
30.08.2023

Inflación y distribución de la renta de los hogares*
Congreso Anual de la European Economic Association (EEA)
Barcelona
Pablo Hernández de Cos
Gobernador

*Traducción al español del original en inglés.

Quisiera dar las gracias a la European Economic Association (EEA) por invitarme a participar en este congreso.

Tras una década de inflación persistentemente baja, el repunte registrado desde mediados de 2021 y su persistencia han reabierto el debate sobre las consecuencias económicas de un aumento significativo de la inflación. En mi intervención de hoy me gustaría poner el foco en cómo afecta la inflación a la riqueza de los hogares y cómo la redistribuye. La inflación infunde temor porque «empobrece» a las personas, pero, como veremos, su efecto no es homogéneo.

Comenzaré describiendo los tres canales principales a través de los cuales un aumento inesperado de la inflación puede afectar a la riqueza de las personas.

En primer lugar, la inflación redistribuye la riqueza real de los prestamistas a los prestatarios modificando el valor real de los activos y pasivos nominales. Esto es lo que se conoce comúnmente como «canal de la riqueza» o «canal de Fisher»¹. Al hablar de riqueza real me refiero a la riqueza nominal (por ejemplo, en euros o dólares) expresada en unidades de una cesta de bienes y servicios de consumo; en otras palabras, la riqueza nominal reescalada por el nivel de los precios de consumo. El impacto de la inflación en la riqueza real se refleja en su totalidad en la posición nominal neta, definida como la diferencia entre los activos nominales y los pasivos nominales. Aunque la inflación reducirá el valor real de ambos, el efecto neto en la riqueza real de un hogar determinado dependerá del peso relativo que tengan esos activos y pasivos en el balance de ese hogar.

En segundo lugar, las fuentes de ingresos nominales, como los salarios, evolucionan lentamente en la mayoría de las economías avanzadas. Son «rígidos». Por tanto, durante una fase inicial, los episodios inesperados de inflación elevada tienden a reducir el valor real de la renta nominal y, en consecuencia, de la riqueza real. Sin embargo, tras la perturbación inesperada, los salarios y otras fuentes de ingresos pueden evolucionar de manera diferente para los trabajadores, mientras que, en muchos países, ciertas fuentes de ingresos, como las pensiones, están indexadas a la inflación. Así pues, la inflación podría tener un impacto desigual en la renta real de las personas, al que referiré como «canal de la renta».

En tercer lugar, la inflación no suele afectar a todos los precios de forma homogénea, y el origen de la inflación es un aspecto importante. Por ejemplo, en 2021, la inflación en España estuvo impulsada principalmente por los precios de la energía, que representaron más del 54 % del incremento del Índice de Precios de Consumo. Dado que las personas de distintas edades, niveles de renta y riqueza generalmente consumen cestas de bienes y servicios diferentes, una subida de los precios que se distribuye de manera heterogénea entre esos bienes y servicios no afectará a esas personas por igual. Para aquellos que consumen una proporción mayor de bienes y servicios que se están encareciendo más, su tasa de inflación *individual* (o *ajustada por el gasto*) será más elevada, puesto que el coste de su cesta de consumo aumenta proporcionalmente más. Por tanto, sufrirán una caída mayor de su riqueza real. Este es el caso de los hogares con rentas bajas cuando la inflación tiene un

¹ Se denomina así por el trabajo seminal de Fisher (1933), en el que realiza un excelente análisis de la influencia de la deuda nominal en la amplificación del efecto de una recesión cuando cae el nivel medio de los precios.

impacto considerable en bienes y servicios de primera necesidad. Este canal puede denominarse «canal del consumo relativo».

