

ARTÍCULOS ANALÍTICOS

Boletín Económico

3/2022

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

EL IMPACTO DEL REPUNTE DE LA INFLACIÓN
Y DE LA GUERRA SOBRE LAS PERSPECTIVAS
ECONÓMICAS DE LOS HOGARES ESPAÑOLES

Carmen Martínez-Carrascal

RESUMEN

Este artículo examina el impacto que algunos acontecimientos recientes (en particular, el repunte de las tasas de inflación y la guerra en Ucrania) están teniendo sobre las expectativas económicas de los hogares españoles. Para ello, se utiliza la información de la Encuesta de Expectativas de los Consumidores (CES, por sus siglas en inglés) del Banco Central Europeo. El análisis muestra que la revisión al alza que, desde mediados de 2021, presenta la inflación esperada por los hogares se ha trasladado a sus perspectivas de gasto en términos nominales, que habían mostrado una tendencia alcista hasta la irrupción de la guerra. Esta senda creciente se ha interrumpido desde el inicio del conflicto bélico, que ha incidido de forma significativa sobre las perspectivas relativas a los determinantes del consumo de los hogares: estos anticipan ahora una evolución menos favorable de sus rentas, de su posición patrimonial y de la situación económica general que antes de la guerra. En un contexto de mayor avance proyectado de los precios, la interrupción de la tendencia alcista que mostraban en meses anteriores las perspectivas de los hogares relativas al avance de su consumo nominal (con un ajuste a la baja, en particular, de la previsión de adquisición de bienes duraderos) conllevaría un menor dinamismo del gasto en términos reales. Además, la brecha entre el avance previsto del gasto nominal y el de los ingresos se ha ampliado con respecto al comienzo del año, por lo que las familias estarían anticipando, implícitamente, unas tasas de ahorro algo más reducidas.

El análisis presentado muestra también que, ante un aumento del gasto nominal en energía consumida en el hogar, las familias con un colchón modesto de liquidez han reducido el gasto en otros bienes. Estas familias son, mayoritariamente, las de rentas bajas, que, además, se ven más expuestas ante variaciones en el precio de la energía, dado que la factura energética absorbe una mayor proporción de sus ingresos. En contraposición, los hogares que disponen de un mayor colchón de liquidez no han modificado de forma sustancial sus niveles de gasto en otras partidas, que habrían financiado mediante una reducción temporal de sus tasas de ahorro.

Palabras clave: consumo, inflación, expectativas, guerra en Ucrania.

Códigos JEL: D12, E21, P24.

EL IMPACTO DEL REPUNTE DE LA INFLACIÓN Y DE LA GUERRA SOBRE LAS PERSPECTIVAS ECONÓMICAS DE LOS HOGARES ESPAÑOLES

Este artículo ha sido elaborado por Carmen Martínez-Carrascal, de la Dirección General de Economía y Estadística.

Introducción

La invasión de Ucrania por parte de Rusia ha supuesto una nueva perturbación económica, tanto a escala global como nacional, dos años después de que la pandemia ocasionara una caída de la actividad sin precedentes en la historia reciente. Antes de la invasión, la economía española se estaba recuperando progresivamente de los efectos de la crisis sanitaria, aunque la reactivación era todavía incompleta, desigual por sectores de actividad y más lenta que en el conjunto del área del euro. Ahora bien, incluso antes del estallido de la guerra, la evolución económica se estaba viendo condicionada por un importante repunte de las presiones inflacionistas, común al resto de las economías. En particular, el gasto de los hogares en términos reales había comenzado a verse afectado por la aceleración de los precios.

El estallido de la guerra ha provocado, tanto en España como en el resto del mundo, un debilitamiento de la recuperación de la actividad y una intensificación del episodio de elevada inflación. Los canales por los que estos efectos se están produciendo incluyen el encarecimiento de las materias primas, el empeoramiento del contexto macroeconómico global y la incertidumbre vinculada a los propios desarrollos bélicos, que han erosionado la confianza de los agentes económicos y, de forma particularmente intensa, la de los hogares. Así lo refleja el indicador de confianza de los consumidores que elabora la Comisión Europea, que mostró en marzo su segundo mayor retroceso de la serie histórica (que comienza en julio de 1986), solo superado por el registrado al inicio de la pandemia. Este indicador se ha mantenido en niveles reducidos en los meses posteriores. La merma en el poder adquisitivo y en los niveles de confianza y, en general, el deterioro de las perspectivas económicas habrían incidido presumiblemente sobre el gasto del conjunto de los hogares.

