**Gráfico 3. Relación entre la educación financiera y la inflación**

*Fuente:* Elaboración propia.

La educación financiera, por consiguiente, es clave para poder responder adecuadamente a las encuestas que intentan captar las expectativas de inflación. Las personas con menores conocimientos financieros pueden no entender completamente el concepto de inflación, considerando solamente los precios de un grupo determinado de bienes y servicios, confundir niveles con variaciones de precios o no estar familiarizados con el uso de porcentajes, como bien remarcan en su estudio Weber *et al.* (2022). El simple cambio de la formulación de la pregunta a la hora de preguntar por la inflación también puede repercutir directamente en las expectativas de inflación que se reportan. Las personas con mayores niveles de educación financiera son menos sensibles a este tipo de cambios, comunes en multitud de encuestas (Weber *et al.*, 2022).

Si a esto adicionamos que el no entendimiento de lo que es el banco central, su funcionamiento y operativa y la no confianza en el cumplimiento de sus funciones también afectan a las expectativas de inflación (Rumler y Valderrama, 2020), queda patente la necesidad imperiosa del refuerzo de la educación financiera.

## 5. La necesidad de apostar por la educación financiera

La educación financiera desempeña un papel fundamental en el contexto de las expectativas de inflación y su influencia en las decisiones económicas. Un mayor grado de educación financiera de la población puede provocar que los agentes reduzcan y ajusten sus expectativas de inflación en el futuro, sobre todo si estos se deben a aumentos provocados por factores temporales. La reducción de las expectativas de inflación redundará directamente en las decisiones que tomen los agentes en la actualidad y es probable que permita a los bancos centrales ajustar su política monetaria de una manera mucho más acomodaticia y, quizás, menos drástica. Los ajustes graduales en la política monetaria contribuirán a la estabilidad económica y financiera,

disminuyendo probablemente la volatilidad generada en los mercados y los efectos adversos en la economía en general.

Queda claro que es necesario un mayor énfasis en la formación de los agentes en conceptos como el nivel de precios, la inflación, los determinantes de la inflación y las herramientas de política monetaria del banco central, incluyendo no solo los tipos de interés sino también la comunicación que realizan. De hecho, Burke y Manz (2014) subrayan que una educación financiera aumentada, quizás a través de la mejora en la comunicación de las autoridades monetarias, puede dar lugar a una mayor uniformidad y precisión en las expectativas de inflación. No obstante, debe recalcar que, aunque se ha observado que las expectativas de inflación tienen un impacto en la inflación futura y en las decisiones de consumo e inversión de los hogares, su respuesta a la comunicación de los bancos centrales es limitada.

Fomentar la accesibilidad y eficacia de la educación y los conocimientos financieros se debería presentar como una prioridad ineludible. Esto aplica tanto a los tomadores de decisiones en el ámbito de la política económica como a la política gubernamental. En general, el objetivo debería ser avanzar hacia una sociedad mucho mejor formada financieramente; una población con un mayor conocimiento en cuestiones económicas y financieras que se encuentre mejor preparada para tomar decisiones financieras sólidas, comprender los factores que influyen en la economía y, en última instancia, contribuir a un entorno económico más sólido y estable. En particular, una mejor educación financiera podría servir para 1) fomentar una mayor comprensión de la política monetaria, provocando que los agentes asimilen y respondan adecuadamente a las comunicaciones de los bancos centrales, 2) mejorar el entendimiento de los objetivos de inflación, ajustando sus expectativas en consecuencia, 3) inmunizarse ante la desinformación sobre variables económicas y financieras. Lamla y Lein (2014) apuntan que la información proporcionada por los medios de comunicación informa a los consumidores y les ayuda a actualizar sus expectativas con mayor frecuencia. Empero, si esta información proviene de medios que suelen tener un tono comunicativo más desfavorable, las expectativas de los consumidores se ven afectadas y modificadas de manera más abrupta.

Desde la crisis financiera de 2008 y sus graves consecuencias a nivel global, se ha puesto un mayor énfasis —aunque insuficiente— en la educación financiera a través de algunas regulaciones, como la Ley Dodd-Frank de 2010, que estableció la Oficina de Protección Financiera del Consumidor en los Estados Unidos, con el propósito de proteger y proveer a los consumidores de un mayor conocimiento de productos financieros (Lusardi y Mitchell, 2014). Sin embargo, los esfuerzos son extremadamente limitados, a tenor de los resultados de encuestas de conocimientos financieros, como se ha visto a lo largo de todo el artículo.

## Referencias bibliográficas

- ADRIAN, T. (2023): «The Role of Inflation Expectations in Monetary Policy»; en *IBF/ Deutsche Bundesbank Symposium*.
- ARMANTIER, O.; BRUINE DE BRUIN, W.; POTTER, S.; TOPA, G.; VAN DER KLAUW, W., y ZAFAR, B. (2013): «Measuring inflation expectations»; en *Annu. Rev. Econ.*, 5(1); pp. 273-301.
- ARMANTIER, O.; NELSON, S.; TOPA, G.; VAN DER KLAUW, W., y ZAFAR, B. (2016): «The price is right: Updating inflation expectations in a randomized price information experiment»; en *Review of Economics and Statistics*, 98(3); pp. 503-523.
- ARMANTIER, O.; TOPA, G.; VAN DER KLAUW, W., y ZAFAR, B. (2017): «An overview of the survey of consumer expectations»; en *Economic Policy Review*, (23-2); pp. 51-72.
- BAŃKOWSKA, K.; BORLESCU, A.; CHARALAMBAKIS, E.; DIAS DA SILVA, A.; DI LAUREA, D.; DOSSCHE, M.; GEORGARAKOS, D.; HONKKILA, J.; KENNEDY, N.; GEOFF KENNY, G.; KOLNDREKAJ, A.; MEYER, J.; RUSINOVA, D.; TEPPA, F., y TÖRMÄLEHTO, V. M. (2021): «ECB Consumer Expectations Survey: An Overview and First Evaluation»; en *ECB Occasional Paper*, (287).
- BOTSCH, M. J., y MALMENDIER, U. (2023): «The long shadows of the great inflation: Evidence from residential mortgages»; en SSRN. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=3888762> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3888762> [consultado el 25/09/2023].
- BRUINE DE BRUIN, W.; VAN DER KLAUW, W.; DOWNS, J. S.; FISCHHOFF, B.; TOPA, G., y ARMANTIER, O. (2010): «Expectations of inflation: The role of financial literacy and demographic variables»; en *Journal of Consumer Affairs*, 44(2); pp. 381-402.
- BURKE, M. A. y MANZ, M. (2014): «Economic literacy and inflation expectations: Evidence from a laboratory experiment»; en *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(7); pp. 1421-1456.
- CAROTTA, G.; MELLO, M., y PONCE, J. (2023): «Monetary policy communication and inflation expectations: New evidence about tone and readability»; en *Latin American Journal of Central Banking*, 4(3), 100088.
- COIBION, O. y GORODNICHENKO, Y. (2015): «Is the Phillips curve alive and well after all? Inflation expectations and the missing disinflation»; en *American Economic Journal: Macroeconomics*, 7(1); pp. 197-232.
- COIBION, O.; GORODNICHENKO, Y.; KUMAR, S., y PEDEMONTE, M. (2020): «Inflation expectations as a policy tool?»; en *Journal of International Economics*, 124, 103297.
- COIBION, O.; GORODNICHENKO, Y., y WEBER, M. (2022): «Monetary policy communications and their effects on household inflation expectations»; en *Journal of Political Economy*, 130(6); pp. 1537-1584.

- D'ACUNTO, F.; HOANG, D., y WEBER, M. (2016): «Unconventional fiscal policy, inflation expectations, and consumption expenditure»; en *CESIFO Working Paper*, (5793).
- DOEPKE, M. y SCHNEIDER, M. (2006): «Inflation and the redistribution of nominal wealth»; en *Journal of Political Economy*, 114(6); pp. 1069-1097.
- FONSECA, R.; MULLEN, K. J.; ZAMARRO, G., y ZISSIMOPOULOS, J. (2012): «What explains the gender gap in financial literacy? The role of household decision making»; en *Journal of Consumer Affairs*, 46(1); pp. 90-106.
- GLICK, R.; LEDUC, S., y PEPPER, M. (2022): «Will Workers Demand Cost-of-Living Adjustments?»; en *FRBSF Economic Letter*, (21).
- GONÇALVES, E. y KOESTER, G. (2022): «The role of demand and supply in underlying inflation – decomposing HICPX inflation into components»; en *ECB Economic Bulletin*, (7).
- IMF (2023): «Managing Expectations: Inflation and Monetary Policy»; en *IMF World Economic Outlook: Navigating Global Divergences. Washington, DC, October*; pp. 49-70.
- KLAPPER, L. y LUSARDI, A. (2020): «Financial literacy and financial resilience: Evidence from around the world»; en *Financial Management*, 49(3); pp. 589-614.
- LAMLA, M. J. y LEIN, S. M. (2014): «The role of media for consumers' inflation expectation formation»; en *Journal of Economic Behavior & Organization*, 106; pp. 62-77.
- LUSARDI, A. (2011): «Americans' financial capability»; en *NBER Working Paper*, (17103).
- LUSARDI, A. (2019): «Financial literacy and the need for financial education: evidence and implications»; en *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 155(1); pp. 1-8.
- LUSARDI, A. y MITCHELL, O. S. (2011a): «Financial literacy and planning: implications for retirement wellbeing»; en MITCHELL, O. S. y LUSARDI, A., eds: *Financial literacy: implications for retirement security and the financial marketplace*. Oxford, Oxford University Press; pp. 17-39.
- LUSARDI, A., y MITCHELL, O. S. (2011b): «Financial literacy around the world: an overview»; en *Journal of Pension Economics and Finance*, 10(4); pp. 497-508.
- LUSARDI, A. y MITCHELL, O. S. (2014): «The economic importance of financial literacy: Theory and evidence»; en *Journal of Economic Literature*, 52; pp. 5-44.
- LUSARDI, A. y MITCHELL, O. S. (2023): «The Importance of Financial Literacy: Opening a New Field»; en *NBER Working Papers*, (31145).
- MALMENDIER, U. y NAGEL, S. (2016): «Learning from inflation experiences»; en *The Quarterly Journal of Economics*, 131(1); pp. 53-87.
- MALMENDIER, U. y WELLSJO, A. S. (2023): «Rent or buy? inflation experiences and homeownership within and across countries»; en *Journal of Finance*, forthcoming.

- MANDELL, L. (2008): «Financial Education in High School»; en LUSARDI, A., ed.: *Overcoming the Saving Slump: How to Increase the Effectiveness of Financial Education and Saving Programs*. Chicago y Londres, University of Chicago Press; pp. 257-279.
- POWELL, J. (2021): «Monetary Policy in the Time of COVID»; en *Macroeconomic Policy in an Uneven Economy*. Economic Policy Symposium, Jackson Hole.
- RUMLER, F. y VALDERRAMA, M. T. (2020): «Inflation literacy and inflation expectations: Evidence from Austrian household survey data»; en *Economic Modelling*, 87; pp. 8-23.
- SHAPIRO, A. H. (2022): «How Much Do Supply and Demand Drive Inflation»; en *FRBSF Economic Letter*, (15).
- SHIM, S.; BARBER, B. L.; CARD, N. A.; XIAO, J. J., y SERIDO, J. (2010): «Financial socialization of first-year college students: The roles of parents, work, and education»; en *Journal of youth and adolescence*, 39; pp. 1457-1470.
- WEBER, M.; D'ACUNTO, F.; GORODNICHENKO, Y., y COIBION, O. (2022): «Reality check: How people form inflation expectations and why you should care»; en *Becker Friedman Institute Working Paper*, (40).
- WIDDOWSON, D. y HAILWOOD, K. (2007): «Financial literacy and its role in promoting a sound financial system»; en *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, 70(2); pp. 37-47.
- YAKOBOSKI, P.; LUSARDI, A., y HASLER, A. (2022): «How Financial Literacy Varies among US Adults: The 2022 TIAA Institute-GFLEC Personal Finance Index»; en *TIAA Institute Research Paper Series*, (1).





# LA DESIGUALDAD ENTRE 2019-2021: LA INFLACIÓN FRENTE A LAS RENTAS MÍNIMAS Y LAS POLÍTICAS DEFLACIONISTAS

Ángel Martínez Jorge  
ESADE

## Resumen

El periodo 2019-2022 contiene varios de los cambios más abruptos de las rentas de los hogares y de los precios de la historia reciente de España, un periodo que, por la intensidad de sus cambios internacionales y de las numerosas políticas públicas que se aplicaron, se ha convertido en uno de los más prolíficos para el análisis económico aplicado y la evaluación. En este artículo se dibujan las líneas maestras de cómo se han ido moviendo los ingresos de los hogares y los precios, desagregando en 2021 y 2022 el incremento de los precios por deciles de renta y por los componentes más relevantes que han impulsado al alza el IPC en ambos periodos. Se analizan las políticas públicas puestas en marcha y sus efectos sobre la distribución de los ingresos en los hogares, desprendiéndose algunas importantes lecciones para el futuro.

## Abstract

*The period 2019-2022 brought about several of the most abrupt changes in household incomes and prices in recent Spanish history, a period that, due to the intensity of its international changes and the numerous public policies applied, has become one of the most prolific for applied economic analysis and evaluation. This article outlines how household incomes and prices have moved, disaggregating in 2021 and 2022 the increase in prices by income deciles and by the most relevant components that have pushed the CPI upward in both years. The public policies implemented and their effects on household income distribution are analysed, revealing some important lessons for the future.*

## 1. Introducción

El trienio comprendido entre los años de 2019 y 2021 ha sido probablemente uno de los más caóticos en lo que llevamos de siglo, sucediéndose una pandemia y pospandemia respectivamente a un año 2019 con sus propias particularidades. La ingente cantidad de políticas, titulares, anuncios y globos sonda que se lanzaron a lo largo de esos tres años hacen necesario que demos un pequeño paso atrás para tratar de entender bien cómo cambió la distribución de ingresos durante dichos años y por qué.

Durante 2021 y especialmente en 2022, el Gobierno llevó a cabo numerosas políticas públicas con el objetivo de combatir la inflación, cuyos efectos se dejarían sentir no solo sobre la renta real de las familias, sino también sobre el gasto público al estar asociadas a ellas partidas tan importantes como, por ejemplo, las pensiones públicas. Entre ellas destacaron, por su im-

portancia y sus efectos, el tope al gas y el descuento de veinte céntimos sobre los combustibles, que entraron en vigor a mediados y principios de 2022, respectivamente.

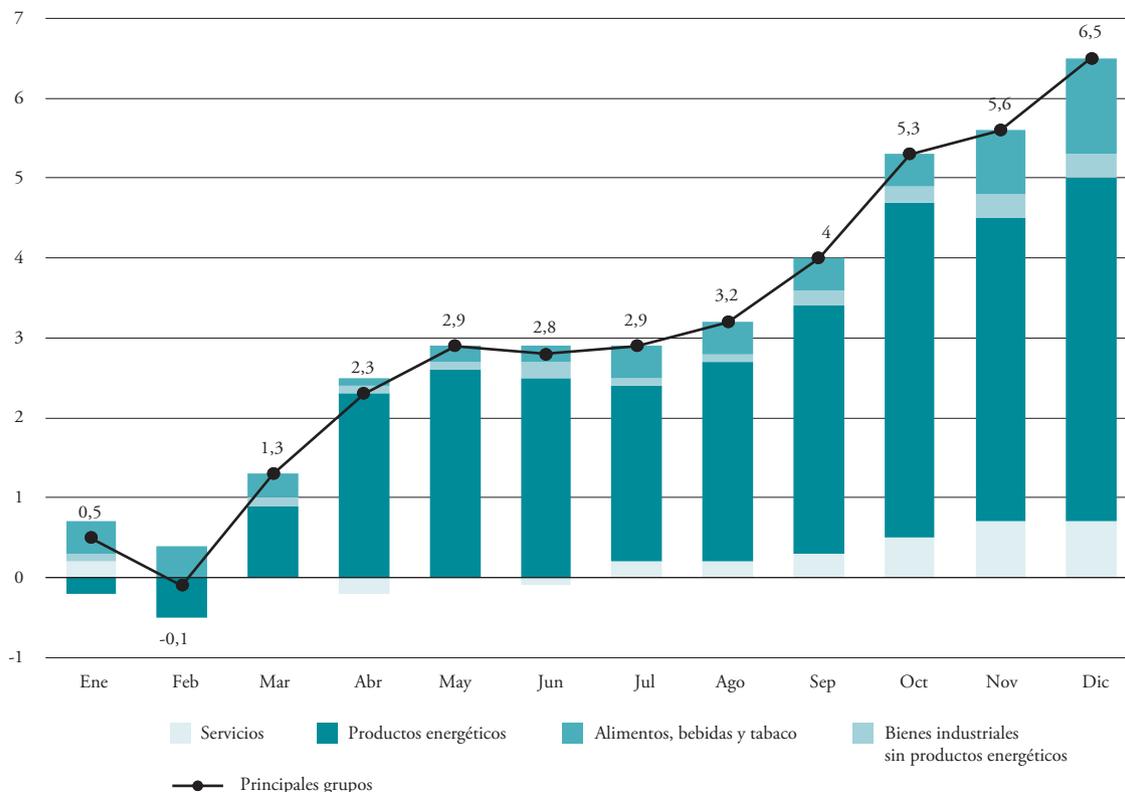
Aunque el análisis de la renta de los hogares deba limitarse a 2021 por la falta de disponibilidad de datos, el impacto de ambas medidas se dejó sentir con fuerza a lo largo de 2022, no solo afectando al IPC agregado, sino también generando un impacto diferencial entre hogares según su capacidad económica. Para poder estudiar el saldo distributivo debido a estas y otras medidas en un periodo como el 2019-2021 es necesario, en un primer paso, calcular tasas de inflación para 2021 para los diferentes hogares según su capacidad económica, utilizando para ello los microdatos de la Encuesta de Presupuestos Familiares (EPF) (2021). A su vez, este ejercicio permitirá calcular, por deciles de gasto equivalente, las diferentes cestas de consumo. Dado que algunas políticas antiinflacionistas, como la rebaja del IVA a la electricidad del 21 % al 10 %, ya entraron en vigor a mediados de 2021, también es necesario estudiar a grandes rasgos sus efectos sobre la inflación durante ese año, algo que desarrollaremos en la siguiente sección.