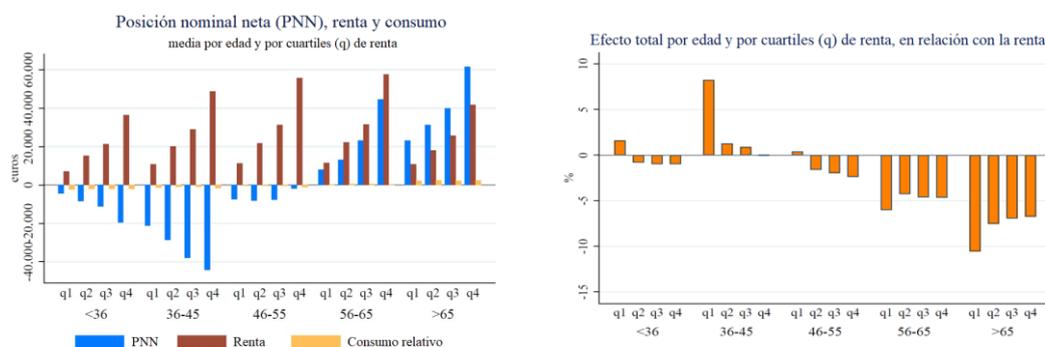
Permítanme que me centre ahora en cuantificar estos canales durante el episodio inflacionista más reciente basándome en un estudio reciente elaborado conjuntamente con investigadores del Banco de España². A partir de datos sobre operaciones de gasto, rentas del trabajo y posiciones acreedoras y deudoras (como depósitos y cuentas corrientes, préstamos hipotecarios y crédito al consumo) de clientes de bancos comerciales, los autores cuantificaron los tres canales anteriores para España en 2021, el primer año del actual episodio inflacionista.

En el estudio se llega a dos conclusiones interesantes.

LA PERTURBACIÓN INFLACIONISTA INESPERADA EN 2021: EFECTOS HETEROGÉNEOS

BANCO DE ESPAÑA
EuroSistema

- Posiciones en el ciclo de vida: las personas más jóvenes, con posiciones deudoras netas significativas, se beneficiaron con respecto a las de más edad.
- Inicialmente, el impacto diferencial a través de las cestas de consumo fue menor, aunque podría haber aumentado con el tiempo.



Nota: Estimaciones utilizando datos de clientes de BBVA correspondientes a 2021. La figura de la derecha presenta el efecto total de una perturbación inflacionista inesperada en la acumulación de riqueza real, y la de la izquierda los efectos a través de los tres canales diferentes.

Fuente: M. Cardoso, C. Ferreira, G. Nuño, J. Leiva, A. Ortiz, T. Rodrigo y S. Vázquez. (2023). «The Heterogeneous Impact of Inflation on Households' Balance Sheets». De próxima publicación (working paper).

La primera es que, en promedio, tanto el canal de Fisher como el de la renta resultaron ser de un orden de magnitud mayor que el canal del consumo relativo. Esto implica que la heterogeneidad en las cestas de consumo desempeñó un papel menos relevante que los otros dos canales, y ello se debe a que la dispersión de las tasas de inflación individuales de la población en España durante 2021 no fue suficientemente elevada como para generar pérdidas o ganancias relativas significativas.

La segunda es que las magnitudes del canal de Fisher y del canal de la renta son comparables en valor absoluto. Sin embargo, la inflación reduce la riqueza real de la mayoría de los hogares a través del canal de la renta, mientras que, a través del canal de Fisher, aumenta la riqueza real de los deudores netos y reduce la de los acreedores netos³.

² Véase Cardoso, Miguel, Clodomiro Ferreira, Galo Nuño, José Miguel Leiva, Álvaro Ortiz, Tomasa Rodrigo y Sirenia Vázquez. (2023). «The Heterogeneous Impact of Inflation on Households' Balance Sheets».

³ Esto implica que las personas de mediana edad (de entre 36 y 45 años) apenas se vieron afectadas por el aumento de la inflación en 2021, o incluso se beneficiaron, dado que suelen tener una deuda hipotecaria relativamente alta y, por tanto, posiciones nominales netas negativas significativas. En cambio, las personas de más edad experimentaron la mayor caída de su riqueza real, ya que con mucha frecuencia presentan elevadas posiciones nominales netas positivas.

Es importante señalar que estos resultados se aplican al caso de España, pero no deberían generalizarse de forma automática para otros países. De hecho, en el informe *Fiscal Monitor*⁴ (primavera de 2023), el Fondo Monetario Internacional ha seguido la misma metodología para analizar el impacto relativo de estos tres canales —renta, riqueza y consumo— en una muestra más amplia que incluye economías avanzadas y emergentes, y los resultados para el mismo episodio varían ampliamente en función de la estructura económica y de las instituciones de cada país.

Asimismo, cabe mencionar dos aspectos interesantes y cuantitativamente relevantes de estas conclusiones.

En primer lugar, estas estimaciones capturan el efecto de la inflación inesperada durante el primer año tras el repunte, pero no captan el ajuste posterior de los balances de las personas a través de los precios de los activos, la indexación de los salarios, las pensiones, las prestaciones sociales u otras fuentes de ingresos, ni los cambios en las cestas de consumo que podrían producirse con el tiempo, en particular si el episodio inflacionista acaba siendo más intenso y persistente de lo esperado inicialmente. De hecho, esto es lo que ha ocurrido en España y en el área del euro: las tasas de inflación fueron mucho más altas en 2022 que en 2021.