El presente artículo examina el impacto que estos acontecimientos recientes están teniendo sobre las perspectivas económicas de los hogares españoles. Para ello, se utiliza la información de la encuesta *Consumer Expectations Survey* (CES, por sus siglas en inglés) del Banco Central Europeo. Esta encuesta se lleva a cabo con carácter mensual desde abril de 2020 en seis países de la zona del euro (Alemania,

Bélgica, España, Francia, Países Bajos e Italia)¹. La encuesta cubre un amplio rango de preguntas relacionadas con la percepción de los hogares acerca de la evolución reciente y prevista de su consumo, sus ingresos, la inflación, el crecimiento económico, los mercados de trabajo y de la vivienda, y la financiación del sector y su acceso al crédito. La CES fue ya de notable utilidad para analizar la evolución del gasto y de las expectativas económicas de los hogares españoles durante la pandemia². Este artículo hace uso de dicha encuesta, en su segunda sección, para analizar la evolución de los principales determinantes de las expectativas de gasto a un año de los consumidores españoles (sus rentas y su posición patrimonial, la situación económica general, los precios y las condiciones de acceso a la financiación). A continuación, en la tercera sección, se examina la incidencia de estos determinantes sobre las perspectivas de consumo.

Las perspectivas de los hogares españoles sobre la evolución de los precios, sus rentas y otros determinantes de sus niveles de gasto

En el período más reciente, y en particular desde el inicio de la guerra en Ucrania, los determinantes de las perspectivas de gasto de las familias han tendido a deteriorarse. En comparación con la etapa anterior, los hogares anticipan ahora una evolución menos favorable de sus rentas, de su posición patrimonial y de la situación económica general. A la vez, han revisado al alza las tasas de inflación que prevén a corto y medio plazo.

La tasa de inflación de los precios de consumo ha experimentado un aumento sostenido desde el comienzo de 2021. Inicialmente, ese repunte no se trasladó a las expectativas de los hogares acerca de las tasas de variación de los precios. Sin embargo, a partir de la segunda mitad del pasado año comenzó a observarse esa traslación, con mayor intensidad en las expectativas de inflación a corto plazo que en las de medio plazo.

Como puede observarse en el gráfico 1.1, la mediana de la distribución de las tasas de inflación que las familias españolas anticipan para dentro de uno y de tres años empezó a revisarse al alza a partir del verano de 2021. El aumento se intensificó a raíz de la guerra, en consonancia con la notable aceleración observada desde entonces en el coste de las materias primas y de los alimentos. Parte de este fuerte incremento se ha corregido con posterioridad. No obstante, las perspectivas de inflación se mantenían en mayo por encima de su nivel de principios de año. Al comparar las tasas referidas a un horizonte de uno y de tres años, se observa que las primeras se encuentran muy por encima de las segundas, lo que indica que los

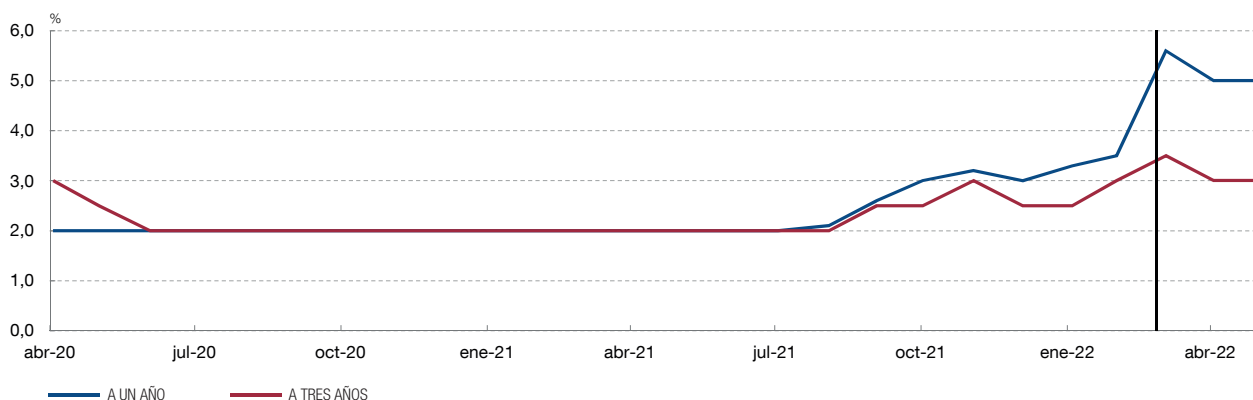
1 Hasta julio de 2021, la muestra englobaba a unos 10.000 individuos, número que se ha elevado hasta situarse en unos 15.000 (3.250 de ellos españoles) en las últimas ediciones de la encuesta. Para más detalle sobre esta encuesta, véase Bańkowska *et al.* (2021).