Posteriormente, podremos fusionar la tasa de inflación en 2021 por deciles con el saldo distributivo del periodo 2019-2021, puesto que el periodo 2019-2020 apenas experimentó cambios en el IPC general, y obtener así cambios nominales y reales en la renta neta de las familias por deciles de ingreso equivalente. Como veremos, gran parte del saldo distributivo final entre 2019 y 2021 puede explicarse por el resurgimiento que experimentaron las rentas mínimas durante 2021, impulsadas por el desarrollo del ingreso mínimo vital (IMV) y un gran crecimiento de su tasa de cobertura. Por último, aunque no entremos en el análisis de ingresos, podemos estudiar, con los microdatos de la EPF de 2022, cómo la imagen del IPC que observamos en 2021 cambió radicalmente en 2022, así como las causas de ello y las posibles políticas públicas responsables.

## 2. El impacto distributivo de la inflación en 2021

El año 2021 se convirtió en el primero de elevada inflación en la última década, aunque este incremento del IPC interanual a partir del mes de abril de 2021 no fue generalizado en los más de 350 grupos de bienes y servicios que define el Instituto Nacional de Estadística (INE). Apenas dos grandes grupos impulsaron prácticamente todo el incremento de la inflación durante gran parte de 2021: los productos energéticos y, en menor medida, los alimentos y bebidas. De hecho, no fue hasta los últimos meses del 2021 que la inflación asociada a los alimentos y bebidas (primer grupo del ECOICOP) comenzó a subir, impulsando así ligeramente la inflación subyacente en esos meses, aunque al gran incremento de los precios de los alimentos se produjo unos meses después, a lo largo de 2022. El hecho de que la inflación del 2021 fuera esencialmente por el incremento de los precios de la energía y los alimentos implica que las consecuencias distributivas no fueron homogéneas, puesto que estos dos grupos de gasto representan un porcentaje del gasto monetario total mucho mayor entre los hogares de menor capacidad económica.

**Gráfico 1. Contribución de los principales grupos de productos a la inflación interanual durante 2021 (en porcentaje)**



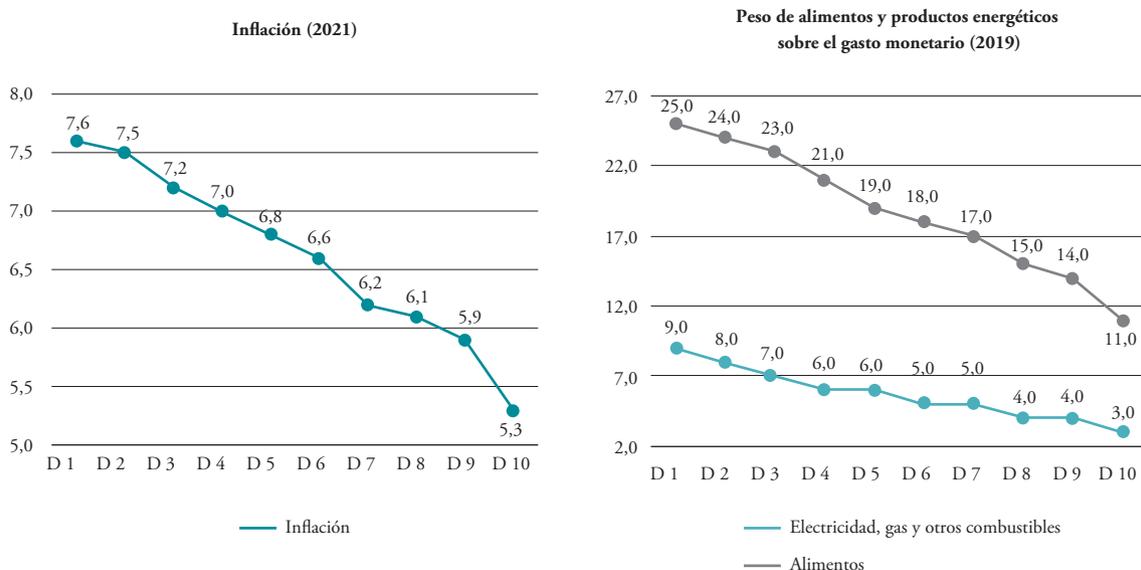
Fuente: INE.

Como es ampliamente conocido, el IPC es una media ponderada de la inflación de una larga lista de productos. Esto significa que, aunque una serie de bienes se encarezcan mucho, si estos no representan un porcentaje elevado del gasto en la cesta de la compra de los hogares, su efecto sobre el IPC general será limitado. Para el conjunto de la economía española, estas ponderaciones replican la cesta de la compra de un hogar representativo, pero, como se podrá intuir, los patrones de gasto cambian significativamente entre grupos de hogares.

En el panel izquierdo del Gráfico 2 se muestra la inflación interanual por deciles de gasto, considerando por separado las cestas de consumo de cada grupo de hogares, desde el 10 % con menos gasto (D1) al 10 % de hogares que gastan más (D10). Como puede apreciarse, la inflación es significativamente más alta para los hogares con menos recursos, y va descendiendo a medida que el hogar presenta un mayor nivel de gasto. Esto se explica, como se ve en la parte derecha del gráfico, porque los hogares desfavorecidos destinan un porcentaje mayor de su cesta de la compra en los grupos de bienes que más se han encarecido durante 2021 —la electricidad y el gas— y, en menor medida, los alimentos. Merece la pena destacar que este impacto desigual de la inflación por la diferente composición de las cestas de consumo no ha sido algo habitual a lo largo de los últimos lustros, o al menos no en magnitudes similares

a estas, puesto que la contribución a las tasas de inflación solía estar formada por grupos de productos más numerosos, lo que por lo general tendía a nivelar el dato por deciles.

**Gráfico 2. Inflación y peso porcentual de los alimentos, electricidad, gas y otros combustibles por deciles (2021)**

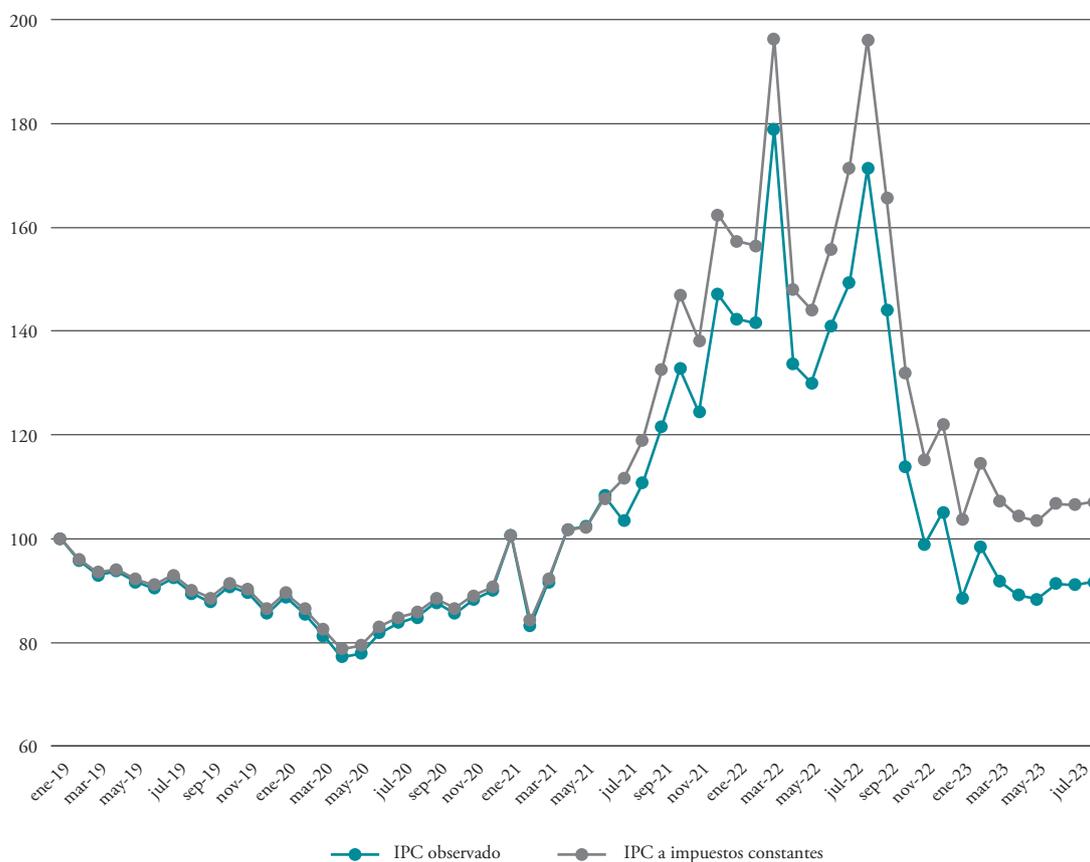


*Fuente:* Encuesta de presupuestos familiares (2019), INE.

Pese a que la inflación del 2021 estuvo impulsada por las subidas de precios del gas y la electricidad, no debemos tomar esto como un síntoma de un fallo en las políticas públicas que se acometieron durante dicho año para tratar de frenar o limitar esta escalada de precios. Una de las medidas más relevantes adoptadas en ese sentido fue la rebaja del IVA de la electricidad desde el tipo general (21 %) al tipo reducido (10 %) durante el verano de 2021. De forma casi simultánea, en septiembre de 2021 se bonificó muy sustancialmente el impuesto especial sobre la electricidad, de tal modo que quedó prácticamente bonificado al 90 %. Ambas medidas, aunque no lograron contrarrestar por completo la escalada de los precios de la electricidad, sin duda jugaron un papel relevante para limitar el impacto desigual de la inflación durante 2021.

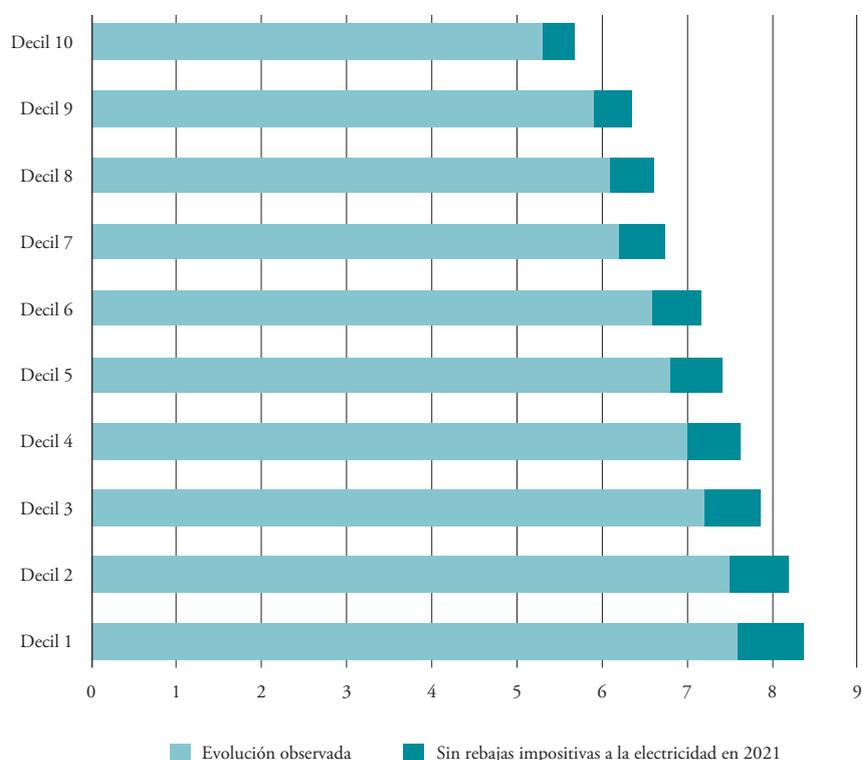
Para mostrar brevemente el efecto de ambas medidas impositivas sobre el precio de la electricidad en 2021, el Gráfico 3 muestra la evolución del IPC mensual asociado a la electricidad entre 2019 y el verano de 2023, tomando como base cien el primer mes del año 2019. Para conocer el impacto (no causal) de las rebajas de impuestos a la electricidad en 2021, el INE permite desagregar el IPC de las diferentes categorías en una serie diferente que asume impuestos constantes, lo que permitirá conocer el impacto de ambas medidas bajo el supuesto de una traslación plena a precios finales de ambas rebajas impositivas.

**Gráfico 3. IPC de la electricidad (índice enero 2019 = 100)**



Fuente: INE.

Debido a la estructura del mercado eléctrico, muy alejado de la competencia perfecta, podría pensarse que ambas rebajas de impuestos podrían haber acabado en manos de las empresas del sector mediante incrementos de precios; sin embargo, es importante recordar que existen peculiaridades del sistema que hacen improbable que este haya sido el caso y, por tanto, apoyan el supuesto de una traslación completa a precios finales de ambas políticas. La primera característica del mercado es la existencia del mercado regulado, que contaba en ese momento con algo más de diez millones de consumidores, para los cuales la traslación del IVA a precios finales estaba esencialmente garantizada por la imposibilidad de las compañías privadas de modificar precios a voluntad. En segundo lugar, la naturaleza del mercado eléctrico, que funciona a través de contratos con precios fijados con anterioridad a la rebaja impositiva, hace pensar que, si acaso, la capacidad de captura de las empresas del sector se habría visto limitada a los nuevos contratos firmados.

**Gráfico 4. Variación interanual del IPC en diciembre de 2021 por deciles de gasto equivalente**

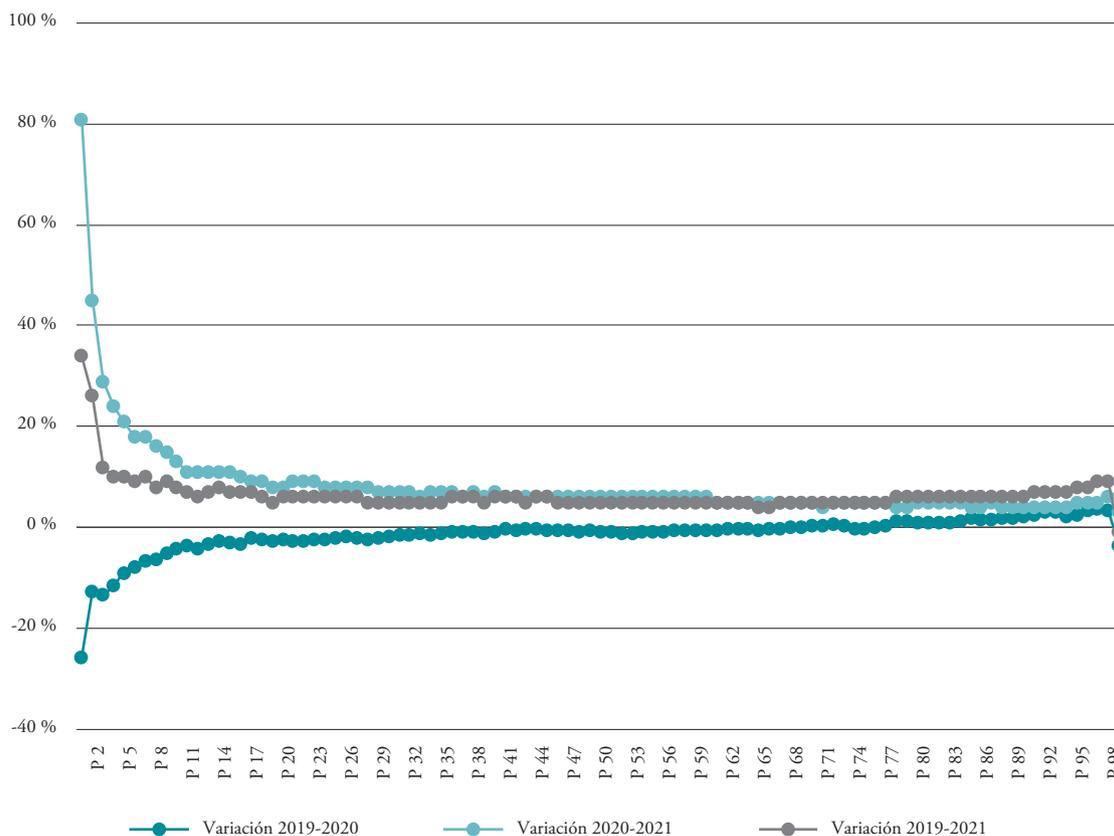
*Fuente:* INE

Dicho lo anterior, se puede observar que, si bien los precios de la electricidad se redujeron hasta los primeros meses de 2021 respecto a enero de 2019, comenzaron a aumentar con mucha fuerza a partir de agosto de 2021, con incrementos de hasta el 80 % en unos pocos meses. En julio de 2021, como consecuencia de la rebaja del IVA, ambas series comienzan un desacople que se acrecentará aún más a partir de septiembre de 2021 y que tendrá como consecuencia un incremento de los precios observados un 15 % menor respecto a la serie bajo impuestos constantes al cierre de 2021. El impacto que esta menor escalada de precios tuvo sobre el dato final de inflación no puede ser ignorado, considerando que el peso del gasto en electricidad de los hogares más pobres rondaba el 4-5 % de su presupuesto monetario total, esto implica que la variación interanual del IPC en diciembre de 2021 para este 10 % de hogares con menor capacidad económica habría sido entre medio punto y un punto superior respecto a los valores presentados anteriormente, que ascenderían al 7,6 % para ese grupo de hogares. Para el resto de los deciles el efecto habría sido también considerable, aunque menor a medida que se avanzase en la distribución de gasto equivalente. Como se verá a continuación, estas políticas impositivas para limitar la inflación coincidieron con otras políticas de gasto que contribuyeron significativamente a mejorar el saldo final de los hogares más pobres en el periodo considerado.