En segundo lugar, los resultados no recogen el efecto de las medidas adoptadas en respuesta a la perturbación inflacionista. De las actuaciones desplegadas en el área del euro, dos tuvieron un alcance significativo: las medidas fiscales discrecionales aplicadas por los Gobiernos y la respuesta de la política monetaria. No obstante, estas respuestas no fueron inmediatas, de modo que, al principio, los resultados acerca del impacto inicial de la inflación que he descrito antes fueron relevantes.

Pasaré ahora a explicar estos dos factores ofreciendo primero más detalles de los motivos por los que la dinámica de los ajustes que se producen tras la perturbación inesperada inicial es relevante y de la forma en la que puede afectar a la manera de evaluar el impacto de la inflación sobre las personas y los hogares. Después me referiré brevemente al impacto de las políticas económicas.

En efecto, a medida que la inflación se intensifique y se vuelva más persistente, el papel, por ejemplo, de las diferencias en las cestas de consumo puede adquirir mayor importancia. En particular, aunque el impacto de la inflación a través del canal del consumo relativo fue relativamente bajo en 2021 en España, este efecto puede haber aumentado con la intensificación posterior de las subidas de precios y haber pasado a estar correlacionado con el canal de la renta. Las tasas de inflación ajustada por el gasto de los hogares más pobres son más elevadas, debido a la composición de su cesta de consumo (dado que, en proporción, gastan más en energía y alimentos, y estos últimos fueron otro importante determinante de la inflación en 2022). Además, tienen mayores dificultades para modificar

En términos cualitativos, estos resultados son similares cuando se emplean dos encuestas representativas alternativas elaboradas por el Banco de España: la Encuesta de Presupuestos Familiares (EPF) y la Encuesta Financiera de las Familias (EFF).

⁴ Véase Fondo Monetario Internacional. (2023). *Fiscal Monitor*. Abril de 2023. [Capítulo 2: «Inflation and Disinflation: What Role for Fiscal Policy?»](#).

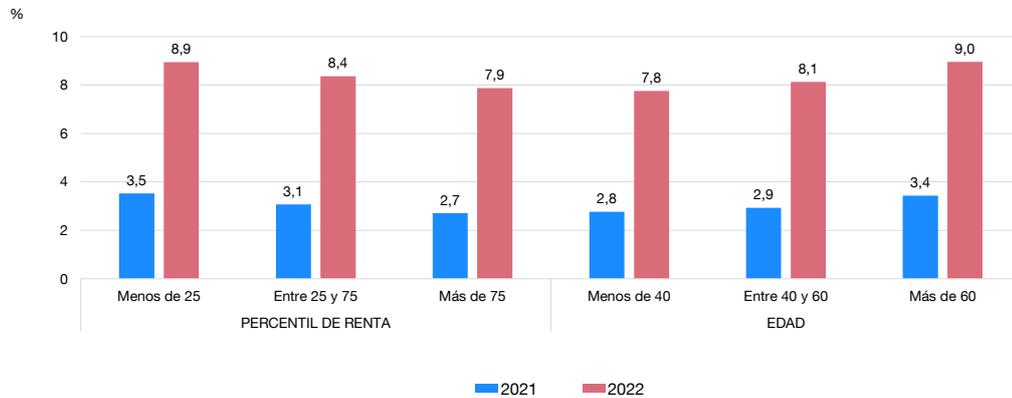
sus patrones de consumo cuando los precios suben⁵. Estos dos aspectos podrían acentuar el impacto asimétrico de la inflación a través de este canal, perjudicando más a los hogares relativamente vulnerables.

TASAS DE INFLACIÓN PARA CARACTERÍSTICAS INDIVIDUALES DIFERENTES

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

- A medida que la inflación se intensificó y se volvió más persistente, aumentó la importancia del papel de las diferencias en las cestas de consumo

INFLACIÓN ESPECÍFICA DE LOS HOGARES POR PERCENTIL DE RENTA Y POR EDAD



Fuente: Basso, Dimakou, Pidkuyko (2022), utilizando la Encuesta de Presupuestos Familiares.