2 Véanse, por ejemplo, Banco de España (2022) y Alvargonzález *et al.* (2022).

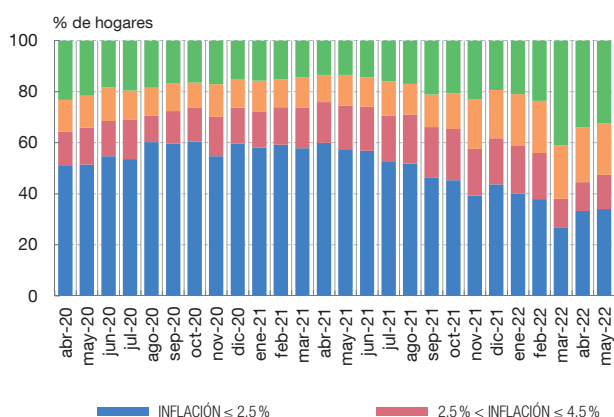
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE LOS HOGARES ESPAÑOLES

En la actualidad se observa, al comparar las medianas de las expectativas de inflación de los hogares a uno y a tres años, que la primera se encuentra muy por encima de la segunda. Ello indica que, aunque estos agentes anticipan que el episodio de fuertes repuntes en los precios tendrá todavía una cierta persistencia, la inflación se moderará sustancialmente a medio plazo. En línea con las mayores tasas medianas previstas, se aprecia, al analizar la distribución completa de las expectativas de inflación, cómo esta se ha desplazado hacia valores más elevados, en especial en el caso del horizonte de un año.

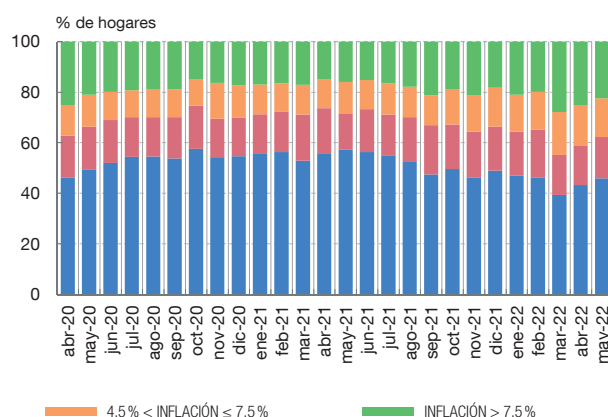
1 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE LOS HOGARES A UNO Y A TRES AÑOS (a)



2 DISTRIBUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE LOS HOGARES A UN AÑO



3 DISTRIBUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE LOS HOGARES A TRES AÑOS



FUENTE: *Consumer Expectations Survey* (Banco Central Europeo).

a Mediana de la distribución.

hogares anticipan que el actual episodio inflacionista se moderará sustancialmente a medio plazo. Este patrón no difiere significativamente del observado en el conjunto del área del euro³.

En línea con las mayores tasas medianas previstas, puede observarse, al analizar la distribución completa de las expectativas de inflación entre los hogares, cómo esta se ha desplazado hacia valores más elevados. El desplazamiento es más

3 Véase Guirola y Kataryniuk (2022).

pronunciado en las expectativas referidas a un horizonte temporal de un año. En particular, entre junio de 2021 y mayo de 2022 se ha reducido sustancialmente [en 23 puntos porcentuales (pp)] la proporción de hogares que anticipan que el incremento de los precios a un año vista será del 2,5 % o inferior (véase gráfico 1.2). En el caso de las expectativas a tres años, la disminución entre esas fechas es significativamente menor, aunque también considerable (de 10 pp) (véase gráfico 1.3). En contraposición, ha aumentado el porcentaje de hogares que esperan tasas de inflación superiores al 7,5 %, sobre todo en el horizonte de un año (18 pp), pero también a tres años vista (7 pp).

Por otra parte, como puede observarse en el gráfico 2.1, la guerra en Ucrania ha incidido también sobre las perspectivas que los hogares tienen acerca de la evolución futura de sus rentas y, de forma más intensa, sobre las relativas al crecimiento económico nacional. En marzo, tras la agresión de Rusia a Ucrania, los hogares corrigieron a la baja el avance previsto de sus ingresos y, en mayor medida, de la actividad para los doce meses siguientes, aunque parte de ese ajuste habría revertido en los dos meses posteriores. El impacto negativo de la guerra sobre estas variables habría sido notablemente menor que el de la crisis sanitaria, al principio de la cual los hogares anticipaban una evolución mucho más desfavorable de sus rentas y de la actividad.

Además, la percepción de los hogares acerca de su acceso al crédito también se ha deteriorado desde el inicio de la guerra en Ucrania (véase gráfico 2.2), en un contexto en el que, además, estos agentes anticipan un repunte en el coste de los préstamos en los doce próximos meses, en línea con la senda ascendente de los tipos de interés del mercado monetario.

