



INFLACIÓN, REDISTRIBUCIÓN Y LA POLÍTICA MONETARIA¹

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

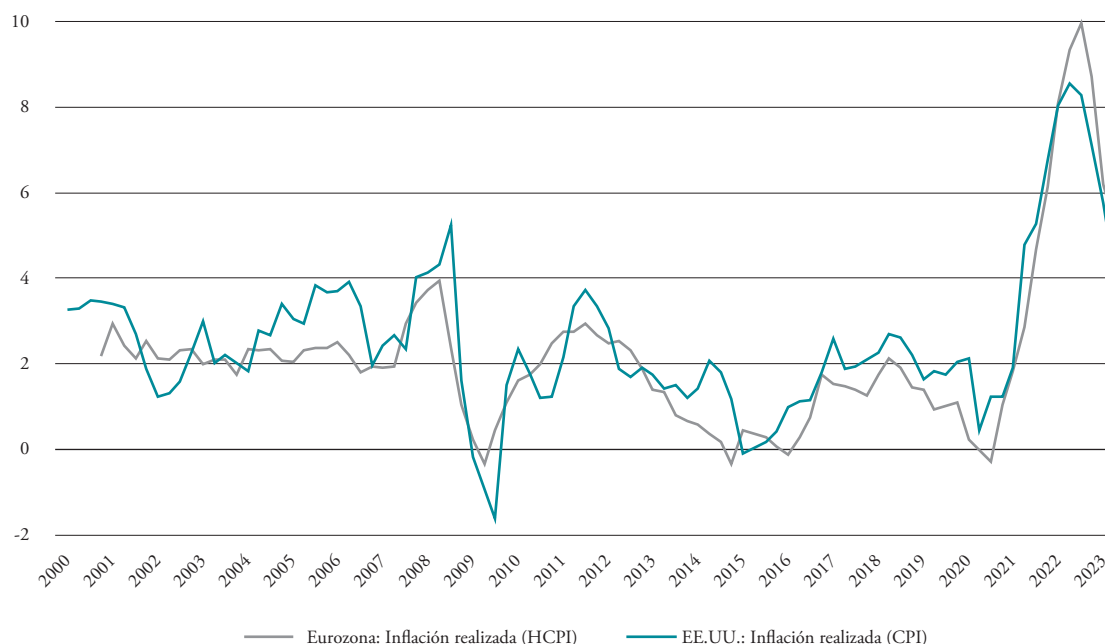
Los países de la OCDE han mostrado importantes tensiones inflacionistas desde el verano de 2021. El Gráfico 1 muestra la medida de inflación que define la serie trimestral de tasas de crecimiento interanual del índice de precios de referencia para Europa (*Harmonized Index of Consumer Prices*, HICP) 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

¹ 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 disrupciones 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 disrupciones 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 disrupciones 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.² 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).

² 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

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)³? 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

³ 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
Todos los niveles de renta				
≤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
20 % de renta más baja pobres				
≤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
Clase media (percentil 70 %)				
≤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
10 % de renta más alta (ricos)				
≤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 2017.⁴ En el panel supe-

⁴ 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 (≤ 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 (≤ 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.