En 2021, la subida de los precios de la energía impulsó al alza —hasta el 3,1 %— la tasa de inflación que afrontó el hogar medio en España⁶. Como los hogares con bajos ingresos dedicaron una proporción mayor de su gasto al pago de electricidad, gas y otros combustibles, su tasa media de inflación ajustada por el gasto fue más elevada (3,5 %) ⁷. En cambio, para los hogares con rentas altas —que destinaron un porcentaje menor de su gasto a esas partidas— la tasa media de inflación se situó en el 2,7 %. Las tasas de inflación ajustada por el gasto también variaron en función de la edad del cabeza de familia: la inflación media se situó en el 3,4 % en los hogares donde la persona de referencia tenía más de 60 años y en el 2,8 % en aquellos en los que dicha persona era menor de 40 años.

Estos patrones se acentuaron en 2022. La inflación que afrontó el hogar medio aumentó hasta el 8,4 %, y el 60 % de ese incremento estuvo determinado por la energía y los alimentos. Como la proporción del gasto total en consumo destinado a estas partidas en los hogares con rentas bajas fue, de nuevo, mayor que en los de rentas altas, la brecha entre estos dos grupos se amplió más en términos de inflación ajustada por el gasto: en los

⁵ Véase Bobasu, Alina, Virginia Di Nino y Chiara Osbat. (2023). «[The impact of the recent inflation surge across households](#)», Boletín Económico, número 3, BCE; Battistini, Niccolò, Virginia Di Nino, Maarten Dossche y Aleksandra Kolndrekaj. (2022). «[Energy prices and private consumption: what are the channels?](#)», Boletín Económico, número 3, BCE; y Charalampakis, Evangelos, Bruno Fagandini, Lukas Henkel y Chiara Osbat. (2022). «[El impacto del reciente aumento de la inflación en los hogares con rentas bajas](#)», Boletín Económico, número 7, BCE.

⁶ Véase Basso Henrique S., Ourania Dimakou y Myroslav Pidkuyko. (2022). «How Inflation Varies Across Spanish Households», ICE: Revista de Economía, 929.

⁷ Los aumentos del precio de los alimentos, la electricidad, el gas y otros combustibles representaron alrededor del 76 % de la inflación que registraron los hogares con menores ingresos.

hogares con menores ingresos, la tasa media de inflación fue del 8,9 %, mientras que en las familias con ingresos elevados se situó en el 7,8 %.

Si se consideran conjuntamente los años 2021 y 2022, se observa que la brecha existente entre las tasas de inflación de los hogares situados en los cuartiles inferior y superior de la distribución de la renta fue de casi 2 puntos porcentuales (pp), y la brecha que surgió durante ese período entre la tasa de inflación que afrontaron las familias más jóvenes y la de los hogares de mayor edad fue de una magnitud similar⁸. No obstante, en este último caso, el hecho de que algunas fuentes de ingresos —como las pensiones— se hayan indexado íntegramente a la inflación *ex post* en muchos países, entre ellos España, mientras que el ajuste de los salarios solo haya sido parcial, debería haber contribuido a reducir la mencionada diferencia por grupos de edad a través del efecto renta, lo que una vez más demuestra la importancia de tomar en consideración los efectos de la inflación en la distribución de la renta a lo largo del tiempo.

En lo que se refiere a la respuesta de política económica al episodio inflacionista, el impacto de las medidas fiscales para contribuir a la reducción de la desigualdad depende fundamentalmente de que estas medidas estén suficientemente dirigidas a los agentes más afectados. Según la evidencia disponible para España⁹, la mayor parte de las actuaciones públicas desplegadas desde finales de 2021 para abordar las repercusiones de la alta inflación parecen haber beneficiado de forma generalizada al conjunto de hogares (y empresas) españoles. De forma específica, las medidas adoptadas dirigidas a los agentes económicos más vulnerables a la crisis energética y a las subidas de los precios suponen entre el 15 % y el 20 % del coste presupuestario total estimado en el período comprendido entre 2021 y 2025¹⁰.

En cuanto al impacto de la respuesta de la política monetaria, la evidencia disponible para España pone de manifiesto que puede ser muy heterogéneo de unos hogares a otros¹¹. Los efectos de las subidas de los tipos de interés en la riqueza y en la renta de los hogares son desiguales, ya que dependen, entre otros factores, de su nivel de endeudamiento y del tipo de deuda, así como de sus tenencias de activos financieros y reales. Todos estos factores tienden a variar en función del nivel de renta.