Por último, las perspectivas de los hogares en torno a su situación financiera futura también se han tornado paulatinamente menos favorables desde el otoño de 2021, y han empeorado tras la invasión de Ucrania para todos los grupos de renta (véase gráfico 2.2). Al estimar un modelo *probit* ordenado para analizar qué factores determinan estas expectativas, los resultados reflejan que estas dependen no solo de la evolución esperada de la renta del hogar, sino también de las tasas de inflación previstas (que inciden sobre los niveles de ahorro) y del crecimiento económico a nivel nacional (véase gráfico 2.3)⁴. La evolución desfavorable que estos factores han presentado tras el estallido de la guerra ha contribuido a explicar el empeoramiento de las perspectivas de los hogares sobre su situación financiera futura desde la invasión. Por grupos de hogares, los que atraviesan problemas de liquidez y los que

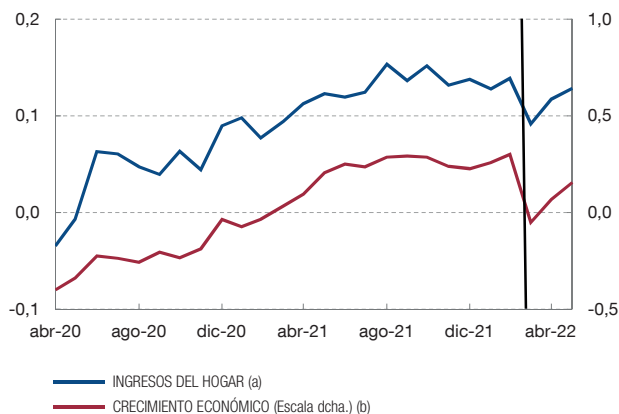
4 Los impactos marginales presentados en el gráfico para distintas variables no son comparables entre sí, por dos razones. En primer lugar, porque están evaluados en el valor medio del resto de los factores explicativos. En segundo lugar, porque las variables cualitativas incluidas en el modelo están recogiendo variaciones de magnitud heterogénea en los conceptos a los que hacen referencia. En particular, en el contexto actual de elevada inflación, las variaciones esperadas en los precios serán, en general, de mayor magnitud que en los ingresos incluso para los hogares que anticipan incrementos notables de ambas variables.

Gráfico 2

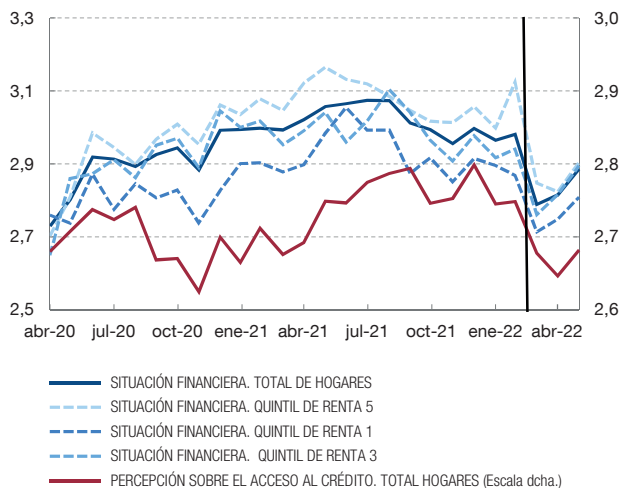
PERSPECTIVAS DE LOS HOGARES ESPAÑOLES ACERCA DE LA EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD, DE SUS RENTAS Y DE SU SITUACIÓN FINANCIERA, Y PERCEPCIÓN SOBRE SU ACCESO AL CRÉDITO

Las perspectivas de los hogares sobre la evolución de sus rentas y sobre el crecimiento económico se han visto afectadas negativamente por la guerra en Ucrania. Ambas variables, así como la evolución prevista de la inflación y, para los hogares con deudas, la de los tipos de interés, condicionan las expectativas de los hogares sobre las perspectivas acerca de su situación financiera, que han registrado un cierto deterioro desde el inicio de este conflicto bélico.

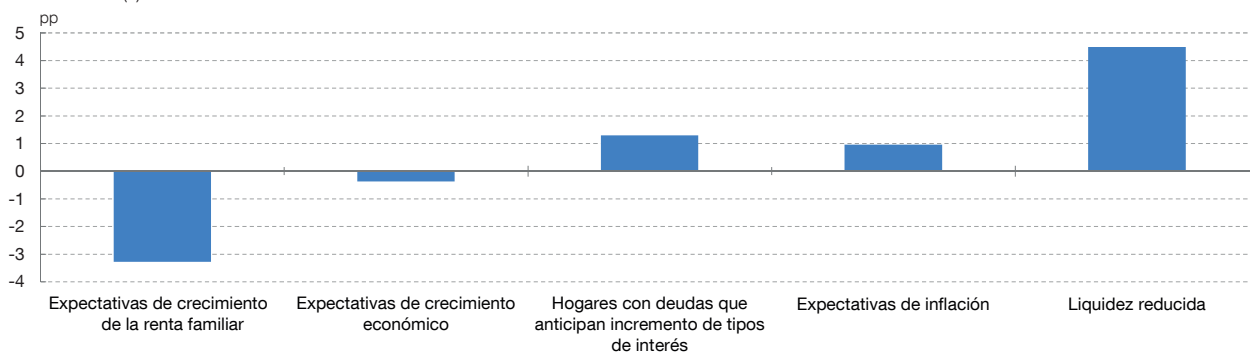
1 PERSPECTIVAS DE LOS HOGARES, A UN AÑO VISTA, SOBRE LA EVOLUCIÓN DE SUS RENTAS Y DE LA ECONOMÍA