### 3. Cambios distributivos en España (2019-2021)

Antes de empezar con ello es necesario aclarar que, aunque sería del todo deseable incluir el año 2022 dentro de este análisis, como el primer año totalmente libre de las restricciones a la actividad asociadas a la pandemia, los microdatos de la Encuesta de Condiciones de Vida (ECV) que emplearemos tan solo llegan al año 2021, puesto que es una encuesta cuyos datos fiscales tienen dos años de retraso. Las razones para usar los microdatos de la Encuesta de Condiciones de Vida frente a otras encuestas con datos más recientes como la EPF en este ámbito es la calidad de sus datos de renta, que proceden de registros fiscales de la Agencia Tributaria y permiten ver con claridad cuál fue el saldo distributivo total de la pandemia y la pospandemia sobre los ingresos de los hogares españoles.

**Gráfico 5. Cambios en el ingreso equivalente mediano por percentiles de renta (2019-2021)**



El Gráfico 5 refleja la evolución de los ingresos de la sociedad española, por grupos de renta, durante esos años. Para ello, se ordena a los individuos en cien grupos (percentiles) en función de su posición en la distribución de la renta, que se determina a partir del ingreso

equivalente del hogar, que tiene en cuenta la composición de este.<sup>1</sup> Merece la pena remarcar que la posición de un individuo en la distribución de la renta no es necesariamente estática, de tal modo que las personas que en un año determinado se sitúan en el percentil 50 (mediana) de la distribución nacional de ingresos, pueden situarse en los próximos años en tramos más bajos o altos, lo que conocemos como movilidad intrageneracional. A efectos de este trabajo, lo que interesa es comprobar cómo han variado las condiciones de todos esos grupos, independientemente de las transiciones que hayan podido darse dentro de ese periodo. En los siguientes gráficos se mostrará el resultado a partir del segundo percentil, puesto que la renta media del primer percentil tiene valores ligeramente negativos por la presencia de autónomos con pérdidas en ese año, lo que desvirtúa el cálculo de la variación de la renta de un año a otro.

Así, dicho gráfico muestra la caída y la recuperación de los ingresos de los hogares en España según su posición en la distribución de la renta, dividiendo a estos en cien grupos idénticos con un 1 % cada uno (unos 470 mil individuos). Se puede observar siguiendo la línea inferior que, durante la pandemia, fueron los hogares más pobres (el 33 % más pobre) quienes perdieron ingresos como consecuencia de la crisis, mientras que para el 66 % de hogares restantes el año 2020 fue un año sin un cambio significativo de la renta salvo para los miembros del 10 % de renta superior, que lograron ganancias de entre el 2 % y el 3 %, con la notable excepción del 1 % superior, que perdió un 3,6 %. No se debe pasar por alto que si el impacto de la pandemia fue tan moderado sobre los ingresos de los hogares fue en gran medida por las políticas de ERTE y prestaciones para autónomos que se llevaron a cabo en ese periodo y que lograron mantener la renta intacta en términos nominales para la mayoría de los trabajadores. Sin embargo, es evidente que este sistema no cubrió de forma completa a los trabajadores de la parte baja de la distribución, que precisamente por presentar niveles muy elevados de precariedad y rotación laboral quedaron fuera del paraguas de los ERTE. Es por ello por lo que se entiende la caída de renta que se produce dentro de los primeros tres deciles como consecuencia directa del incremento del desempleo y la caída en la intensidad del empleo, esencialmente a través de un menor número de días trabajados a lo largo de ese año, y como resultado de una caída en los salarios medios.

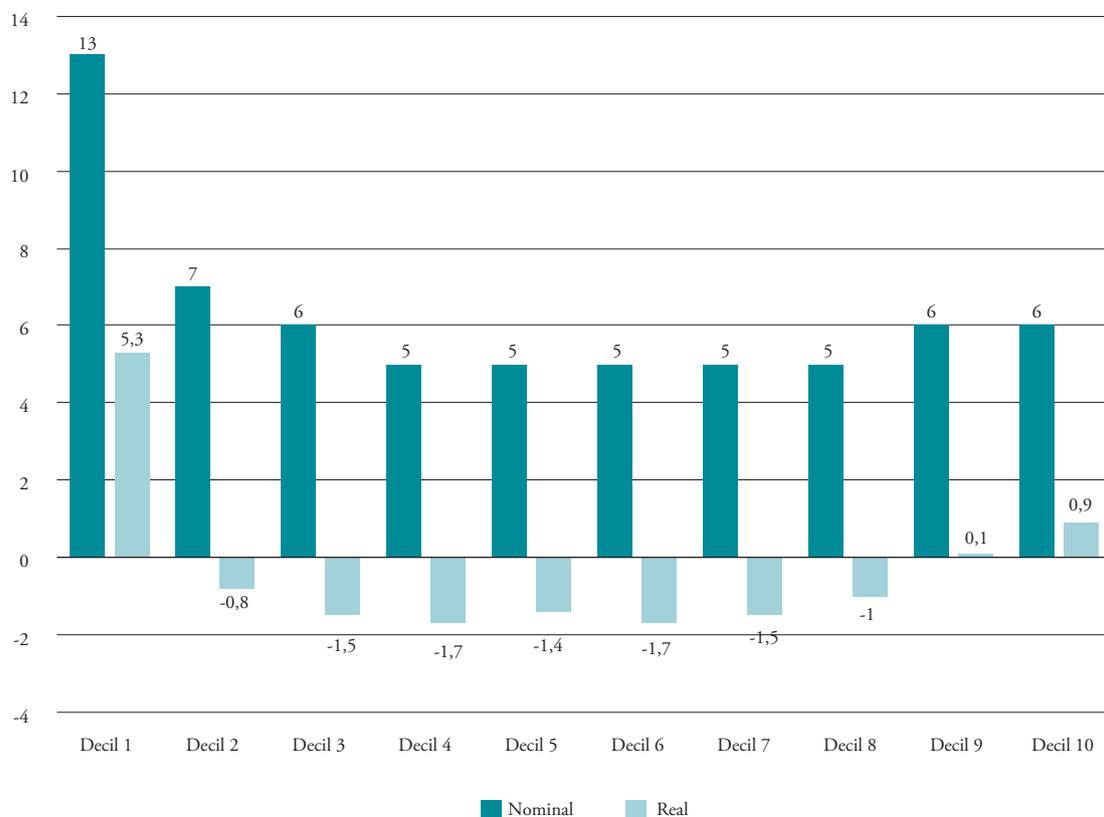
Por su parte, la imagen del año 2021 es la opuesta, con un crecimiento de la renta mucho más acusado entre el primer tercio de los hogares más pobres, especialmente intenso entre el 10 % con menos renta, que no solo logró ganar renta ese año, sino que logró recuperar todo lo perdido durante la pandemia y acabó, como se verá, con un saldo muy positivo. A partir del percentil 30 el crecimiento de la renta durante el 2021 fue mucho más limitado que en los estratos más pobres, pero aun así considerable, de entre el 5-6 %, si bien es cierto que, de nuevo, el 1 % con mayor renta vuelve a ser una excepción con un crecimiento considerablemente menor del 3 %.

<sup>1</sup> Este ingreso equivalente es una medida estándar empleada por el Instituto Nacional de Estadística (INE), que se calcula como la división de la renta neta de todos los miembros del hogar entre el número de unidades de consumo del hogar (definidas de acuerdo con los criterios de la OCDE). Esta definición permite tener en cuenta las economías de escala que se producen dentro de los hogares y que no se considerarían si simplemente calculásemos la renta por persona dentro de cada hogar.

El saldo agregado de cada percentil entre 2019 y 2021 es positivo para los hogares pobres, especialmente entre el 5 % de hogares con menor capacidad económica. Además, es ligeramente positivo, al menos en términos nominales, para la gran mayoría del resto de hogares, de nuevo con la excepción del 1 % superior, que es el único de toda la distribución que pierde renta en el conjunto del periodo.

Como los primeros percentiles de la distribución aumentan considerablemente la escala del gráfico, es conveniente agrupar en deciles a los hogares para ver el cambio entre 2019 y 2021 con más claridad (diez grupos idénticos en tamaño con el 10 % de personas en cada uno: 4,7 millones aproximadamente); recordemos que un decil no es más que la agrupación de sus diez correspondientes percentiles. La historia está clara: gran parte de los hogares españoles ha visto crecer su renta entre un 5 % y un 6 % entre el 2019 y el 2021, pero aquellos hogares que formaban parte del 10 % con menos recursos han experimentado un crecimiento muy superior, del 13 % (Gráfico 6).

**Gráfico 6. Variación del ingreso equivalente (2019-2021) por deciles de ingreso equivalente**



Antes de entrar en las causas de este gran aumento de renta para los hogares pobres, hay que recordar que estos incrementos de la renta son meramente nominales y, por tanto, no descuentan la elevada inflación que experimentaron los hogares durante 2021. La inflación

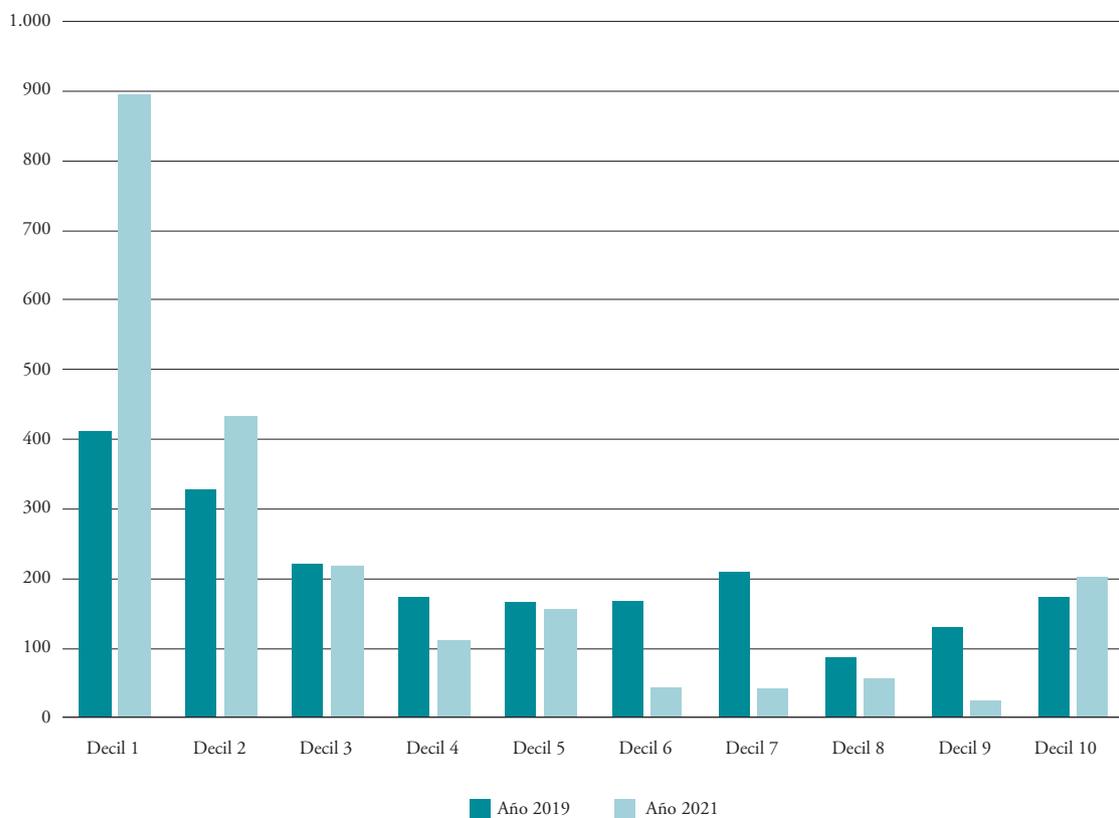
del año 2021 fue, además, una inflación sustancialmente diferente entre ricos y pobres, tal y como se ha explicado en la sección anterior. Para aproximar el efecto real y compararlo con el nominal, el gráfico siguiente deflacta la inflación que experimentó en 2021 cada decil para obtener un crecimiento de la renta en términos reales. La razón para no incluir la inflación del periodo 2019-2020 es no disponer de ese dato por deciles, y porque a buen seguro las diferencias serían mínimas considerando que la inflación media en ese periodo fue de tan solo el 0,3 %. Una vez tomada en cuenta la inflación es posible ver que la mayoría de deciles pierden poder adquisitivo, con la salvedad del 10 % más pobre, que continúa con unas ganancias del 5,3 % en términos reales, y del *top* 10 %, que presenta un incremento del 0,9 %. Todo lo anterior es compatible con la existencia de diferencias dentro de cada decil ya que, como se vio anteriormente, dentro del primer decil, el 5 % más pobre salió relativamente más beneficiado mientras que en el último decil, el 1 % superior perdió renta en términos nominales.

Llegados a este punto la pregunta clave parece evidente ¿Qué ha pasado entre los hogares más pobres para que hayan salido tan relativamente bien parados respecto al resto de hogares españoles? Por suerte, los microdatos de la ECV no solo disponen de la renta neta del hogar, sino que también permiten desagregar esa renta en diferentes fuentes (renta salarial, del desempleo, asistencia social...).

Para tratar de responder podemos observar los ingresos netos medios por hogar al año por asistencia social, una categoría que comprende esencialmente las diferentes rentas mínimas autonómicas y, a partir de 2020, el ingreso mínimo vital (IMV). Hay que destacar que estos valores son la media para todos los hogares, es decir, que incluyen a los hogares que no perciben ninguna de estas prestaciones en «cero» y, por tanto, nos ofrece una imagen de cómo ha variado la interacción de la tasa de cobertura (el porcentaje que sí recibe ayuda, es decir: que no está en cero) con el nivel medio de las prestaciones entre aquellos hogares que sí las perciben. Es decir: es una imagen del efecto completo de la política y cualquier variación de este dato puede explicarse tanto por una variación en el porcentaje de hogares que perciben estas prestaciones como por una variación en la cuantía media que perciben.

En el Gráfico 7 se puede ver cómo los ingresos medios por rentas mínimas entre los diferentes deciles han sufrido una reconfiguración radical entre 2019 y 2021. Para empezar, el ingreso medio se ha más que duplicado entre el 10 % de individuos más pobres, pasando de apenas 400 € a casi 900 € de media al año (recordemos que en este dato se consideran como ceros a quienes no perciben ninguna prestación). El aumento también ha sido significativo en el segundo decil, pero más allá de ello, es destacable que la ayuda media que percibían individuos en la parte media-alta de la distribución se ha reducido drásticamente salvo en el decil 10, que mantiene un valor similar en ambos periodos. Todo lo anterior supone una mejora sustancial en la capacidad del sistema de rentas mínimas de España en localizar y, como veremos, cubrir a los hogares más vulnerables, pese a que aún exista mucho margen de mejora.

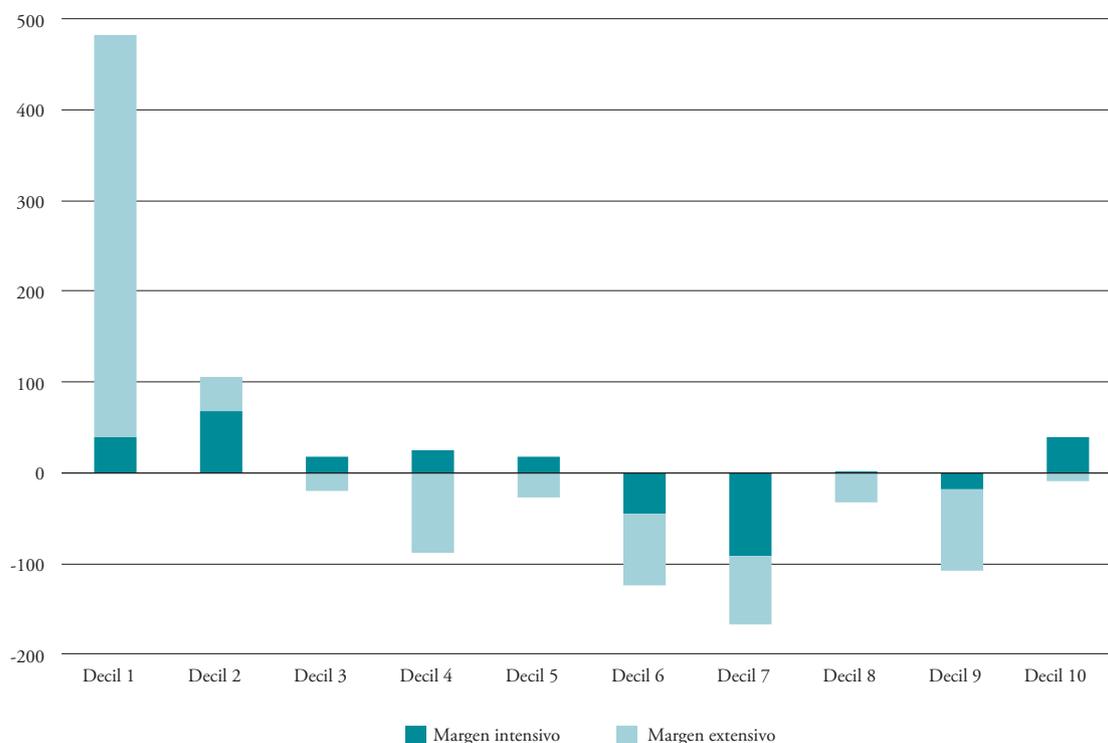
**Gráfico 7. Ayuda media anual por hogar por asistencia social y decil de ingreso equivalente en €**



Sin embargo, queda por responder qué es lo que ha motivado ese incremento. ¿Un aumento en el porcentaje de hogares que cobran estas rentas mínimas/IMV (es decir, la tasa de cobertura de este tipo de ayudas)? ¿O tal vez ese porcentaje de personas se ha mantenido constante y lo que ha aumentado sea la generosidad de esas prestaciones? Para responder se realiza una descomposición del incremento que se vio en el gráfico anterior en los dos componentes mencionados, el aumento de la tasa de cobertura de las prestaciones (margen extensivo) y el aumento de su generosidad (margen intensivo). Para ello, simplemente calcularemos cuál habría sido el cambio en el ingreso medio por asistencia social entre 2019 y 2021 si la tasa de cobertura hubiera permanecido constante como la observada en 2019, lo que permite saber qué parte de la variación en cada decil corresponde a cada componente.