Como ilustración de uno de los posibles canales de la política monetaria, se estima que la transmisión de la subidas de los tipos de interés al coste medio de la deuda de los hogares españoles ha sido muy heterogénea: un aumento de 4 pp de los tipos de interés de mercado incrementa los gastos netos por intereses entre un 1,1 % (hogares con menores ingresos)

⁸ Es interesante señalar que los diferenciales de inflación en las distintas distribuciones de la renta y por edad no fueron un rasgo distintivo del repunte reciente de la inflación. También surgieron diferencias en las tasas de inflación ajustada por el gasto entre 2006 y 2020, un período con unos niveles de inflación más bajos y relativamente estables. La tasa media de inflación interanual de los hogares situados en el cuartil inferior de la distribución de la renta fue 0,2 pp mayor que la de las familias del cuartil superior. Esta diferencia se suma a una brecha de 2,5 pp en quince años.

⁹ García-Miralles, Esteban. (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». Boletín Económico - Banco de España, 2023/T1, 15. <https://doi.org/10.53479/29651>.

¹⁰ Checherita-Westphal y Dorrucchi (2023) demuestran que las medidas adoptadas en el área del euro en su conjunto también han sido de carácter eminentemente general.

¹¹ Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas. Primer semestre de 2023. Banco de España (2023).

y un 2,2 % (hogares con ingresos elevados) de su renta, dependiendo del quintil de la distribución de la renta en el que se encuentren, una vez incorporadas las condiciones aplicadas a los préstamos a tipo de interés variable. Estas cifras reflejan que la proporción de hogares con deuda es menor en los percentiles de renta más bajos y que el porcentaje de familias con préstamos a tipo variable es más reducido en el caso de los hogares con rentas bajas (cerca del 30 % de la población total; el 11 % de los hogares con una renta por debajo del percentil 20)¹².

Permítanme concluir con unas breves palabras.

Los resultados que acabo de presentar, extraídos de trabajos de investigación del Banco de España, ponen de relieve varios aspectos importantes que deben tenerse en cuenta al analizar cómo afecta la inflación a los diferentes hogares.

Primero, un repunte de la inflación tiene efectos heterogéneos en la riqueza real de los hogares, dependiendo de la composición de su balance, del nivel y la sensibilidad de las fuentes de ingresos nominales, y de las diferencias en la composición del gasto.

Segundo, las cestas de consumo, al igual que la capacidad para reasignar el gasto entre partidas en respuesta a perturbaciones, varían de unos hogares a otros, y tienden a presentar una correlación significativa con la renta y la edad.

Tercero, en la medida en que la inflación pueda ser más persistente de lo esperado, la importancia relativa de los canales que he descrito podría variar con el tiempo. Como es lógico, los hogares empezarán a cambiar la composición de sus carteras de activos y sus cestas de consumo en detrimento de los activos cuyo valor se fije en términos nominales y de los bienes o servicios que se encarezcan por encima de la media. Además, las negociaciones salariales irán incorporando una compensación por las subidas de precios anteriores y por las previstas, al tiempo que algunas fuentes de ingresos, como las pensiones, se verán compensadas íntegramente *ex post* por los aumentos de los precios. No obstante, la capacidad para realizar tales ajustes varía de unos hogares a otros de formas que pueden influir en la manera en que la perturbación se transmite al conjunto de la economía.

Cuarto, las medidas fiscales discretionales pueden contrarrestar estos efectos heterogéneos en los hogares si se focalizan en los agentes más afectados. A este respecto, para mejorar el diseño de las políticas públicas, es esencial combinar la información disponible sobre la renta, la riqueza y el gasto de los hogares.

Por último, la respuesta de la política monetaria también puede tener efectos muy dispares de unos hogares a otros, con un impacto notablemente más acusado en aquellas familias endeudadas con préstamos a tipo variable.

Todos estos resultados subrayan la importancia de que la inflación vuelva a situarse en niveles compatibles con nuestro objetivo del 2 % a medio plazo. Ciertamente, la estabilidad de precios es la mejor contribución que la política monetaria puede hacer para apoyar la

¹² Véase Banco de España. (2023). «[El episodio actual de tensiones inflacionistas en el área del euro, la respuesta de la política monetaria y sus efectos](#)». Banco de España, Informe Anual 2022, capítulo 3, pp. 140-180.

sostenibilidad del crecimiento económico y del empleo y, por ende, para reducir la desigualdad.

Muchas gracias por su atención.