2 PERSPECTIVAS DE LOS HOGARES, A UN AÑO VISTA, SOBRE LA EVOLUCIÓN DE SU SITUACIÓN FINANCIERA (TOTAL DE HOGARES Y DESGLOSE POR QUINTIL DE RENTA) Y PERCEPCIÓN SOBRE SU ACCESO AL CRÉDITO (c)



3 IMPACTO MARGINAL DE DIVERSAS CARACTERÍSTICAS DEL HOGAR SOBRE LA PROBABILIDAD DE ANTICIPAR UN DETERIORO EN LA SITUACIÓN PATRIMONIAL DEL HOGAR (d)



FUENTES: *Consumer Expectations Survey* (Banco Central Europeo) y cálculos propios.

- Media muestral del indicador que recoge la evolución cualitativa prevista de los ingresos del hogar, que se construye de la siguiente manera: toma valor 1 (-1) si la persona encuestada anticipa que los ingresos familiares van a crecer (caer) sustancialmente, 0 si prevé que se mantengan y 0,5 (-0,5) si anticipa una variación modesta al alza (a la baja) de esta variable.
- Media muestral del indicador que recoge la evolución macroeconómica prevista, que se construye de la siguiente manera: toma valor 1 si el individuo encuestado prevé crecimiento económico y -1 si se anticipa una caída de la actividad, y valor nulo si se anticipa que esta se mantendrá estable.
- Indicador que toma valores crecientes, desde 1 hasta 5, si se anticipa que el concepto analizado presente un deterioro importante, leve, se mantenga sin cambios, mejore levemente o de forma significativa. En el caso del indicador relativo al acceso al crédito, recoge la percepción sobre la evolución reciente (en comparación con un año antes).
- Impactos marginales obtenidos de la estimación de un modelo *probit* ordenado. La incidencia de cambios en una variable determinada se evalúa en el valor promedio del resto de los factores explicativos incluidos en la especificación. Esta incluye las variables presentadas en el gráfico, así como un indicador que recoge si el hogar dispone de suficiente liquidez (o alguna forma de obtenerla) para cubrir gastos imprevistos que asciendan a una cuantía equivalente a una mensualidad de los ingresos familiares del hogar y diversos efectos fijos (de tiempo, nivel de ingresos y tamaño del hogar, género, nivel educativo y edad del encuestado). En el gráfico, las barras que recogen el impacto marginal de tener perspectivas de mantenimiento o incremento de los ingresos (precios) miden la brecha entre la probabilidad de anticipar una mejora en la posición financiera en estos dos casos con respecto a los hogares que anticipan un retroceso en las rentas familiares (precios), cuando el resto de las variables se sitúan en un valor equivalente a su media muestral. Los impactos marginales presentados en el gráfico para distintas variables no son directamente comparables entre sí, dado que están evaluados en el valor medio del resto de los factores explicativos y que las variables cualitativas incluidas en el modelo están recogiendo variaciones de magnitud heterogénea en los conceptos a los que hacen referencia (en particular, en un período de elevada inflación como el cubierto en el análisis, las variaciones esperadas en los precios serán, en general, de mayor magnitud que en los ingresos incluso para los hogares que anticipan incrementos notables de ambas variables).

tienen deudas pendientes tienden a presentar unas perspectivas menos positivas acerca de la trayectoria futura de su situación patrimonial⁵.

Las perspectivas de gasto de los hogares españoles

Entre finales de 2020 y el inicio de la guerra en Ucrania, los hogares revisaron al alza de forma continuada sus perspectivas de gasto nominal en bienes y servicios de consumo a un año vista (véase gráfico 3.1). Mientras que en los primeros meses de 2021 esta mejoría pudo estar asociada, al menos en parte, a la mejoría en la situación epidemiológica, a partir del verano estas revisiones se produjeron en paralelo al aumento de las expectativas de inflación, a las que están fuertemente vinculadas (véanse gráficos 1.1 y 3.2). En todo caso, las revisiones al alza que se produjeron a partir de mediados de 2021 en las previsiones de gasto nominal (que quedan recogidas también en la información cuantitativa que incluye la CES sobre este aspecto) fueron menos intensas que en el caso de la inflación. Como resultado, los hogares esperaban en ese período, de forma implícita, un modesto descenso del consumo real (obtenido por diferencia entre las tasas de avance anticipadas para el gasto nominal y para los precios).

