



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.