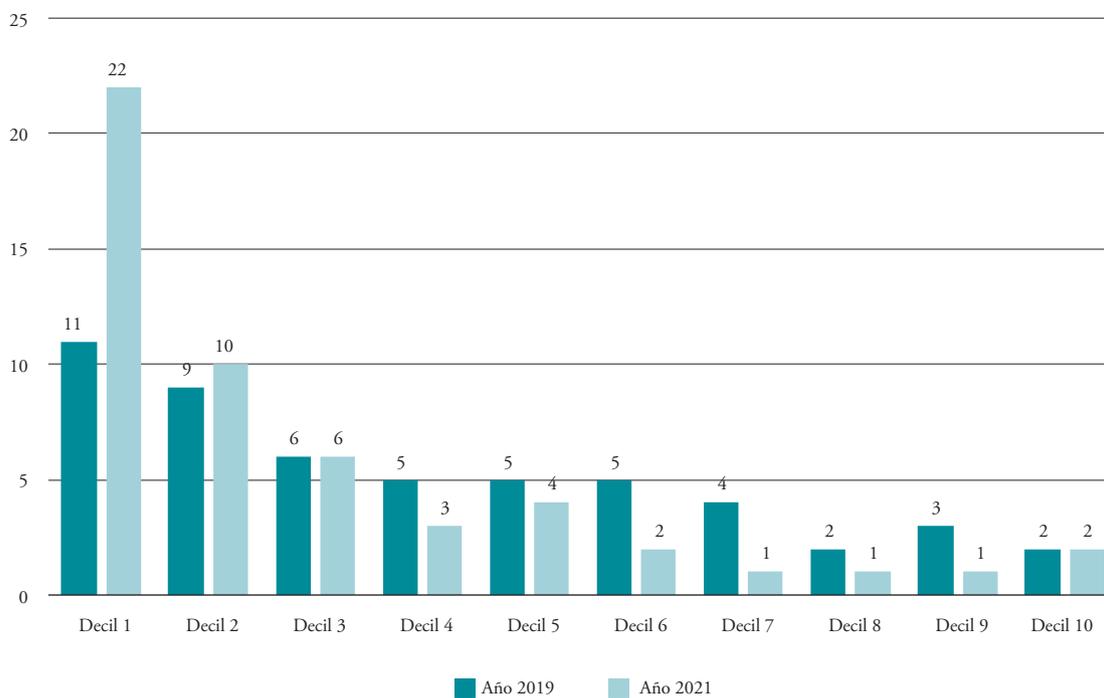
En el Gráfico 8 se puede apreciar que, de los 482 € de aumento que se observan en el gráfico anterior para el decil 1, 442 € pueden explicarse por el crecimiento del porcentaje de hogares que perciben alguna de estas rentas por asistencia social. Del mismo modo, gran parte de las caídas que se observan en los tramos intermedios de la distribución también pueden atribuirse a este mecanismo, pero en forma de una caída de la tasa de cobertura, lo que refuerza la idea de que el IMV ha contribuido a focalizar más el sistema de rentas mínimas que antes estaba fragmentado entre las diferentes administraciones autonómicas.

**Gráfico 8. Variación de la ayuda media anual por hogar por asistencia social por deciles de ingreso equivalente en € (2019-2021)**



En el Gráfico 9 puede apreciarse la magnitud del aumento de la tasa de cobertura de las rentas mínimas/IMV entre 2019 y 2021. Concretamente, en 2019 tan solo uno de cada diez hogares del primer decil recibió estas prestaciones en algún momento del año, frente al 22 % que se observa dos años después. Este incremento se vio al menos parcialmente compensado por la fuerte caída relativa de las tasas de cobertura en los tramos intermedios de la distribución, particularmente entre los deciles 4 y 9. En conjunto, esto supone un reajuste del sistema de rentas mínimas en España en la dirección adecuada, focalizando las prestaciones en los hogares que más lo necesitan. Estos datos son compatibles con la información sobre la tasa de cobertura del IMV que proporciona la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (Airef) en su opinión anual al respecto, donde cifran la tasa de cobertura en un 40 %. Ambas tasas de cobertura son compatibles ya que, en primer lugar, los deciles definidos aquí no son los umbrales actuales que tiene esta prestación, que también cuenta con otros requisitos que un tanto por ciento relevante de hogares con poca renta puede no cumplir (requisitos de residencia, patrimonio o empadronamiento). En segundo lugar, al ser esto una tasa de cobertura de hogares, si aquellos hogares con más miembros (normalmente hijos a cargo) presenta una mayor tasa de cobertura, el porcentaje de personas cubiertas por las prestaciones, que es lo que realmente mide la Airef en su informe, será mayor que el presentado en este gráfico.

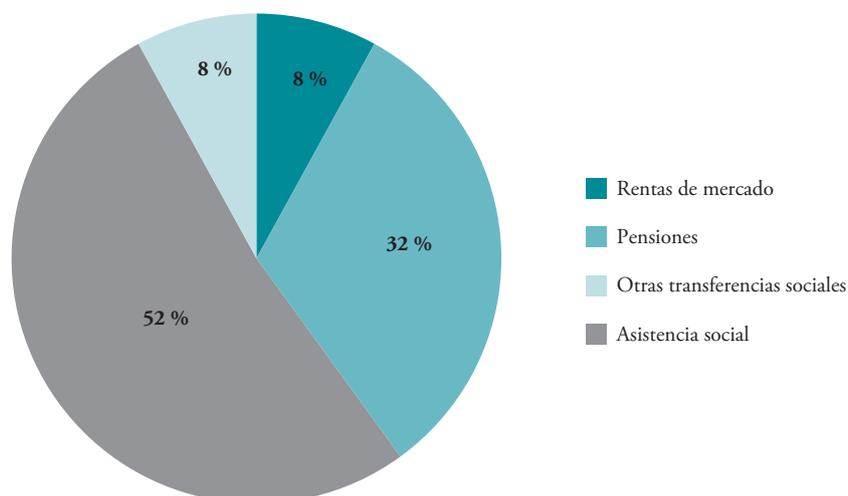
**Gráfico 9. Porcentaje de hogares que han percibido ayudas por asistencia social por deciles de ingreso equivalente**



Por último, ahora que ya tenemos claras las razones del incremento de los ingresos por asistencia social de los hogares más pobres entre 2019 y 2021, conviene poner en perspectiva qué parte del incremento total de la renta de estos hogares más vulnerables que se vio en los primeros gráficos puede explicarse por el crecimiento de los ingresos por asistencia social. Para ello, primero se descompone el crecimiento del ingreso equivalente en las variaciones de la renta neta del hogar y las unidades de consumo medias de cada decil, con lo que se comprueba que la inmensa mayoría del crecimiento del ingreso equivalente del 10 % más pobre, que como se vio anteriormente viene explicado por el crecimiento de la renta del hogar: 12 puntos porcentuales de 13. En el Gráfico 10 se representa qué parte del incremento de la renta neta del hogar se explica por diferentes conceptos: rentas de mercado, pensiones, asistencia y otras prestaciones sociales (principalmente desempleo e invalidez).

Los resultados indican que algo más de la mitad de todo el crecimiento de la renta de los hogares más pobres puede explicarse únicamente por el crecimiento de sus ingresos por asistencia social, mientras que el segundo componente más importante sería el crecimiento de las pensiones (32 %) que, de nuevo, puede ser tanto por un aumento en el porcentaje de población pensionista dentro de los hogares pobres como por un aumento en la generosidad de las prestaciones de jubilación. Por su parte, el incremento de las rentas de mercado, compuestas por los ingresos laborales y del capital, ocupan un papel residual y apenas suponen un 8 % del crecimiento total de la renta de los hogares pobres, el mismo peso que el resto de las prestaciones públicas.

**Gráfico 10. Descomposición del incremento de la renta neta del 10 % de hogares más pobres (2019-2021)**



Todo lo anterior permite extraer lecciones valiosas sobre el comportamiento de los ingresos de los hogares en España en uno de los periodos más importantes de su historia reciente. Por un lado, podemos ver que, muy probablemente gracias a programas como los ERTE, el impacto final de la pandemia sobre los ingresos de los hogares fue más bien modesto, con la salvedad de los hogares más pobres. Estos, a su vez, se recuperaron con fuerza en 2021 y lograron aumentar considerablemente su renta respecto a 2019 mientras que el resto de los hogares, que experimentaron un aumento considerable de ingresos en términos nominales, perdieron poder de compra cuando ajustamos por la fuerte inflación del año 2021. La descomposición del aumento de los ingresos por asistencia social nos permite comprender mejor las causas del incremento de renta de los hogares pobres en ese periodo: fue sobre todo la mayor tasa de cobertura entre 2019 y 2021, más que el incremento en la generosidad de las ayudas, lo que contribuyó a frenar la erosión de ingresos.

Estos datos deberían tomarse como una señal de éxito del IMV como nueva política pública: en un momento de emergencia sin precedentes sirvió para detener la erosión de ingresos a quien más le podría haber afectado, hasta el punto de remontarlos incluso en términos reales. Pero este éxito debe ser puesto en contexto: si fue la mayor tasa de cobertura la responsable de dicho éxito, y si según la última información publicada por la Airef esta tasa ha retrocedido en 2022 frente a 2021 para los hogares susceptibles de recibirla, deberíamos también entender los datos aquí presentados como un motivo para priorizar el esfuerzo no solo en parar cualquier caída en el alcance de la política, sino para, directamente, incrementarlo. Del mismo modo, estos datos nos indican que entre 2019 y 2021 se produjo un empobrecimiento generalizado en términos reales de los hogares españoles, con las excepciones del 20 % y 10 % de hogares con mayor y menor ingreso respectivamente. Pese a que, dadas las circunstancias, el saldo final del periodo 2019-2021 podría haber sido mucho peor, no podemos ignorar que, en 2021,

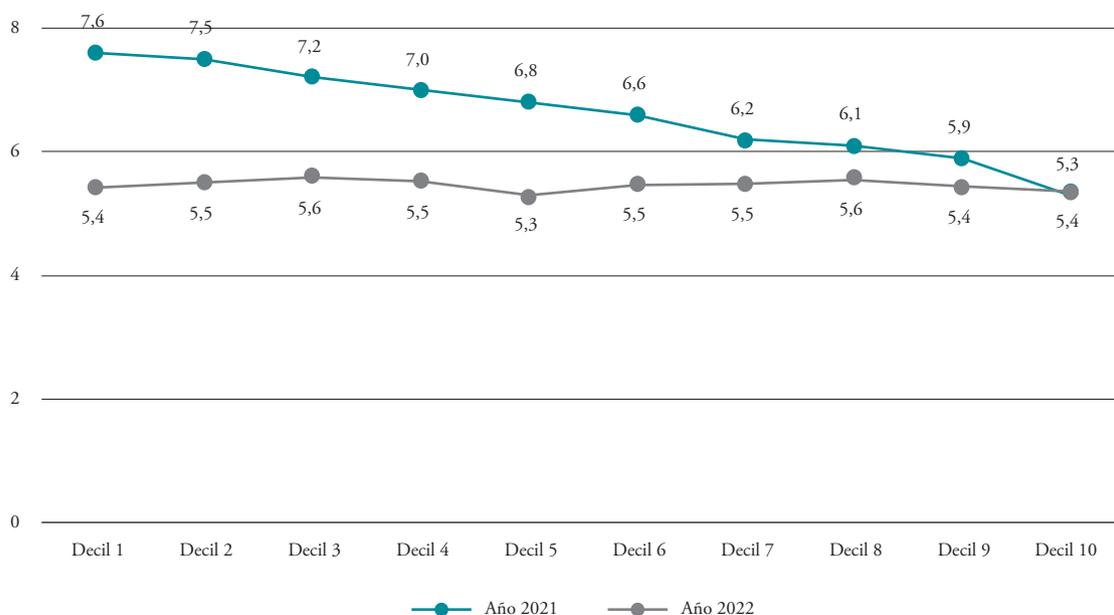
la mayoría de los hogares, muchos de ellos en la parte baja de la distribución, aún no habían recuperado el poder de compra que tenían en 2019 incluso tras las importantes medidas tributarias que se adoptaron en la segunda mitad de 2021 para paliar el efecto de la inflación.

#### 4. La inflación en 2022 y el impacto de las políticas públicas

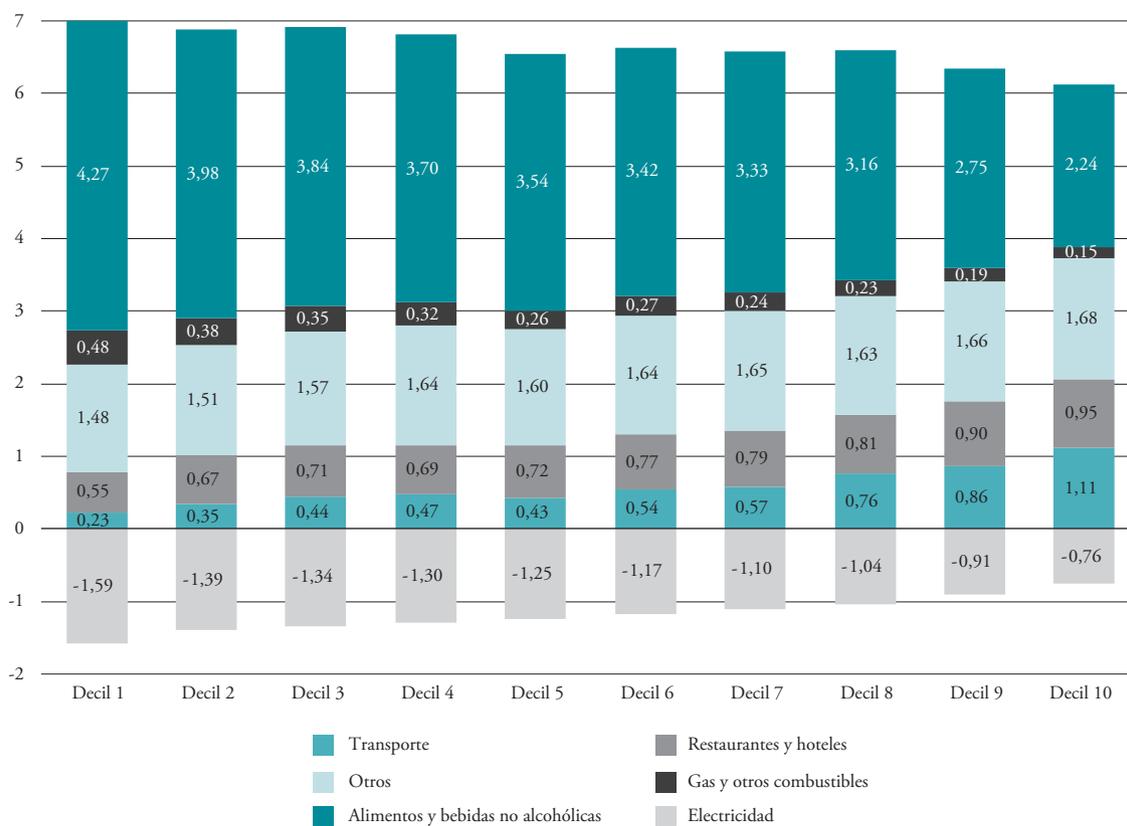
Ahora que ya se ha tratado en profundidad el periodo de 2019-2021, tanto desde el punto de vista de la inflación como desde el punto de vista de los ingresos de las familias, es necesario poner el foco en 2022, el año más intenso de lucha contra la inflación en términos de políticas públicas. Lo cierto es que, si se replica el análisis que efectuamos en el primer punto para así calcular la variación interanual de la inflación en diciembre de 2022 por deciles de gasto equivalente con los microdatos de la EPF, se encuentra una imagen bien diferente respecto a la que observamos en 2021. Pese a que la inflación interanual a finales de 2022 permaneció en cuotas muy elevadas, ligeramente superiores al 5 %, el incremento por deciles fue extraordinariamente homogéneo, pese al marcado incremento de los precios de los alimentos que se experimentó durante ese año que, como vimos en el primer punto, son un grupo de gasto con especial relevancia entre los hogares más pobres.

Entre las políticas públicas nacionales más destacadas durante 2022 para hacer frente a la inflación destacaron, tanto por su impacto presupuestario como por su impacto final sobre los precios, tres de ellas: la bonificación de veinte céntimos del impuesto a los carburantes, el tope al gas y la nueva rebaja del IVA a la electricidad, que pasó del tipo reducido del 10 % al 5 %. Como se verá, estas tres medidas tuvieron, especialmente las que afectaron al precio de la electricidad, un papel decisivo para evitar que la inflación de 2022 volviese a ser especialmente grande sobre los hogares con menor capacidad económica. Precisamente, para entender el papel que tuvieron los incrementos de precios en los diferentes grupos de gasto sobre el IPC de cada decil en el Gráfico 11, desagregamos cada uno de los componentes en siete grandes grupos del ECOICOP, destacando los más relevantes. Para realizar esta desagregación, simplemente multiplicamos el crecimiento interanual del IPC asociado a cada categoría por el peso que supone en el presupuesto total de cada decil.

**Gráfico 11. IPC interanual en diciembre por deciles de gasto equivalente (2021-2022)**



**Gráfico 12. Descomposición del IPC interanual en diciembre de 2022 por grupos de gasto y deciles de gasto equivalente en porcentaje**



Como se anticipaba anteriormente, los alimentos y bebidas han supuesto, con diferencia, el mayor componente positivo de la inflación para muchos de los deciles, particularmente en la parte baja de la distribución y, si fuera solo por este grupo, la imagen habría sido similar respecto a la de 2021. Sin embargo, a diferencia de 2021, entraron en juego otras categorías que acabaron por nivelar la inflación entre grupos de renta. En concreto, el incremento de los precios de hoteles y de servicios de transporte, que son consumidos de forma predominante por los hogares de mayor poder económico, incrementaron con fuerza el IPC entre la parte superior de la distribución, dejando apenas sin cambios a los hogares de la parte inferior y, por tanto, ayudando a nivelar el saldo final. Adicionalmente, la caída que experimentó el precio de la electricidad entre diciembre de 2021 y 2022, que ascendió a un 30 %, generó el segundo elemento igualador en 2022, puesto que logró reducir el IPC de los deciles más bajos en 1,6 y 1,4 puntos respectivamente, con un efecto decreciente hasta llegar a 0,76 puntos para el 10 % de hogares con mayor poder económico.