Posteriormente, el desencadenamiento de la guerra incidió de forma significativa sobre las perspectivas de gasto de las familias, de modo que se interrumpió la tendencia de recuperación del consumo nominal proyectado (véase gráfico 3.1)⁶. Desde marzo, los hogares han revisado a la baja sus planes de gasto nominal como consecuencia del impacto del conflicto bélico sobre su confianza y sobre la evolución anticipada de sus rentas, su situación patrimonial y su acceso al crédito, en un contexto de una cierta corrección de las elevadas tasas de inflación que se anticipaban en ese mes. Por consiguiente, tras el inicio de la guerra las familias estarían anticipando un dinamismo significativamente menor de su consumo en términos reales. Además, puesto que la brecha entre el avance previsto del gasto nominal y el de los ingresos se ha ampliado algo con respecto al comienzo del año, los hogares estarían anticipando, implícitamente, unas tasas de ahorro ligeramente más reducidas.

Más allá de los indicadores agregados para la muestra en su conjunto, es interesante analizar la evolución de las perspectivas de consumo en función de las características de cada hogar. Este análisis refleja que, desde el inicio de la guerra, las perspectivas de gasto nominal de los hogares en los dos quintiles superiores de ingresos han seguido siendo, como en los meses anteriores, más favorables que las del resto (véase gráfico 3.3). Este patrón se mantiene al analizar las expectativas de gasto en términos reales.

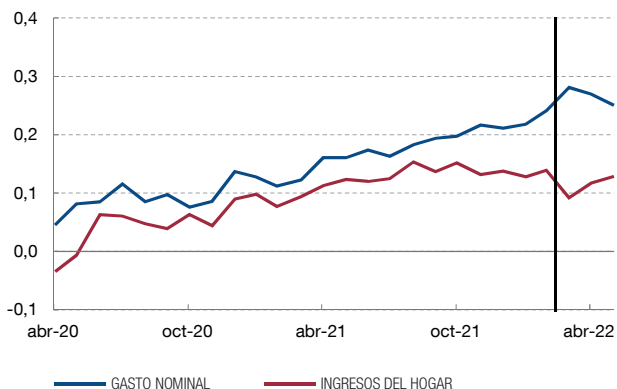
5 Los hogares que no disponen de un colchón de liquidez se definen como aquellos que no pueden hacer frente a un gasto inesperado de una cuantía equivalente a sus ingresos mensuales, ya sea mediante el recurso a sus ahorros o solicitando préstamos a terceros.

6 En la pregunta que recoge la evolución cualitativa esperada del consumo, los hogares escogen una entre cinco posibles respuestas (que recogen si anticipan que este va a crecer mucho, si creen que lo hará de forma modesta, si prevén que va a mantenerse aproximadamente o, alternativamente, si creen que va a descender ligeramente o de forma acusada).

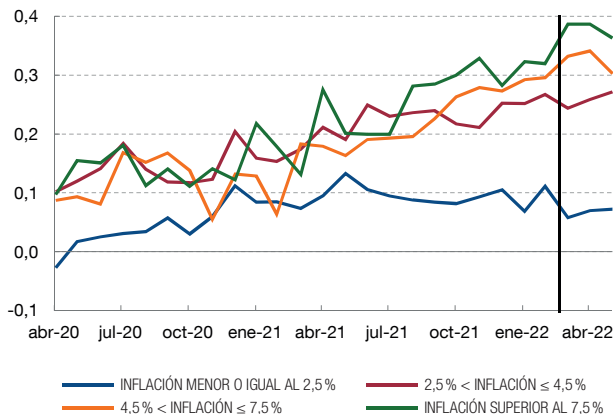
PERSPECTIVAS DE GASTO DE LOS HOGARES ESPAÑOLES

Desde la guerra, la trayectoria de intensa recuperación que en meses anteriores presentaba el indicador cualitativo que recoge la evolución prevista del consumo nominal de los hogares en los doce meses posteriores a la realización de la encuesta ha tendido a frenarse. Hay que tener en cuenta que las continuadas revisiones al alza que reflejaban las perspectivas de gasto nominal antes de la guerra estaban condicionadas por el aumento de los precios anticipado por las familias. Estas perspectivas de gasto, que están fuertemente vinculadas a la inflación, son más favorables para los hogares de mayores ingresos.

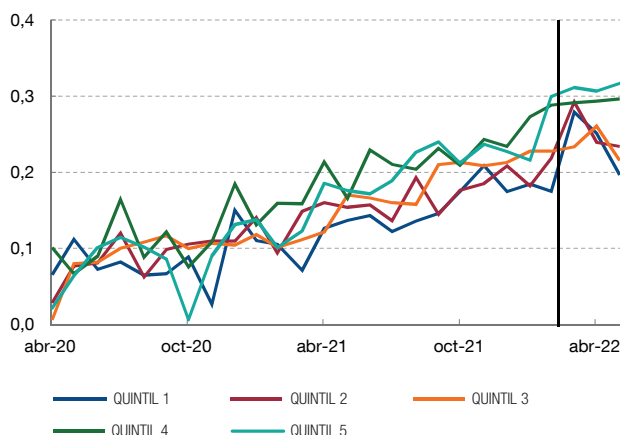
1 PERSPECTIVAS DE LOS HOGARES SOBRE LA EVOLUCIÓN DE SUS NIVELES DE GASTO Y DE INGRESOS EN LOS DOCE MESES POSTERIORES A LA REALIZACIÓN DE LA ENCUESTA (a)