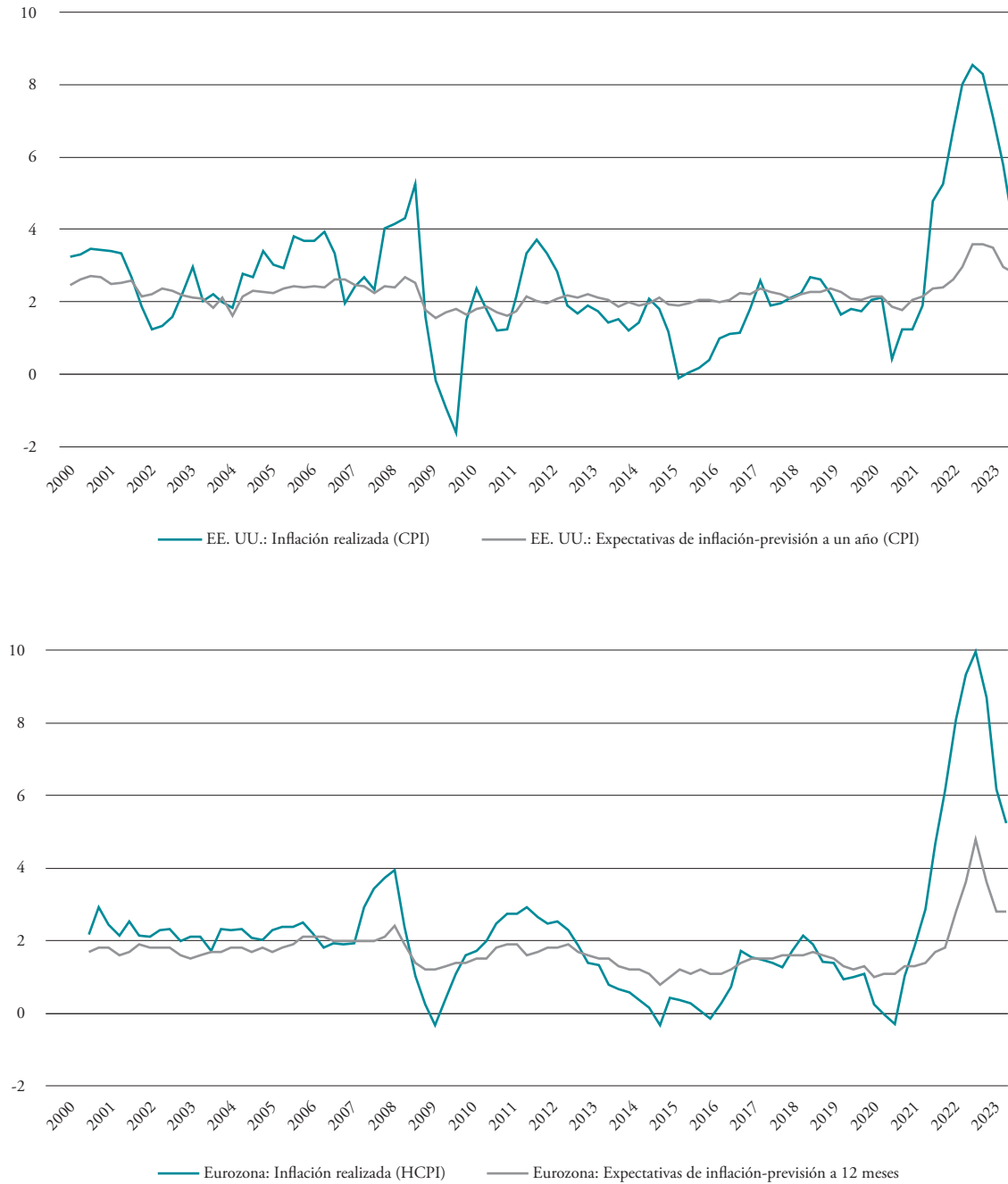
4. Las expectativas de inflación

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

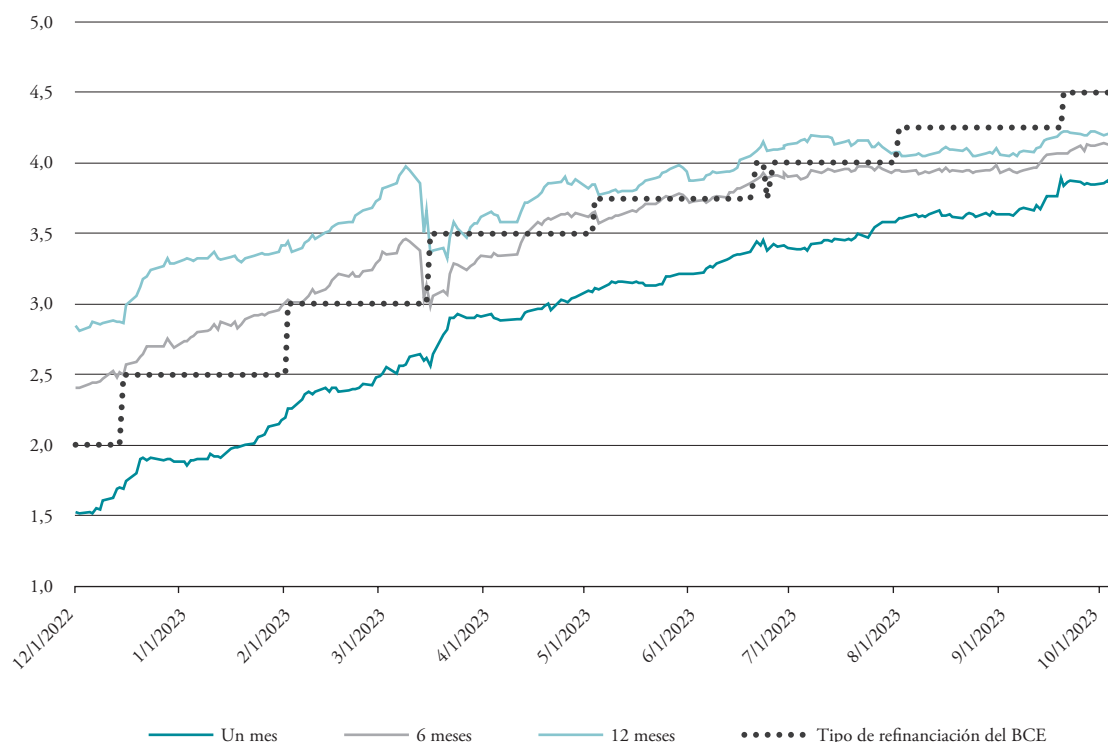
Casualmente, aquel mismo día 4 de mayo de la comparecencia de la presidencia del BCE, Markus Brunnermeier (Princeton) invitaba a su webinar *Markus' Academy*,⁵ a John Campbell (Harvard) para debatir sobre la elección de hipoteca y la política monetaria. El punto central de la intervención del profesor 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.

⁵ 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*.