Gracias a la evaluación sobre los efectos del tope al gas que llevaron a cabo en Hidalgo, Collado, Galindo y Mateo (2023), publicada en EsadeEcPol, se sabe que tuvo una gran repercusión sobre el precio de la electricidad de los hogares que contaban con tarifa regulada que, a principios de 2022, ascendían a 10 millones. Según los autores, el tope al gas redujo los precios de la tarifa regulada en un 30 % durante 2022, reduciendo en última instancia la inflación interanual de España en 0,5 puntos, casi un 10 % menos respecto al valor que se habría experimentado sin la medida (6,2 %). Aunque esta cifra parezca modesta, debemos recordar que el peso de la electricidad sobre el presupuesto total de los hogares españoles no excede el 5 % ni siquiera para aquellos que pertenecen a los primeros deciles. Si al tope al gas sumamos la rebaja del IVA a la electricidad que se experimentó a mediados de año, podemos asegurar que gran parte de las caídas del precio que observamos durante 2022 están asociadas a las políticas públicas llevadas a cabo a lo largo de ese mismo año.

Con un papel menos relevante, se tiene también al gas y el resto de los combustibles (esencialmente gasolina y gasoil), que han supuesto un porcentaje decreciente con la capacidad económica, pero que llegaba casi a 0,5 puntos para el primer decil de hogares. Sobre este grupo han tenido un impacto considerable otras dos políticas públicas, la bonificación de 20 céntimos sobre los combustibles y la rebaja del IVA sobre el gas del 21 % al 5 % que se llevó a cabo en octubre de 2022. Aunque la bonificación de 20 céntimos sobre los carburantes se eliminó a partir de 2023, tenemos evidencia sólida de que, efectivamente, tuvo un elevado grado de traslación a precios cumpliendo por tanto su objetivo de rebajar la inflación durante 2022. En Hidalgo, Martínez y Collado (2022) se examina, con datos de todas las gasolineras de España, el grado de traslación a precios de la bonificación de 20 céntimos a los carburantes mediante una estrategia de regresión en discontinuidad, encontrando que las subidas de precios como consecuencia de la medida fueron de menos de 1 céntimo en el caso de la gasolina y de apenas 3,5 para el caso del diésel, encontrando una menor traslación entre las gasolineras independientes y de precios más bajos. Todo ello permite afirmar que esta política, en parte gracias a su considerable coste presupuestario, logró contener también la inflación de este grupo de productos al menos durante 2022.

## 5. Conclusiones

El periodo 2019-2022 contiene varios de los cambios más abruptos de las rentas de los hogares y de los precios de la historia reciente de España, un periodo que, por la intensidad de sus cambios internacionales y de las numerosas políticas públicas que se aplicaron, se ha convertido en uno de los más prolíficos para el análisis económico aplicado y la evaluación. En este artículo se han dibujado las líneas maestras de cómo se han ido moviendo los ingresos de los hogares y los precios, desagregando en 2021 y 2022 el incremento de los precios por deciles de renta y por los componentes más relevantes que han impulsado al alza el IPC en ambos periodos.

Hemos visto cómo el año 2020 supuso pérdidas de renta considerable para el 30 % de la población con menor renta, especialmente entre los más vulnerables de ese grupo, al no estar cubiertos por muchas de las políticas de mantenimiento de rentas que se desplegaron durante ese año. Sin embargo, esta situación se revirtió por completo en 2021, en buena medida gracias al despliegue del ingreso mínimo vital (IMV) y otras rentas mínimas, que impulsaron de forma decisiva los ingresos de los hogares de la parte baja de la distribución, si bien se produjeron ligeras ganancias de renta entre el resto de los hogares, fueron más modestas. En ese mismo año, la inflación comenzó a despuntar y, al estar mayormente impulsada por el crecimiento de la luz y los alimentos, afectó de forma desproporcionada a los hogares de rentas más bajas, aunque una parte de ellos (decil 1) lograron ganar renta en términos reales. En 2022 la inflación habría mostrado una imagen similar de no ser por políticas desplegadas ese mismo año, entre las que destacaron el tope al gas y la rebaja del IVA a la electricidad, que redujeron considerablemente su precio y contribuyeron a limitar el impacto desproporcionado de la inflación entre las rentas bajas.

## Referencias bibliográficas

- HIDALGO, M.; COLLADO, N.; GALINDO, J., y MATEO, R. (2023): «Los efectos del tope al gas en los precios, la inflación y el consumo seis meses después»; en *EsadeEcPol Policy Insight*, 43, Esade. Disponible en: <https://doi.org/10.56269/MHP20230131>
- MARTINEZ, A.; HIDALGO, M., y COLLADO, N. (2022): «¿Cómo ha afectado el descuento de los combustibles al precio en las estaciones de servicio?»; en *EsadeEcPol Policy Insight*, 28, Esade.
- AIREF (2023): Segunda Opinión sobre el Ingreso Mínimo Vital (IMV). Disponible en: [https://www.airef.es/wp-content/uploads/2023/06/IMV/230615.-Opini3n.-Segunda-Opini3n-IMV\\_AIREF.pdf](https://www.airef.es/wp-content/uploads/2023/06/IMV/230615.-Opini3n.-Segunda-Opini3n-IMV_AIREF.pdf)



# DESGLOBALIZACIÓN E INFLACIÓN: LOS NUEVOS RIESGOS POLÍTICOS

*Juan Luis Manfredi*

Georgetown University y Universidad de Castilla-La Mancha

## Resumen

La desglobalización es el fenómeno que explica la deriva actual del sistema político y económico internacional. Se ha diluido el orden liberal internacional y la era de la hegemonía estadounidense vislumbra su final. En este contexto, el presente trabajo analiza cuáles son las claves políticas del nuevo orden internacional y plantea tres desafíos de la economía de la desglobalización. A saber, la política industrial y el retorno del Estado al capitalismo, las políticas de la naturaleza —cambio climático y energía— y las nuevas redes y cadenas globales de suministro. Se examina el orden político y sus consecuencias en la política económica internacional, con especial atención a los modelos en competencia, sean Estados Unidos, China y la Unión Europea.

## Abstract

*Deglobalisation explains the current drift of the international political and economic system. The international liberal order has dissipated and the era of US hegemony is glimpsing its end. In this context, this work analyses the political keys of the new international order and poses three challenges of the economics of deglobalisation: industrial policy and the return of the state to capitalism, nature policies (climate change and energy) and the new global supply networks and chains. It examines the political order and its consequences for international economic policy, paying special attention to competing models, namely the United States, China and the European Union.*

## 1. El desorden en la posguerra fría

En el inicio de la posguerra fría, el tablero internacional es inestable por definición. No se trata solamente de la agresión rusa, los golpes de Estado en el Sahel o la nueva crisis en Israel y Palestina, sino de los cambios en los valores políticos (polarización, nacionalismo, populismo), la incertidumbre ante el cambio climático (políticas de la naturaleza, crisis alimentaria, estrés hídrico), la transición energética y el abandono progresivo de los combustibles fósiles, el miedo ante la tecnología (inteligencia artificial, redes sociales, vigilancia), la aceleración del ciclo de las políticas públicas (elecciones recurrentes, parálisis institucionales, incapacidad de ejecución presupuestaria) o la parálisis de las organizaciones internacionales (ONU, OMC). Las piezas de la sociedad internacional ya no encajan como se diseñaron en el orden liberal internacional. El fenómeno busca nombre.

Ian Bremmer (2012) acuña *G-Zero World*, una manera de señalar que el orden no está sujeto a un *hegemon*, sino que cada asunto o región depende de un número creciente de actores que compiten en legitimidad y capacidad. En otro orden, se habla de «políticas del interregno» (Le Grand Continent, 2021) para señalar que la pandemia, el nuevo rol de China y las consecuencias del cambio climático abren un abanico de incertidumbres acerca de la arquitectura de las potencias. El informe anual de Munich Security Conference (2020) introduce la idea de «Westlessness». Consiste en el señalamiento de la pérdida de interés por parte de las elites occidentales en los asuntos internacionales, la dejación de la función de liderazgo en políticas y valores. Ahogados por los problemas internos, Estados Unidos, Reino Unido o la Unión Europea no alcanzan a proponer una renovación del modelo de gobernanza internacional, se retiran de las intervenciones militares y renuncia a la promoción de la democracia. El cansancio occidental converge con la retórica poscolonial, que señala que la globalización nunca fue tal. Los BRICS —Brasil, China, Rusia, India y Sudáfrica—, pero también Turquía, Marruecos, Indonesia o Catar buscan su espacio, revisan las relaciones comerciales y aprueban —o no— las sanciones económicas por la guerra de Rusia (Posen, 2022).

La mirada económica de la globalización ofrece otras dimensiones para el análisis. Helen Thompson (2022) señala que cada cambio de paradigma en las políticas energéticas ha generado desorden en la esfera económica y geopolítica, así como en los sistemas democráticos. Otros autores indican que la economía recuperará la actividad económica regional y local con el ánimo de afrontar los problemas derivados de la globalización sin control (Feroz, 2022). Según esta tesis, la localización económica es el camino para recuperar el crecimiento, rebajar los costes inflacionarios y ajustar las cadenas globales de suministro. El comercio global y desestructurado es vulnerable y, precisamente por la naturaleza política de los nuevos riesgos, escapa a cualquier tipo de predicción o certeza. La recuperación de la actividad local es una respuesta para la inseguridad económica y la desigualdad, así como para la creación de empleos y la recuperación de la confianza en el sistema democrático y capitalista. Zeihan (2022) es más directo y plantea el colapso del sistema ante la incapacidad de Estados Unidos de garantizar la seguridad de las cadenas de suministro, mantener bajos los precios de la energía o de defender el libre comercio. Sin interés y sin capacidad, el nuevo orden será nacionalista y tenderá al cierre de fronteras. O'Neill (2022) considera que la globalización económica nunca se produjo en los términos comúnmente aceptados. La autora considera que los bloques regionales sí se han integrado y han avanzado en regulación, competencia o prosperidad, pero que este fenómeno no se ha trasladado a la esfera global en su conjunto.

En estas circunstancias, es acertado señalar que asistimos al proceso de desglobalización. Consiste en la gran transformación de la esfera internacional a raíz de la crisis de 2008, un giro estratégico que afecta a las ideas, los intereses y las instituciones del orden liberal internacional. Representa la decisión política de debilitar la interdependencia global en todos los ámbitos: se detiene la integración económica, se revitaliza el discurso nacionalista, se suspenden las normas internacionales, se bilateralizan las relaciones diplomáticas en detrimento de las multilaterales, se revisa la geografía de los suministros y se abandona la heurística de la globalización como síntesis de libre comercio, sociedades abiertas, democracia liberal y conectividad. La desglobalización

no se debe confundir con un retroceso puntual en las relaciones económicas o comerciales, sujetas a la pandemia o la guerra (Antràs, 2020). No radica ahí el problema, sino en la nueva propuesta política dominante que aspira a fragmentar la gobernanza global y a abandonar la retórica del cosmopolitismo.

Es un concepto polisémico, de índole político, si bien en este trabajo, nos enfocamos en los aspectos económicos y comerciales, con especial atención a la relación entre inflación y desglobalización. La tesis propone que la desglobalización ha naturalizado un nuevo vocabulario macroeconómico donde el aislacionismo no significa renunciar al comercio, sino la revisión del valor de las exportaciones, las industrias energéticas y las políticas industriales desde una perspectiva de seguridad. Las estadísticas no reflejan una desglobalización económica *per se*, sino un progresivo desacoplamiento y reducción de riesgo, «derisking» en acertada expresión de la Comisión Europea. El proteccionismo adquiere multitud de formas: subsidios, exención de impuestos, trato preferente, acceso a los datos y la información pública, concesiones y licitaciones, inversiones estratégicas, compañías que vehiculan los intereses estatales, fondos soberanos, barreras artificiales al comercio, las cuotas, creación de campeones nacionales, transferencia forzada de conocimiento o inversiones en sectores estratégicos. Estas son las decisiones que anticipan el auge del riesgo político y nuevas fuentes de tensión inflacionista.

## 2. Economía de la desglobalización

El modelo expansivo de la década de los noventa y la integración de China en los flujos comerciales y de intercambio contribuyó a reducir la presión inflacionaria en la economía occidental (Attinasi y Balatti, 2021). La salida al mercado internacional facilitaba el acceso al mercado de capitales, la reducción de los costes laborales y, sobre todo, las economías de escala. El mercado global favorece la reducción de costes y aprovecha las ventajas de las redes abiertas y conectadas. Se diseña en un punto, se produce en otro y se ensambla en un tercero para mejor aprovechamiento de cada ubicación.

Tras el acceso a la Organización Mundial del Comercio en 2001, los aranceles chinos cayeron una media del 40 % al 15 % con carácter inmediato hasta llegar al más reciente 8 %. La atracción de capital extranjero, la producción a bajo coste, el desentendimiento de los derechos laborales y medioambientales, así como la inversión pública en infraestructuras disparó la globalización con características chinas. En paralelo, las economías europeas y estadounidense atajaron la inflación local y diluyeron las políticas industriales. La incipiente digitalización de las actividades económicas completó el cuadro de desinterés por multitud de manufacturas y factorías.

Sin embargo, la pandemia de covid-19, el incremento del coste de las materias primas, la creciente inseguridad alimentaria, el precio de la energía o el bloqueo del Canal de Suez por el buque Evergreen aceleraron un cambio de tendencia. La guerra de Rusia y los mecanismos para la reducción del empleo y consumo de carbón en Europa y Estados Unidos han acabado con la

energía barata. El incremento de los costes se ha trasladado a la cadena y no se antoja sencillo revertir la tendencia en el corto plazo. El caso de las materias primas agrícolas es revelador. El precio ha crecido el 50 %, acumulado desde enero de 2021. El grano ucraniano y ruso se ha disparado y las consecuencias directas en la cesta de la compra aún son poco representativas. Se augura una nueva tensión en los países africanos dependientes de dicho grano.

En suma, los ejes de política económica de la desglobalización son de naturaleza inflacionaria: la política industrial, la respuesta ante el cambio climático y la revisión estratégica de las cadenas globales de valor.

La administración Trump articula una política proteccionista entre 2018 y 2019. Los nuevos aranceles a los bienes y servicios chinos generan un doble efecto inflacionista en la economía estadounidense. Por un lado, los consumidores locales pagan más por la adquisición de bienes de bajo valor añadido y ven limitada la competencia en tecnología y servicios, donde sí se encuentra valor añadido. Por otro, las importaciones procedentes de terceros países traen consigo esa elevación del coste a consecuencia de la guerra comercial. Las medidas comerciales no se han retirado durante la presidencia Biden-Harris y, más aún, han promovido la retórica que vincula economía y seguridad nacional.

En Europa, la pandemia reveló las dependencias de la tecnología y la producción extracomunitaria. La agresión rusa ha concienciado de los riesgos de la dependencia energética y la necesidad de dotarse de alternativas, diversificar las fuentes y desvalorizar las infraestructuras actuales (Nord Stream 1 y 2, e.g.). En perspectiva, la política antiinflacionaria y la resistencia frente a la fragilidad requieren una fuerte dosis de inversión pública, la reformulación de las cadenas de valor y la convergencia entre seguridad y resiliencia. La autonomía estratégica principia en industrias y sectores no externalizables a terceros países, la constitución de una política industrial europea sin campeones nacionales y la industrialización, con bases ecológicas y eficiencia energética. Thierry Breton, comisario de Mercado Interior, apunta que «sin una base manufacturera fuerte, la seguridad europea en materia de oferta, capacidad de exportación y creación de empleo está en peligro».

La estrategia de circulación dual en China, aprobada en mayo de 2019, opera con la misma lógica. A la política económica de expansión y apertura comercial de las últimas dos décadas le sigue esta propuesta. Persigue reducir la exposición internacional a todo tipo de riesgos, no solo político, y estimular el consumo doméstico, la creación de una economía de consumo para su propia clase media. La demanda local debería estimular la economía, mejorar la competitividad interna y acelerar la transición digital. La política dual no procura el cierre de las fronteras ni limita de forma expresa las exportaciones, pero sí fija las prioridades de acción pública. Las medidas se diseñaron, en su idea original, para afrontar la crisis demográfica, si bien el coronavirus y la crisis de los bienes raíces y la vivienda han confirmado el foco en la política doméstica. La volatilidad interna es el principal problema de la economía china actual, que ha conseguido estimular la demanda, pero también incrementar los precios.

Los tres actores han encauzado su política comercial a las nuevas orientaciones industriales, una suerte de nacionalismo y segmentación de mercados (McNamara, 2023). A falta de una narrativa hegemónica de libre mercado y globalización, los tres ofrecen soluciones óptimas a escala regional con el ánimo de atraer más jugadores. En los mercados, se organizan por cercanía ideológica (U. S.-E. U. Trade and Technology Council), por continuidad geográfica (Acuerdo entre los Estados Unidos, México y Canadá, USMCA), reducción de riesgos (el pretendido *friend-shoring* de Colombia y Uruguay hacia Estados Unidos) o el tejido de nuevas redes de amistad (inversiones chinas en Marruecos para servir al mercado europeo). Otros países como México, India o Vietnam se ofrecen al mercado como alternativa sostenible en el tiempo para la deslocalización china (Chi, 2023). Indonesia publicita sus minas de níquel, mineral clave en las baterías, como elemento atractivo para la inversión internacional. Estas decisiones presentan reacciones inflacionarias en la transición energética, el acceso a las materias primas y la producción de bienes al consumo.

En el ámbito del cambio climático, la desglobalización afecta al diseño y ejecución de las políticas industriales. Aunque se trata de un fenómeno polisémico que abarca por igual las claves naturales (sequía e incendios forestales, alta temperatura, disponibilidad de agua dulce, inundaciones, subida del nivel del mar, biodiversidad, suelos, aguas interiores y medioambiente marino) como las consecuencias (salud, migraciones forzadas, escasez de alimentos y agua, nueva geografía del Ártico, urbanismo), el cambio climático es inflacionario (Gongloff, 2023). Los riesgos climáticos son diversos: coste del suelo y la energía, imposibilidad de asegurar las instalaciones, intermitencia de la cadena de suministro, inhabitabilidad o volatilidad de las cosechas. Los nuevos costes reducen la competitividad de las corporaciones y suman décimas a la inflación.