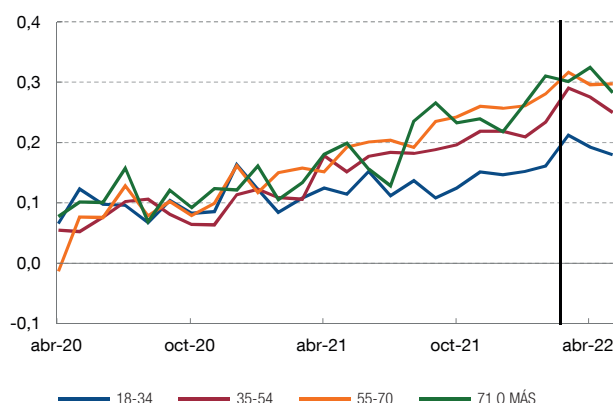
2 PERSPECTIVAS DE LOS HOGARES SOBRE LA EVOLUCIÓN DE SUS NIVELES DE GASTO EN FUNCIÓN DE LAS TASAS DE INFLACIÓN ESPERADAS (a)



3 PERSPECTIVAS DE EVOLUCIÓN DEL GASTO NOMINAL DE LOS HOGARES EN FUNCIÓN DE SU NIVEL DE INGRESOS (a)



4 PERSPECTIVAS DE EVOLUCIÓN DEL GASTO NOMINAL DE LOS HOGARES EN FUNCIÓN DE LA EDAD DEL ENCUESTADO (a)



FUENTES: *Consumer Expectations Survey* (Banco Central Europeo) y cálculos propios.

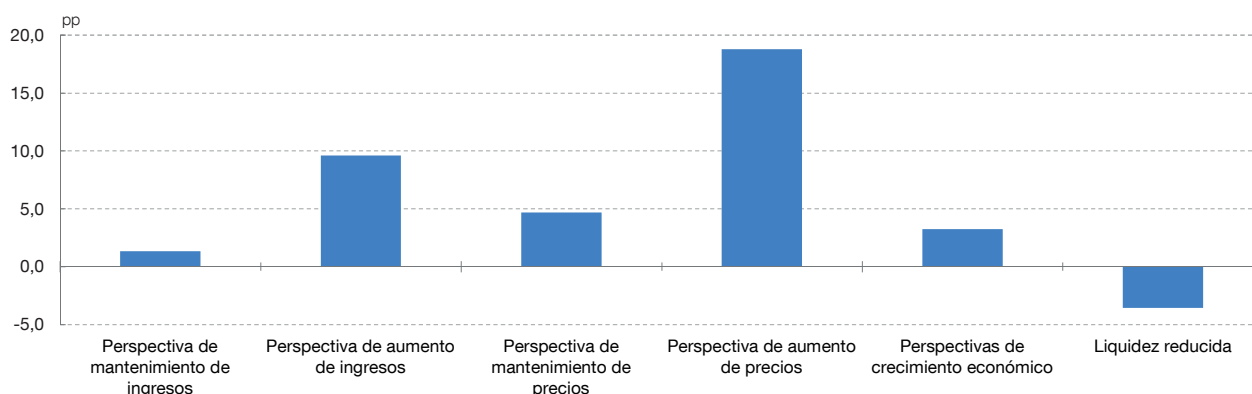
a Media muestral del indicador que recoge la evolución cualitativa prevista de la variable en cuestión, que se construye de la siguiente manera: toma valor 1 (-1) si el hogar anticipa que va a crecer (caer) sustancialmente y 0,5 (-0,5) si anticipa una variación modesta al alza (a la baja). Si prevé un mantenimiento, el indicador toma un valor nulo.

Diversos factores pueden contribuir a explicar este hecho. En primer lugar, las familias con mayores rentas son habitualmente más optimistas que el resto acerca de la evolución futura de sus ingresos en situaciones de incertidumbre, lo que probablemente se deba a una mayor estabilidad de sus rentas ante perturbaciones. En segundo lugar, su nivel de gasto está comparativamente más alejado del nivel

PERSPECTIVAS DE GASTO DE LOS HOGARES ESPAÑOLES (cont.)

Desde la guerra, la trayectoria de intensa recuperación que en meses anteriores presentaba el indicador cualitativo que recoge la evolución prevista del consumo nominal de los hogares en los doce meses posteriores a la realización de la encuesta ha tendido a frenarse. Hay que tener en cuenta que las continuadas revisiones al alza que reflejaban las perspectivas de gasto nominal antes de la guerra estaban condicionadas por el aumento de los precios anticipado por las familias. Estas perspectivas de gasto, que están fuertemente vinculadas a la inflación, son más favorables para los hogares de mayores ingresos.