Las políticas públicas estructuran una narrativa desglobalizadora, pero profundamente inflacionaria. El coste de las inversiones verdes y la transición energética se traslada al consumidor y a la propia estructura económica. En dicho periodo de transición, el desajuste genera nuevos problemas en el desabastecimiento, el mercado laboral y la protección social. El gasto público y las ayudas sociales alcanzan nuevos límites y se agotan las soluciones keynesianas. En ese contexto, aparecen nuevas soluciones desglobalizadoras: barreras artificiales al comercio, nacionalización de empresas y sectores estratégicos, desentendimiento de las organizaciones de gobernanza económica mundial, pérdida de los arbitrajes por mala gestión e inseguridad jurídica y otras medidas de índole similar. Cuando el interés estratégico de largo plazo se nacionaliza, las políticas climáticas de impacto mundial se desvanecen.

En Estados Unidos, el programa *Build Back Better* representa una política de capitalismo de Estado. Destina 1,2 trillones a la reconstrucción de infraestructuras (*Bipartisan Infrastructure Bill*); es nacionalista con políticas de «*Made & Invest in America*», donde destacan los 280.000 millones de dólares a través de la *Chips and Science Act*; y es proteccionista con 370.000 millones de dólares vinculados a la *Inflation Reduction Act* (IRA). Las inversiones en prevención y mitigación del cambio climático tienen una doble lectura. Por un lado, reducen los costes energéticos y la dependencia de terceros países, no tanto en energía fósil como en otras materias primas o minerales. Por otro, se describe la seguridad energética como un eje incardinado en

las políticas de cambio climático, luego conecta agenda doméstica (inversiones, infraestructuras, empleo, tecnología, descarbonización) con la internacional (competencia china). La descarbonización se plantea como una oportunidad para recuperar la política industrial y el empleo mediante la implementación de aranceles y reducción de los impuestos. Esta medida presenta derivadas inflacionarias.

La agresión rusa ha confirmado la convergencia entre política internacional y dependencia de la importación de gas y petróleo barato (Thompson, 2022b). La apuesta por la transición energética tiene un alto coste inflacionario, ya que devenido en un *shock* de oferta. El efecto látigo de la subida de precios, la reducción de proveedores, la competencia con China y la escasez de recursos propios ha incidido en los costes, trasladados tanto a la industria como al usuario final. La singularidad europea se traslada a otras industrias intensivas en consumo energético. La reciente apuesta de la Comisión Europea por las energías limpias parte de un escenario inflacionario, reconoce la escasez de mano obra y las dificultades geopolíticas (Von der Leyen, 2023). Así, no se concibe una estrategia de seguridad contra Estados Unidos o China, pero sí se adoptan medidas y se referencian las prácticas anticompetitivas de esta última. El vehículo eléctrico, epítome de la movilidad urbana europea, está en el centro de las conversaciones. Igual sucede con el acceso a las materias primas y otros mercados, por lo que se apuesta por el «*smart trade*» y la diversificación de los socios y las alianzas. Si no hay desglobalización europea hacia China, sí se habla abiertamente de desacoplamiento. En la esfera multilateral, el pacto «*Global Gateway*» persigue mejorar las relaciones con el denominado Sur Global, con especial atención a América Latina.

La regulación europea ha desarrollado el *Carbon Border Adjustment Mechanism* (CBAM) para que las importaciones abonen una tasa por las emisiones. El sistema iguala el coste generado a los productores europeos por el cumplimiento de las medidas contra el cambio climático que se derivan de las emisiones. El riesgo inflacionario aparece en la medida en que la reducción de la competitividad de los productos europeos puede elevar los precios domésticos e imponer costes distribuidos de manera asimétrica. El grado de exposición a los mercados internacionales condiciona el impacto del CBAM en sectores como la industria automotriz, la maquinaria herramienta, la metalurgia y los derivados del plástico. El efecto puede trasladarse a los precios del mercado doméstico y conllevar un incremento inflacionario. En otra latitud, Japón ha anunciado inversiones en transformación y adaptación de tecnologías verdes que alcanzan los 150.000 millones de dólares. Estas inversiones, además, orientan el desacoplamiento de la economía china.

En síntesis, las políticas de mitigación y prevención del cambio climático son objeto de reformas y contrarreformas a ambos lados del Atlántico (Ruiz Guix, 2023). No existe una alineación de los intereses, sino una competencia alcista en precios de energía a corto plazo. El desplazamiento de las inversiones entre Estados Unidos y Europa no contribuye a la conversación global, si bien puede generar un mercado suficientemente independiente como para presionar a China. La captura de las inversiones de transición verde y el impulso multilateral, como la nueva agenda del Banco Mundial, van en esta dirección. La avalancha de capital puede acelerar la transición verde, pero no será un fenómeno sin inflación.

El tercer eje de análisis es la estructura de las cadenas globales de suministros. La pandemia anunció el cambio que viene: desglobalización de la internacionalización empresarial en el ámbito privado y la securitización de los análisis (Farrell y Newman, 2019). Los riesgos políticos representan una amenaza directa para la cuenta de resultados, cuando la producción efectiva depende de acceso a materias primas, tecnologías o mercados. La securitización de las cadenas de suministros comprende dos dimensiones: acceso y abastecimiento. En relación con el último, se multiplican las declaraciones y los proyectos políticos que identifican sectores de actividad económica e industrial que son «estratégicos» para el futuro del país. La lista de bienes y servicios en esta categoría comienza en la primavera de 2020 con los productos médicos y biosanitarios para luego extenderse a toda la rama productiva. El acceso, en cambio, se relaciona con las restricciones y el bloqueo de mercancías. Garantizar el envío y la recepción es una prioridad que se valida en la construcción de infraestructuras, la dotación de servicios financieros y desarrollo empresarial. La geografía se convierte en un factor decisivo. La etapa globalizadora favoreció la deslocalización basada en criterios de eficiencia y coste, mientras que la desglobalización pondera las inversiones con criterios de seguridad. Asimismo, la globalización digital ha abierto nuevas fronteras e industrias. Van der Marel (2020) indica que la nueva globalización se construye sobre *inputs* distintos a la anterior: los servicios digitales, la investigación y desarrollo, los datos y las ideas. En la economía industrial, los activos eran otros, así como la fuente de riqueza o creación de valor. El comercio de la globalización crece y la inflación disminuye cuando las relaciones se asientan sobre mercancías y activos físicos, contables y escalables. En esta nueva vertiente digital, la desglobalización permite mantener las relaciones comerciales y de capital sin depender del nexo físico o de la relación personal. Sin esta mediación, la paradoja de la desglobalización está servida. Se disparan las relaciones comerciales digitales, que mantienen la estadística, pero se deslocaliza al mismo ritmo. El cambio de modelo esquiva la ventaja competitiva basada en coste de capital, factorías o escalabilidad. Estos fenómenos desincentivan la globalización industrial y el control asociado de la inflación.

A mitad de camino entre la política industrial y las cadenas de suministro, aparece la disputa por la industria de los semiconductores, los chips, la computación cuántica y la inteligencia artificial. Taiwán, Japón y Corea del Sur producen el 90 % de la industria (Asia Report, 2023). Estados Unidos ha invertido 52.000 millones de dólares en ayudas, exenciones y créditos fiscales para la implantación de nuevas factorías en Arizona y Nuevo México. Apple se ha comprometido a reducir su dependencia extranjera y a adquirir un tercio de su demanda por esta vía. Hyundai y LG abrirán en el estado de Georgia una fábrica de baterías, cuyo coste asciende a 4.300 millones de dólares. En el seno de la Unión Europea, la *Economic Security Strategy* incorpora criterios de no mercado en las relaciones comerciales, el mercado y la regulación. Alemania compite por el nuevo oro del chip y compromete 11.000 millones de euros en la construcción de plantas e infraestructuras para la producción de semiconductores. Por último, Japón cuenta con una *Economic Security Promotion Act* que se construye sobre argumentos similares.

Los chips constituyen el arquetipo de tecnología de doble uso civil y militar, luego se aprecia el interés de seguridad. Estados Unidos, mediante orden ejecutiva, ha limitado la

venta y exportación de procesadores y datacenters con destino a China, aunque permite la venta a Arabia Saudí o Emiratos Árabes. La *Chips and Science Act* (2022) obliga a requerir una licencia especial para las exportaciones, lo que la diplomacia china califica como «bloque tecnológico» que aspira a mantener una «hegemonía tecnológica» (Langley y Waters, 2022). Japón y Países Bajos, al margen este último de la política comercial de la Unión Europea, se ha sumado a la estrategia. Las nuevas condiciones son inflacionarias en la medida en que se reduce la capacidad de actuación de un actor principal, se laminan sus derechos de acceso a la tecnología y se reduce la competencia. Sin embargo, la narrativa china en materia de comercio internacional obvia las barreras artificiales que han creado en su mercado local. Tres medidas principales incrementan la espiral inflacionaria en la materia. A saber, las restricciones al capital extranjero y la sumisión corporativa a decisiones de orden político; la promoción del mercado tecnológico local bajo el paraguas de una política que valide los «valores del tecnosocialismo», y el control de las exportaciones

Estos ejemplos confirman la tesis de una vuelta al intervencionismo del Estado, el gobierno, la empresa y la financiación públicas en la toma de decisiones (Alami *et al.*, 2022). La internacionalización es un aspecto constitutivo de la acción exterior, un espacio donde convergen los intereses públicos y privados. Un problema no resuelto consiste en la restricción a la participación en sectores denominados estratégicos. Los riesgos se desdobl原因. Por un lado, los fondos soberanos representan la intervención mediada en empresas cotizadas que pueden generar riesgos no financieros en la protección de datos, la seguridad, la propiedad intelectual o la concentración. Por otro lado, el capital privado puede determinar el curso de la actividad empresarial. En sectores como la alimentación o el agua, el criterio empresarial o la rentabilidad pueden ser incompatibles con los intereses del Estado. En suma, el intervencionismo disfraza políticas proteccionistas y nacionalistas en sintonía con el proceso desglobalizador. Los actores compiten por una nueva estabilidad y comparten el mismo objetivo de (Freeman y Baldwin, 2022). La reducción de los *shocks* en la cadena globales anticipa un mundo inflacionario con problemas de suministro, capital humano no formado en las competencias requeridas para la transformación digital, sanciones económicas cruzadas, riesgos naturales y guerra.

### 3. Una desglobalización. O muchas

El futuro es imprevisible, si bien podemos señalar tres escenarios de riesgo político. Los cambios en el tablero pueden devenir en un mundo más integrado en el ámbito comercial, pero roto en la gobernanza de los asuntos globales. La democracia liberal compite con otras ofertas políticas y la regulación global se desvanece. El comercio es estable y se domina la inflación. En segundo lugar, puede avanzarse en la integración regional distribuida por bloques políticos y geográficos, aunque China y Estados Unidos dominen sus esferas de influencia. Los campeones regionales acaban por imponer estándares regulatorios. El capital fluye, pero no se mezcla. Hay un crecimiento de la riqueza agregada, pero menos espacio para la cooperación. El tercer escenario es un proceso de desglobalización acelerado. El proteccionismo se

convierte en el «*new normal*» con consecuencias políticas, como el crecimiento de los regímenes autoritarios, y económicas, como el elevado coste de capital y de *compliance*. El interés nacional incrementa los tipos de interés para reducir la inflación propia, pero genera un efecto dominó que lleva ésta a terceros países, a menudo, economías más dependientes. Cuando la competencia se plantea entre el dólar y el euro, las economías con divisas debilitadas sufren la inflación y se quedan sin herramientas. El foco doméstico y el adiós al discurso multinacional abona la espiral inflacionaria. La respuesta es política: populismo y cierre de fronteras. Y la razón populista se dota de argumentos contrarios a la competencia internacional, sobre todo, aquella que viene de China (Colantone y Stanig, 2018).

En cualquiera de los tres escenarios, se anticipa un declive en la confianza del sistema multilateral y una apuesta por las relaciones bilaterales o de escaso número de aliados.

Ante las dudas de una globalización extensa y distribuida por toda la geografía, la desglobalización es la respuesta política para acortar las distancias, reducir el catálogo de actores, aminorar las dependencias. Como poco, asistimos al final de un tipo de globalización que ha marcado la agenda de ideas, instituciones e intereses desde 1945 (Eichengreen, 2023).

La interdependencia y la producción global de bienes físicos incrementan los riesgos políticos o no financieros. En esta nueva etapa, la dispersión incorpora nuevos costes que repercuten en el mercado final. Tal es un escenario que gana en seguridad a costa de disminuir la capacidad de acción en materia de política monetaria o comercial. El caso particular de los microchips es relevante. Muestra la vulnerabilidad de las industrias (de la electrónica de consumo a los automóviles) por causas ajenas a la tecnología o al mercado. El interés de cada actor tiene visos de aislacionismo, protección del interés general propio sobre los bienes públicos globales o la comunidad internacional. Así, las cadenas globales de suministro abandonan su carácter global para convertirse en piezas de una red que se abre o se cierra a conveniencia. Los *shocks* de oferta, el momento aislacionista y las subsiguientes subidas de precios alimentan una desglobalización inflacionaria, si bien ahora las políticas monetarias no pueden controlar el fenómeno con subidas de puntos básicos en la Reserva Federal o la expansión cuantitativa en Europa. Sin otra solución, los productores trasladan la pérdida de competitividad a los precios del consumidor.

Las empresas son sensibles a la combinación de política monetaria restrictiva con riesgos políticos. Se naturaliza el nuevo vocabulario desglobalizador: resiliencia, pacto verde fiscal, repatriación de capital. Lo singular del *shock* es el carácter político, imprevisible e irreversible. Tras el cierre de las empresas en el mercado ruso, la limitación de las exportaciones a China, el bloqueo Arabia Saudí-Catar o las desconocidas consecuencias de la guerra de Israel contra Hamás impulsan el retorno del capital a Estados Unidos o Europa, donde el exceso de liquidez puede conducir a unos precios alcistas. En el caso de China, la desglobalización genera otra dinámica en las compañías globales. La competencia geopolítica con Estados Unidos anima a la elección de un socio y mercado principal, a expensas del otro. Esta divisoria promueve estrategias de diversificación que pueden ser inflacionaria. La sustitución de importaciones baratas por productos locales, más costosos. La estrategia China +1 (o dos o tres países) afecta

al número de proveedores, la competencia entre ellos, el ritmo de adopción de tecnología y el acceso a infraestructuras. Este cóctel resulta en una cadena global que captura inflación.

En el ámbito monetario, la lógica globalizadora permitía a los bancos centrales mantener la inflación en niveles bajos. Sin embargo, los problemas de gobernanza de la desglobalización son alcistas. El cambio climático, la transición energética y su coste, la vuelta a la economía regional o de producción local, los problemas de desempleo, y el acercamiento de las cadenas de suministro se entienden mejor en un escenario de tipos de interés alto. Hoy, en el nuevo contexto de riesgo y volatilidad política, las consecuencias de la política monetaria son una incógnita. Tanto la Reserva Federal como el Banco Central Europeo vinculan los tipos con las inversiones productivas y apuntan contra las burbujas inmobiliarias, digitales o de cualquier otra naturaleza. No habrá un contexto sencillo para la toma de decisiones. El objetivo de reducir la inflación al 2 %, compartido por la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra o el Banco Central Europeo no es realista en el corto plazo. La política monetaria no puede contribuir a reducir la inflación cuando la estructura fiscal de los países está debilitada y el riesgo político está disparado. Bianchi y Melosi (2022) identifican los problemas de la nueva coyuntura: la falta de un marco fiscal apropiado y el tamaño de la deuda pública. Frente al modelo previo de la globalización, la situación actual requiere una política monetaria consistente y un conjunto de medidas fiscales. De lo contrario, la posibilidad de estanflación, deuda pública inabarcable y contagio internacional. En Europa, la Comisión Europea ha revisado las bases del pacto fiscal y de estabilidad para adaptarse al contexto de nueva normalidad, una combinación de economía pospandémica y en guerra. Las reformas están alineadas con la tesis de Bianchi y Melosi, ya que se persigue la reducción de la deuda y la simplificación de criterios de cumplimiento de dichas reformas. En Estados Unidos, el control del ala más reaccionaria del Partido Republicano en el Congreso se opone al incremento de los impuestos y no facilitará la transición energética.

En síntesis, la estructura económica mundial se orienta hacia un modelo de creciente desglobalización, con evidentes nuevos riesgos políticos y naturaleza inflacionista. En un mundo multipolar, las economías de escala se reducen, el mercado de capitales se ajusta a las necesidades de cada área, la división del trabajo se desmejora y la transición energética se ralentiza. Así, no se espera un contexto sencillo para la toma de decisiones. Sin embargo, se esperan respuestas políticas en los tres ámbitos mencionados —política industrial, respuesta ante el cambio climático y cadenas globales de valor— para reducir la incertidumbre y reconstituir la confianza.

## Referencias bibliográficas

- ALAMI, I.; DIXON, A. D.; GONZÁLEZ-VICENTE, R.; BABIC, M.; LEE, S.; MEDBY, I.A., y GRAAFF, N. (2022): «Geopolitics and the ‘New’ State Capitalism»; en *Geopolitics*, 27:3, pp. 995-1023.
- ANTRÀS, P. (2020): «De-Globalisation? Global Value Chains in the Post-COVID 19 Age»; en *NBER Working Paper*, 28115.
- ATTINASI, M. G. y BALATTI, M. (2021): «Globalisation and its implications for inflation in advanced economies»; en *ECB Economic Bulletin*, Issue 4/2021.
- ASIA REPORT (2023): *Semiconductor Supply Chains in the Indo-Pacific: The Role of Taiwan, South Korea and Japan*. Rising Powers Initiative-Elliot School International Affairs, George Washington University.
- BIANCHI y MELOSI (2022): «Inflation as a Fiscal Limit»; en *Federal Reserve Bank of Chicago*, 2022-37.
- BREMMER, I. (2012): *Every Nation for Itself: Winners and Losers in a G-Zero World*. Nueva York, Penguin.
- CHI, R. (2023): «Deglobalization, Inflation and What it Means for Emerging Markets»; en *AGF Insights. Outlook 2023*; pp. 25-27.
- COLANTONE, I. y STANIG, P. (2018): «Global Competition and Brexit»; en *American Political Science Review*, 112(2), pp. 201-218.
- EICHENGREEN, B. (2023): «Is this how globalization ends?»; en *Prospect Magazine*. Disponible en: <https://www.prospectmagazine.co.uk/world/globalisation/62824/is-this-how-globalisation-ends> [consultado el 3/10/2023].
- FARRELL, H. y NEWMAN, A. L. (2019): «Weaponized Interdependence: How Global Economic Networks Shape State Coercion»; en *International Security*, 44(1); pp. 42-79.
- FOROOHAR, R. (2022): *Homecoming. The path to prosperity in a post-global*. Nueva York, Penguin.
- FREEMAN, R. y BALDWIN, R. (2022): «Global supply chain risk and resilience»; en *Prospect Magazine*. Disponible en: <https://cepr.org/voxeu/columns/global-supply-chain-risk-and-resilience> [consultado el 3/10/2023].
- GONGLOFF, M. (2023): «Add Inflation to Reasons to Worry About Climate Change»; en *Bloomberg*. Disponible en: <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2023-10-13/climate-change-and-inflation-are-inextricably-linked?srnd=undefined#xj4y7vzkg> [consultado el 3/10/2023].
- LANGLEY, W. y WATERS, R. (2022): «China condemns move threatening access to advanced Nvidia chips»; en *The Financial Times*. Disponible en: <https://www.ft.com/content/7005d5d2-b02f-4092-a35c-8b44889a5f90> [consultado el 3/10/2023].

- LE GRAND CONTINENT (2020): *Politiques de l'interrègne. Chine, pandémie, climat*. París, Gallimard.
- McNAMARA, K. R. (2023): «Transforming Europe? The EU's industrial policy and geopolitical turn»; en *Journal of European Public Policy*.
- MUNICH SECURITY CONFERENCE (2020): *Munich Security Report 2020 Westlessness*.
- O'NEILL, S. (2022): *The Globalization Myth. Why Regions Matter*. Yale, Yale University Press.
- POSEN, A. (2022): «The End of Globalization? What Russia's War in Ukraine Means for the World Economy»; en *Foreign Affairs*. Disponible en: <https://www.foreignaffairs.com/articles/world/2022-03-17/end-globalization> [consultado el 3/10/2023].
- ROBERTS, A. y LAMP, N. (2021): *Six Faces of Globalization. Who Wins, Who Loses, and Why It Matters*. Boston, Harvard University Press.
- RUIZ GUIX, P. (2023): «El impacto de la Inflation Reduction Act en las relaciones transatlánticas»; en *Real Instituto Elcano*. Disponible en: <https://www.realinstitutoelcano.org/analisis/el-impacto-de-la-inflation-reduction-act-en-las-relaciones-transatlanticas/> [consultado el 3/10/2023].
- THOMPSON, H. (2022): *Disorder: Hard Times in the 21st Century*. Oxford, Oxford University Press.
- THOMPSON, H. (2022b): «Europe's Unsolved Energy Puzzle. How the Quest for Resources Has Shaped the Continent»; en *Foreign Affairs*. Disponible en: <https://www.foreignaffairs.com/europe/europe-unsolved-energy-puzzle> [consultado el 3/10/2023].
- VAN DER MAREL (2020): «Globalization isn't in decline: It's changing»; en *ECIPE Policy Brief*, 6.
- VON DER LEYEN, U. (2023): «2023 State of the Union Address by President von der Leyen». Disponible en: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/ov/speech\\_23\\_4426](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/ov/speech_23_4426) [consultado el 3/10/2023].
- ZEIHAN, P. (2022): *The end of the world is just the beginning. Mapping the collapse of globalization*. New York, Harper Collins.



# SOBRE EL DINERO, LA INFLACIÓN Y LA REDISTRIBUCIÓN SILENCIOSA

*Jorge Bielsa Callau*

Departamento de Análisis Económico

Universidad de Zaragoza

## Resumen

En este texto presento aspectos distributivos de la inflación. El dinero es en esencia una deuda sin interés y la inflación una pérdida de valor de la misma. Dado que las emisiones de dinero-deuda financian gastos no cubiertos con impuestos, éstas pueden verse como una forma de posponer la redistribución pública no asumida hoy. La inflación forma parte por ello de la distribución de renta-riqueza en los estados modernos. Una inflación positiva de cuantía moderada puede también hacer factibles cambios en precios relativos que serían difíciles de conseguir de otra forma. Este ángulo de visión permite ver aspectos quizá no muy conocidos de la inflación.

## Abstract

*I present in this text some distributional aspects of inflation. Money is essentially interest-free debt and inflation is a loss of its value. Since debt-money issuances finance non-tax-covered expenditures, we can also see them as a way of postponing public redistribution that we do not assume today. That is why inflation is part of the income-wealth distribution in modern states. Moderate positive inflation can also make possible changes in relative prices that would be difficult to achieve otherwise. This angle of view allows us to see perhaps not very well known aspects of inflation.*

*«La gente está tan acostumbrada a pensar en el dinero como un número positivo que el verlo como un pasivo de un banco central se les hace muy difícil»*

Perry G. Mehrling

## 1. Introducción

Cada vez que el nivel general de precios de los bienes sube, baja el valor de la moneda con la que se mide el valor de dichos bienes. Por más evidente que pueda parecer, esa tautología encierra aspectos que pasan a veces desapercibidos en el debate público sobre la inflación. En las páginas que siguen trataré de arrojar algo de luz sobre ese asunto porque es posible que haya algún que otro ángulo muerto en la visión que esa opinión pública tiene sobre el dinero. Por muy complejas y variadas que sean las causas inmediatas de los episodios de aceleración y persistencia de la inflación, la continua elevación del nivel general de precios es un factor nada desdeñable en la distribución de riqueza, y lo ha sido desde siempre.

Pretendo realizar esta aproximación de forma teórica y a la antigua usanza. Me explico. Ante la inundación actual de datos y correlaciones más o menos espurias en los medios de comunicación, puede que sea más necesario que nunca dar un paso atrás para poder ver el conjunto y los fundamentos. Sin duda, la Economía ha dado un paso de gigante gracias a su reorientación hacia los datos, ese no es el problema. Pero la mera exposición de gráficos y ecuaciones más o menos simplificadas puede no conseguir finalmente la deseada divulgación de la teoría económica. Por esta razón realizaré una exposición verbal centrada en los conceptos.

Esa exposición verbal incluye la herramienta comunicativa de la parábola, al estilo de finales del siglo XIX. La parábola que concibo está inspirada en las tribulaciones de nada menos que Sir. John Maynard Keynes hace ahora más o menos un siglo (Ingham, 2000). Al parecer, el gran economista del siglo XX andaba buscando el origen del dinero en las escrituras mesopotámicas cuneiformes que se conservan en el Museo Británico. Esa será la primera aproximación a una de las tres patas del taburete que constituye el núcleo de este texto: qué es el dinero y por qué puede perder valor incluso en ausencia de otras causas micro o macroeconómicas.

A continuación, y ya de forma más convencional, explico el papel que la inflación tiene en la financiación de los estados modernos a través del análisis dinámico de las cuentas públicas. Al describir esas cuentas considerando el tiempo pueden verse aspectos quizá no muy conocidos de las implicaciones de nuestras decisiones de gasto e ingresos públicos. Precisamente al tirar del hilo de dichas implicaciones se puede encontrar un corolario quizá sorprendente: la inflación no es sino una forma de procrastinar decisiones que no queremos tomar hoy. Sea como sea, la distribución de riqueza y la redistribución de ingresos se verán afectadas. Y nada garantiza que lo sea en el sentido de una mayor equidad.

En la penúltima sección explicaré muy brevemente el papel de la inflación como ajustador de los precios relativos. Esta función no es la suya en origen, aunque puede acabar ejerciéndola porque no es fácil aceptar a corto plazo los cambios de precios relativos que surgen de los mercados, aún en el hipotético caso de que fuesen de competencia perfecta. Nuevamente vemos que la inflación interviene en la distribución de renta de forma subsidiaria y para compensar decisiones que no podemos o no queremos tomar por las razones que sean. En ambos casos, esas razones pueden ser muy poderosas y justificadas, por lo que no hay ningún problema en arrojar la luz que sea necesaria sobre el problema.

Finalizo este artículo con un resumen de lo expuesto y con una breve discusión sobre dos ejemplos inflacionarios recientes en una sección que, a falta de otro nombre, denomino genéricamente epílogo. No es una conclusión porque no hay nada que concluir a partir de una somera exposición de conceptos. El objetivo de esos ejemplos es simplemente situar en la actualidad los conceptos que aquí describo. En ambos casos podremos ver cómo tras un largo periodo de inflación relativamente baja puede haber causas profundas tras la intensidad y composición del proceso inflacionario actual que no han sido muy mencionadas en los análisis de coyuntura.

## 2. La parábola de la tablilla de arcilla

Un par de milenios antes de Cristo en la antigua Mesopotamia, reina un descendiente de Enmerkar en la ya bimilenaria ciudad de Uruk. El recaudador real se aproxima una tibia mañana de otoño a la hacienda de Taleb, sita a las afueras de la ciudad. Encabeza una comitiva en la que dos bueyes tiran de sendos carros vacíos. Ambos tienen las dimensiones exactas: nueve codos de largo por cuatro de ancho por tres de altura.

Como es costumbre cada año, el recaudador debe llenar de cebada uno de esos carros en cada hacienda, así que la primera pregunta de Taleb al recaudador es obligada y algo tensa:

– ¿Por qué vienes este año con dos carros? ¿Acaso habéis decidido elevar los impuestos?

El recaudador niega enérgicamente, aunque admite que la guerra que se avecina requerirá más cebada para abastecer al ejército, por lo que le ordena lo siguiente:

– Llena los dos carros con tu cebada y yo te pago el segundo de ellos con esta tablilla de arcilla firmada por el mismísimo rey.

En dicha tablilla se puede leer en escritura cuneiforme lo siguiente: «vale por un carro de un gur real de cebada».

El sorprendido Taleb responde inmediatamente:

– ¿Y para qué quiero yo esa tablilla? ¿Acaso me daréis vos esa cebada al año que viene?

El recaudador responde que en modo alguno haría el rey tal cosa, pero le informa que podrá usarla para pagar los impuestos a partir de ahora. Ése sería su valor mientras mantuviese la confianza en la palabra del rey y en su capacidad de recaudar impuestos a los súbditos del reino. El hacendado queda conforme, aunque no tanto su familia, que ha escuchado el trato con cierta preocupación. Lo único cierto es que de la hacienda salen los dos carros llenos de cebada con destino al ejército de Su Majestad.

Más difícil se presenta la jornada siguiente para el recaudador en casa del herrero de la ciudad de Uruk. En previsión, el funcionario se hace acompañar por dos soldados y, una vez estos se han colocado a ambos lados de la puerta, le pide al herrero dos docenas de espadas para el ejército de Su Majestad. Ante la queja del herrero, el recaudador le presenta dos tablillas de arcilla idénticas a la que entregó a Taleb. El herrero, que no sale de su asombro, hace la ya consabida pregunta.

– ¿Y para qué quiero yo esas tablillas?

El recaudador responde en este caso que bien podría usarlas como medio de cambio, mucho más cómodo que la cebada, como era hasta entonces costumbre. Queda aparentemente conforme el herrero con sus tablillas, aunque puede que la presencia de los soldados haya sido más determinante que su confianza en la palabra del rey.

Al amanecer de la jornada siguiente y con el fin de resolver de una vez sus dudas, el herrero parte con su carro hacia la hacienda de Taleb. Para su tranquilidad, Taleb llena su carro con la cantidad exacta de cebada a cambio de una de las tablillas que el herrero le muestra. Además de comprobar con satisfacción que una espada vale nada menos que doce docenas de silas de cebada, el herrero se dirige a casa del molinero con su carro lleno y convencido de la comodidad de aquella invención de barro.

La historia termina varios años después cuando Taleb decide comprar un buey usando media docena de las tablillas que ha ido atesorando durante ese tiempo. Al ver entrar al imponente animal en la granja, su familia comprende que después de todo no era tan mala idea haber acumulado esas tablillas en lugar seguro y seco. Ciertamente es que las tablillas en sí no valen nada y que, si el rey hubiese perdido la batalla decisiva, la familia de Taleb lo habría perdido todo. ¿Quién hubiese aceptado entonces la firma de un rey cautivo o muerto? Pero no es menos cierto que esas simples tablillas han servido como unidad de cuenta, como medio de pago y como depósito de valor, es decir, han cumplido con la definición clásica de dinero.

Pero también debemos señalar aquí que cada vez que el rey usa esas tablillas para comprar nuevos bienes está contrayendo una deuda que, explícita o implícitamente, a voluntad o forzosamente, asume el que entrega dichos bienes. Si el rey hubiese emitido unas nuevas tablillas especiales que prometiesen entregar cuatro de las antiguas dentro de un año a cambio de tres hoy, ¿qué diferencia habría entre unas y otras? En efecto, no habría ninguna diferencia salvo que estas nuevas serían unas proto-letras del tesoro con un tipo de interés implícito de nada menos que el 33 %.

Pero dejemos la parábola y no caigamos en presentismos. Hemos presentado un hipotético momento cero del dinero fiduciario para ilustrar algo contraintuitivo: que todo el dinero que circula y que consideramos parte de nuestra riqueza procede de una deuda originaria que nunca se saldó. Retomemos el hilo para ver las implicaciones de esta historia sobre el asunto que nos trae aquí, a saber, la inflación y los tortuosos caminos por los que redistribuye ingresos y haciendas.

### 3. El señoreaje, la inflación y el dinero

La moraleja de la parábola anterior es que, aunque la evidente deuda contraída por la emisión de dinero no tenga vencimiento ni pague interés alguno, no por ello deja de ser una deuda «soberana» del rey con sus súbditos. Si hacemos avance rápido unos cuantos milenios, podemos ver que el dinero fiduciario actual, ya liberado de su antiguo cordón umbilical con el oro, no es sino una deuda sin fecha de vencimiento y sin tipo de interés, es decir, una obligación del gobierno con los ciudadanos que la poseen, sean estos nacionales o extranjeros. En este segundo caso, la deuda se «saldará» cuando esos extranjeros compren bienes nacionales a cargo de sus tenencias de nuestra moneda nacional. En el caso de los nacionales, la deuda

expresada en moneda nacional no se saldará nunca a menos que la usemos para pagar impuestos, comprar moneda extranjera o para cambiarla por, lo han adivinado... otro tipo de deuda.

Una vez que tenemos claro que el dinero es una deuda para el que lo emite, podemos colegir que eso le confiere un extraordinario privilegio a ese emisor. A fin de cuentas, estamos recibiendo bienes a cambio de algo que tiene un valor real nulo. A este privilegio se le llama señoreaje y todos los estados modernos lo disfrutan/ejercen en mayor o menor medida. Podemos aventurar incluso que si no lo ejercen más es porque alguna prevención se lo impide.

A nadie se le escapará que existe un claro incentivo a abusar de ese privilegio emitiendo más dinero del debido, o lo que es lo mismo, comprando más bienes de los que esa autoridad estatal puede permitirse dada la capacidad productiva de esa economía. Y esa es precisamente la idea que ha permeado la concepción de la inflación desde tiempos inmemoriales. Según esa idea, cada vez que el Estado (sea cual sea la forma que adopte) abusa de su capacidad de emitir dinero, debe disminuir el valor de este de una forma u otra; esto es, debe haber inflación. A esa pérdida de valor relativo se le llamará depreciación cuando se expresa en términos de alguna moneda foránea. Expliquemos todo esto con algo más de detalle.

En realidad, esa asociación entre exceso de dinero e inflación se produjo mucho antes de que se generase el dinero fiduciario en masa. Aunque hay experiencias históricas mucho más antiguas, la entrada en Europa del oro y plata americanos en el siglo XVI es un ejemplo bastante claro. La abundancia repentina de esos metales preciosos produjo un aumento notable de ese tipo de dinero que no tardó en trasladarse a los precios, como mandan los cánones de lo que luego se conoció bajo la expresión «teoría cuantitativa del dinero». Según esta teoría, hay una proporcionalidad entre el valor de la producción expresado en unidades monetarias y la cantidad de dinero efectiva (aquella que tiene en cuenta la velocidad de circulación del dinero). Una vez establecida esa proporcionalidad, cualquier aumento en la cantidad de dinero que exceda al crecimiento de la producción real se trasladará automática y proporcionalmente al nivel general de precios. Visto desde una perspectiva de Economía Política, esta teoría plantea pura y simplemente que cualquier discrecionalidad en la emisión de dinero será fútil porque se disolverá inmediatamente en un incremento de precios; esto es, desaparecerá como lágrimas en la lluvia.

Sea cual sea el origen del aumento en la cantidad de dinero, su asociación con la inflación se generaliza y llega a su máxima expresión con el monetarismo. Leyendo en términos dinámicos la teoría cuantitativa, los monetaristas sugieren que la cantidad de dinero debe crecer a tasas similares a las que lo hace la producción real. Cualquier intento de acelerar el caballo de la cantidad de dinero se traducirá, aunque con cierto retraso, en una aceleración del carro del crecimiento de los precios, esto es, en un aumento de la tasa de inflación.

La feliz coincidencia entre un relato y una representación básica es la base de todas las ideas que han triunfado desde el origen de los tiempos. Este es precisamente el caso de la asociación entre el aumento (descontrolado) del dinero fiduciario y la inflación. El relato en este caso sería muy simplificada como planteo a continuación. Los gobiernos, sean del tipo que sean,

tienen la tentación de financiar más gastos, ya sea por la prodigalidad de sus dirigentes para sus propios fines en aquellos regímenes despóticos o por los intentos de satisfacer a sus ciudadanos en sistemas más democráticos. Al final, esa tentación acabará de forma recurrente en inflación, por lo que el Estado debe proveerse de controles que le eviten su propia irresponsabilidad. Ése y no otro es el fundamento que de forma más o menos explícita está detrás de la propuesta de independencia de los bancos centrales de cada país con respecto a sus gobiernos.

Si han llegado hasta aquí leyendo y creen que todo esto es demasiado simple para ser verdad, continuamos con la restricción presupuestaria del gobierno. Aquí debemos combinar todos los conceptos anteriores para entender las cuentas de un estado moderno. Lo haremos a través de un esquema muy simple que me permita explicarlo sin necesidad de recurrir a expresiones matemáticas. Como todo el mundo sabe, esta forma de proceder solo puede usarse una vez que has amarrado los conceptos, lo han adivinado, a través de un modelo matemático. El desarrollo meramente verbal no me permitirá entrar en los detalles donde suele esconderse el diablo, aunque espero me permita al menos llevar el ascua a la sardina que me trae aquí.

#### **4. La restricción presupuestaria del gobierno y el impuesto inflacionario**

Los estados modernos incurren en unos gastos que llamaremos gasto público y cuentan con unos ingresos de muy diversa procedencia que denominaremos de forma genérica impuestos. La diferencia entre ambos es el déficit primario. En una economía en crecimiento, podríamos decir que ese déficit primario es la parte de la producción corriente que el Estado detrae de dicho crecimiento para atender las necesidades públicas.

La forma de atender financieramente a ese flujo de déficit es precisamente la emisión de deuda. A estas alturas ya podemos afirmar que esa deuda puede tener el formato de dinero nuevo (señoreaje) o deuda propiamente dicha (nuevos títulos de deuda). El análisis de los valores acumulados nos trae una precisión: los intereses de la deuda acumulada hasta esa fecha también habrán de tenerse en cuenta a la hora de calcular cuánta deuda nueva se emite en cada periodo. Esta retroalimentación es fruto de no pocos fracasos en la gestión de la deuda pública a medio y largo plazo.

Bajo esta perspectiva, el volumen total de dinero y deuda no sería más que la suma acumulada de todos los déficits pasados. Pero hay una interpretación que es mucho más conveniente para el asunto que nos ocupa. Uniendo los puntos de todo lo dicho hasta aquí, la inflación sería una de las formas, aparentemente la más inocua, de «financiar» esa deuda acumulada pues disminuye el valor real de la misma. Es preciso retomar aquí una de las ideas centrales ya planteadas: la inflación es la pérdida de valor de la unidad monetaria, que es precisamente la unidad de medida de esa deuda. Solo una cosa se interpone a esta idea: si la inflación y los tipos de interés crecen en la misma medida es posible que las cosas no sean tan sencillas para

el caso de la deuda pública, puesto que al tiempo que disminuye su valor real aumentan los intereses a pagar. En cualquier caso, aunque finalmente el tipo de interés acabe creciendo tanto como la propia inflación (como mandan los cánones de la propia teoría monetarista), esta será un importante alivio para el gobierno endeudado ya que va a devolver una deuda devaluada en términos reales.

Así, la inflación ha sido una de las formas que históricamente han servido para reducir, de forma a veces silenciosa y en ocasiones de manera bastante ostensible, las deudas que el gobierno había acumulado hasta ese momento. Bajo esta interpretación, la inflación sería una forma más de «pagar» en el futuro, con una pérdida del valor real de nuestras tenencias de dinero y deuda pública, todo aquello que no pagamos hoy de los gastos públicos, esto es, el déficit público.

Pero aún hay otro corolario importante de todo lo expuesto hasta aquí. Dado que las deudas privadas están también denominadas en la moneda nacional, existirán perdedores y ganadores de la inflación. En efecto, aquellos que tienen un saldo deudor verán reducir sus deudas en términos reales, mientras que los que presenten saldo acreedor serán los perjudicados al ver reducido el valor real de sus títulos de deuda. Esta transferencia de riqueza del acreedor al deudor determina quién y cómo paga lo que se ha dado en llamar el impuesto inflacionario.

Recapitulando, la inflación sería bajo esta perspectiva una de las formas de diferir el pago de aquellos gastos públicos que no podemos o no queremos sufragar en el momento en que los realizamos. Esta importante particularidad le confiere una dimensión política de primer orden. Al margen de los mecanismos micro y macroeconómicos que haya detrás del crecimiento sostenido de los precios, bajo esta forma de ver la inflación, la responsabilidad última corresponde a las decisiones de cómo y cuándo pagar los gastos. En regímenes más autoritarios, serán esas autoridades las responsables mientras que, en regímenes más democráticos, serán los propios ciudadanos los que más o menos indirectamente decidan qué parte pagan hoy (impuestos) y que parte difieren con sus correspondientes intereses y, en última instancia, con la inflación resultante.

## 5. La inflación y los precios relativos de bienes y factores

Existe otra forma de cambios en la distribución de la renta que, no por inadvertida para el público general, es menos importante. Su naturaleza es más de tipo microeconómico y tiene la forma de un cambio en los precios relativos de los bienes y de los factores de producción. Si en un proceso inflacionario los precios crecen a tasas sectoriales diferentes, se producirán cambios en los precios relativos. Esos cambios pasan a ser permanentes una vez que dicho proceso inflacionario se detiene.

El salario es uno de los precios más relevantes en la distribución de la renta de las economías entre los factores que participan en la producción. Si los salarios de un determinado

sector no consiguen responder en tiempo y forma a los crecimientos de los precios, los salarios reales quedan permanentemente más bajos que los que había antes de ese periodo de inflación temporalmente más alta. Bajo esta perspectiva, la inflación actúa como una batidora que impide que los salarios reales se estabilicen y permite ciertos cambios de los mismos que quizá serían difíciles de conseguir de otra forma. Lo mismo que para los salarios puede decirse para cualquier otro factor productivo o bien, solo que quizá no es tan conspicuo como en el caso del factor trabajo.

Para entender el fundamento de esta idea tenemos que hacer referencia al concepto de «ilusión monetaria». En su nivel extremo, padece ilusión monetaria aquel que solo mira los valores nominales de los precios o los salarios. A estas alturas, sería difícil de encontrar un agente económico que llegase a tal grado de ilusión. Pero hay diferentes grados de ilusión monetaria y para esta ocasión puede servirnos un sencillo ejemplo. Si ante el anuncio de una inflación moderada del 2 % se le da a elegir a una persona entre mantener sus salarios constantes o bien bajar su salario nominal un 2 % a cambio de una promesa de inflación del 0 %, esa persona elegirá muy probablemente la primera opción. Poco servirá que le digamos, antes o después de la pregunta, que ambas opciones entrañan exactamente la misma pérdida de salario real. Nuestra psicología prioriza minimizar las pérdidas conocidas antes que maximizar ganancias inciertas. Al parecer es nuestra evolución la que está detrás de esa racionalidad limitada. Pero una vez que eso es tenido en cuenta, la factibilidad de que aceptemos una opción u otra es claramente diferente. Por eso una inflación suficientemente baja para que no genere alarma sobre el valor de nuestros ahorros y lo suficientemente sostenida para que surta sus efectos, es un método silencioso de bajar los precios relativos de determinados bienes.

Resumiendo, la combinación de una inflación moderada pero constante con un estancamiento de los precios de cualquier factor, producto o del valor nominal de cualquier transferencia monetaria, puede conseguir cambios sustanciales en los valores reales de los mismos en no muy largos periodos de tiempo. Esta reducción del valor real habría sido políticamente muy difícil de conseguir si se plantease abiertamente y de una sola vez. Esta es otra de las funciones menos conocidas que la inflación realiza de forma automática. Se trata de un cambio en la distribución (más que una redistribución) que, en aras de la eficiencia, realizaría el mercado en un hipotético mundo de competencia perfecta.

En el mundo real, sin embargo, es necesaria la ayuda de un objetivo de inflación positivo para que esos cambios que pide la eficiencia sean factibles social y políticamente. Huelga decir que, una vez entramos en este tipo de juegos, no todos los cambios que se producen obedecen a cuestiones de pura eficiencia. No en vano, estamos analizando los determinantes de la distribución primaria de la renta, y ahí las relaciones de poder pueden estar por delante de la lógica de mercado. Pero esa es harina de otro costal.

Finalicemos este texto con un breve resumen ya que no hay nada que concluir de donde no hay sino una somera enumeración razonada de conceptos básicos. Una vez hecho este resumen se presentan un par de ejemplos actuales para bajar a tierra esas ideas abstractas.

## 6. A modo de epílogo, que no de conclusión

El dinero fiduciario es en esencia una deuda para el emisor. Esta realidad resulta difícil de encajar en el imaginario colectivo, que entiende el dinero como una riqueza en sí misma. Un paseo por la contabilidad de las cuentas de cualquier estado actual nos permite ver que el dinero es, en el fondo, una deuda pública sin tipo de interés y que la inflación no es sino un alivio parcial de la deuda pública y privada efectivamente contraída, esto es, una especie de tipo de interés que remunera al deudor. Esto ha sido una constante a lo largo de la historia, en la que una parte significativa de la deuda acumulada ha sido en el fondo «condonada» de forma más o menos conspicua gracias a la inflación. Por supuesto, la otra cara de esa condonación es la pérdida del poder adquisitivo de su riqueza que experimentan aquellos que tienen un saldo positivo de la misma, ya sea en dinero o en deuda propiamente dicha.

La gestión de la deuda, el dinero y la inflación forma parte indisoluble del proceso de redistribución de renta-riqueza que realizan/propician los estados modernos. La razón es que, en una parte significativa, las emisiones de dinero-deuda no son sino una forma de posponer la redistribución que no podemos/queremos asumir en el momento. En efecto, en el frontispicio de los estados de bienestar modernos está la idea de que la distribución de mercado puede ser incompatible con un mínimo de equidad e igualdad de oportunidades. Si no queremos afrontar hoy esa redistribución con todas sus consecuencias, es posible que la inflación sea la única forma de hacerlo.

Hemos visto también el papel de una inflación moderada y constante como mecanismo de cambio de los precios relativos sin necesidad de una caída nominal de los mismos. Los ajustes de precios relativos tienen una función supuestamente positiva para garantizar la correcta asignación de factores. El problema es que una cosa es lo que esa eficiencia demanda y otra cosa es lo que la sociedad real puede hacer. Nuevamente dejamos a la inflación el trabajo de hacer entre hoy y mañana la distribución de rentas que los agentes no permiten hoy.

Sirvan dos ejemplos concretos para mostrar la vigencia y actualidad de todo lo expuesto hasta aquí: i) las ayudas por la pandemia tuvieron que ser financiadas de alguna forma e ii) el confinamiento generó ciertos cambios en los precios relativos que no sabemos si serán permanentes. Respecto al primero de los asuntos, la paralización de la actividad económica en marzo de 2020 a causa de la covid-19 supuso unas necesidades de transferencias a las familias y empresas financiado parcialmente con una emisión monetaria sin precedentes, especialmente en Estados Unidos. Por razones obvias, esas ayudas no podían financiarse cargando impuestos a unas familias y empresas paralizadas. Y fue precisamente ahí donde la elevación de precios puede atribuirse más claramente a un exceso de demanda (no puede decirse lo mismo de la inflación en Europa, donde el componente de costes tuvo una mayor importancia en la determinación de la inflación). Esta sería una primera implicación práctica y reciente de lo que hemos explicado hasta aquí.

Pero ocurre que esa misma pandemia puede haber tenido un efecto importante, aunque puede que transitorio, en los precios relativos de los bienes respecto a los de los servicios. La demanda de bienes durante el confinamiento aumentó relativamente respecto a la de servicios por razones obvias. Esto generó ya de por sí un crecimiento mucho más rápido en el precio de los bienes que en el de los servicios. Si a esto unimos los cuellos de botella en la fabricación por las cadenas de suministro globales y el encarecimiento de la energía, tenemos la tormenta perfecta para una inflación diferencial de los bienes respecto a los servicios. La pregunta que queda en el aire es si, una vez que las aguas vuelvan a su cauce, los precios relativos volverán a sus valores anteriores a la pandemia. Si no fuera así, este proceso inflacionario habría conseguido un ajuste de los precios relativos que hubiese sido mucho más largo en otro caso.

Sin pretender haber demostrado mecanismo alguno de causa efecto, en este texto he tratado de arrojar algo de luz sobre las implicaciones de la inflación en el contexto de distribución y redistribución de la renta y riqueza. Es posible que este ángulo de visión permita ver de forma diferente algo que se considera fundamentalmente como negativo. La inflación no es siempre un síntoma de mal funcionamiento de nuestra economía. En ocasiones puede ser una especie de válvula que permite aliviar ciertas tensiones que quizá no queremos reconocer todo lo abiertamente que deberíamos.

## Referencias bibliográficas

INGHAM, G. (2000): «'Babylonian madness': on the historical and sociological origins of money»; en *What is money*, Vol. 1; pp. 16-41. Routledge International Studies in money and banking.



### **Números publicados:**

1. PROCESOS MIGRATORIOS, ECONOMÍA Y PERSONAS  
Coordinador: Manuel Pimentel Siles
2. LA AGRICULTURA MEDITERRÁNEA EN EL SIGLO XXI  
Coordinador: José María García Álvarez-Coque
3. CIUDADES, ARQUITECTURA Y ESPACIO URBANO  
Coordinador: Horacio Capel
4. MEDITERRÁNEO Y MEDIO AMBIENTE  
Coordinadora: Cristina García-Orcoyen Tormo
5. LAS NUEVAS FORMAS DEL TURISMO  
Coordinador: Joaquín Auriolos Martín
6. ECONOMÍA SOCIAL. LA ACTIVIDAD ECONÓMICA AL SERVICIO DE LAS PERSONAS  
Coordinador: Juan Fco. Juliá Igual
7. MEDITERRÁNEO E HISTORIA ECONÓMICA  
Coordinadores: Jordi Nadal y Antonio Parejo
8. LOS RETOS DE LA INDUSTRIA BANCARIA EN ESPAÑA  
Coordinador: Francisco de Oña Navarro
9. VARIACIONES SOBRE LA HISTORIA DEL PENSAMIENTO ECONÓMICO MEDITERRÁNEO  
Coordinador: Pedro Schwartz Girón
10. UN BALANCE DEL ESTADO DE LAS AUTONOMÍAS  
Coordinador: Francisco José Ferraro García
11. NUEVOS ENFOQUES DEL MARKETING Y LA CREACIÓN DE VALOR  
Coordinadora: María Jesús Yagüe Guillén
12. EUROPA EN LA ENCRUCIJADA  
Coordinador: Josep Borrell Fontelles
13. LOS DISTRITOS INDUSTRIALES  
Coordinador: Vicent Soler i Marco
14. MODERNIDAD, CRISIS Y GLOBALIZACIÓN: PROBLEMAS DE POLÍTICA Y CULTURA  
Coordinador: Víctor Pérez-Díaz

15. EL NUEVO SISTEMA AGROALIMENTARIO EN UNA CRISIS GLOBAL  
Coordinador: Jaime Lamo de Espinosa
16. EL FUTURO DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA  
Coordinador: Juan Velarde Fuerte
17. INNOVACIÓN Y DESARROLLO ECONÓMICO  
Coordinador: Joaquín Moya-Angeler Cabrera
18. LA CRISIS DE 2008. DE LA ECONOMÍA A LA POLÍTICA Y MÁS ALLÁ  
Coordinador: Antón Costas Comesaña
19. EL SISTEMA BANCARIO TRAS LA GRAN RECESIÓN  
Coordinadores: José Pérez Fernández y José Carlos Díez Gangas
20. BALANCE DE UNA DÉCADA. DIEZ AÑOS DE “MEDITERRÁNEO ECONÓMICO” [2002-2011]  
Coordinadores: Jordi Nadal y Juan Velarde
21. EMPRESAS Y EMPRESARIOS EN LA ECONOMÍA GLOBAL  
Coordinador: José Luis García Delgado
22. LA ECONOMÍA INTERNACIONAL EN EL SIGLO XXI  
Coordinador: Ramón Tamames
23. PARA LA REHUMANIZACIÓN DE LA ECONOMÍA Y LA SOCIEDAD  
Coordinador: Federico Aguilera Klink
24. EL PAPEL DEL COOPERATIVISMO AGROALIMENTARIO EN LA ECONOMÍA MUNDIAL  
Coordinador: Eduardo Baamonde Noche
25. UN NUEVO MODELO ECONÓMICO PARA ESPAÑA. REFORMAS ESTRUCTURALES PARA LA RECUPERACIÓN Y EL CRECIMIENTO  
Coordinador: Rafael Myro
26. LA RESPONSABILIDAD ÉTICA DE LA SOCIEDAD CIVIL  
Coordinadora: Adela Cortina
27. NUTRICIÓN Y SALUD  
Coordinador: José María Ordovás
28. EL SECTOR AGRO-MAR-ALIMENTARIO ESPAÑOL. UNA VISIÓN RENOVADA  
Coordinador: Jorge Jordana
29. EL FUTURO DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL TRAS LA REESTRUCTURACIÓN  
Coordinador: Joaquín Maudos
30. FINANCIACIÓN AUTONÓMICA: PROBLEMAS DEL MODELO Y PROPUESTAS DE REFORMA  
Coordinadores: Ángel de la Fuente y Julio López Laborda
31. BIOECONOMÍA Y DESARROLLO SOSTENIBLE  
Coordinadores: Alfredo Aguilar, Daniel Ramón y Francisco J. Egea
32. LA ECONOMÍA SOCIAL EN EL MEDITERRÁNEO  
Coordinador: Juan Antonio Pedreño Frutos

33. LA BIODIVERSIDAD MARINA. RIESGOS, AMENAZAS Y OPORTUNIDADES  
Coordinador: Manuel Toharia
34. EL FUTURO DE LAS PENSIONES EN ESPAÑA  
Coordinador: José Ignacio Conde-Ruiz
35. LA ESPAÑA RURAL: RETOS Y OPORTUNIDADES DE FUTURO  
Coordinador: Eduardo Moyano Estrada
36. LA INSERCIÓN LABORAL Y SOCIAL DE INMIGRANTES Y REFUGIADOS EN ESPAÑA  
Coordinador: Joaquín Arango Vila-Belda
37. LA HUELLA DEL TERCER SECTOR. ACCIÓN SOCIAL Y FORMAS ECONÓMICAS EMERGENTES  
Coordinadores: Gregorio Rodríguez Cabrero y Manuel Pérez Yruela