5 RELACIÓN ENTRE LAS PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DEL GASTO NOMINAL Y LAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO ECONÓMICO, RENTA FAMILIAR, PRECIOS Y SITUACIÓN FINANCIERA DEL HOGAR (b)
Impacto sobre la probabilidad de reportar un incremento del gasto nominal



FUENTES: *Consumer Expectations Survey* (Banco Central Europeo) y cálculos propios.

b Efectos marginales obtenidos a partir de un modelo *probit* ordenado que vincula el consumo previsto a variables cualitativas que miden el crecimiento previsto de los ingresos, las perspectivas macroeconómicas y relativas a la evolución de los precios y una variable dicotómica que recoge si el hogar tiene suficiente liquidez (o alguna forma de obtenerla) para cubrir potenciales gastos imprevistos que asciendan a un mes de los ingresos familiares del hogar. En la especificación se controla por efectos fijos de tiempo, nivel de ingresos familiares, de tamaño del hogar, de nivel educativo y edad del encuestado. En el gráfico, las barras que recogen el impacto marginal de tener perspectivas de mantenimiento o incremento de los ingresos (precios) miden la brecha entre la probabilidad de anticipar un incremento del gasto en estos dos casos con respecto a los hogares que anticipan un retroceso en las rentas familiares (precios), evaluado en el valor medio del resto de las variables. Para las perspectivas de crecimiento económico (liquidez), la barra recoge el impacto de tener perspectivas de avance de la actividad (liquidez insuficiente) sobre la probabilidad de anticipar un crecimiento del consumo nominal en comparación con las familias que anticipan un mantenimiento o retroceso en la actividad (disponen de un colchón holgado para hacer frente a imprevistos). Los impactos marginales presentados en el gráfico para distintas variables no son directamente comparables entre sí, por dos razones. En primer lugar, porque están evaluados en el valor medio del resto de los factores explicativos. En segundo lugar, porque las variables cualitativas incluidas en el modelo están recogiendo variaciones de magnitud heterogénea en los conceptos a los que hacen referencia (en particular, en un período de elevada inflación como el cubierto en el análisis, las variaciones esperadas en los precios serán, en general, de mayor magnitud que en los ingresos incluso para los hogares que anticipan incrementos notables de ambas variables).

previo a la crisis sanitaria que en los hogares de menor renta, dado que en su cesta de consumo tienen un peso comparativamente mayor las partidas que se han visto más afectadas por la pandemia (en particular, las vinculadas a actividades que conllevan un mayor grado de interacción social, como las relacionadas con el ocio, el turismo y la cultura). La eliminación reciente de la práctica totalidad de las restricciones vinculadas a la pandemia ayudaría a explicar que estos hogares prevean acelerar la convergencia de su nivel de gasto hacia las cotas precrisis. Por último, estos hogares disponen de un mayor margen para amortiguar el impacto sobre su consumo de las mayores tasas de inflación mediante una reducción de su ahorro, por una doble razón: sus tasas de ahorro suelen ser mayores y, además, pudieron acumular una cuantiosa bolsa de ahorro extraordinario durante la pandemia, que pueden destinar ahora a gasto corriente.

Por grupos de edad, las perspectivas de gasto nominal son, desde mediados de 2021, algo menos expansivas en los más jóvenes (véase gráfico 3.4). Este patrón se

ve condicionado, no obstante, por las tasas de inflación comparativamente menores que espera este grupo de agentes en comparación con los de mayor edad, y no se trasladaría a las expectativas de gasto en términos reales.

De cara a analizar qué factores contribuyen a explicar la evolución que han presentado las expectativas de gasto nominal de las familias, se ha estimado un modelo *probit* ordenado, que vincula estas perspectivas a diversas variables cualitativas que miden el crecimiento previsto de los ingresos familiares, de la actividad económica y de los precios, y a una variable binaria que recoge si el hogar tiene suficiente liquidez (o alguna forma de obtenerla) para cubrir gastos imprevistos que asciendan a una cuantía equivalente a una mensualidad de sus ingresos. Se introducen, además, otros controles adicionales⁷.

Los resultados reflejan que, en un contexto en el que las expectativas de inflación han presentado importantes revisiones en los últimos trimestres, estas estarían desempeñando un papel muy relevante a la hora de explicar los cambios en las perspectivas de gasto nominal de las familias en el período reciente. El gráfico 3.5 muestra los impactos marginales sobre la probabilidad de anticipar un incremento del consumo nominal como resultado de cambios en algunas de las variables explicativas incorporadas en el modelo. Como puede verse, existe un fuerte vínculo entre las perspectivas de gasto nominal y las de inflación. Ello sugiere que, ante un episodio de fuertes presiones inflacionistas como el actual, los hogares prevén absorber parte del aumento de precios mediante un ajuste a la baja en sus tasas de ahorro, en la medida en que dispongan de este margen de maniobra. Los resultados reflejan también un impacto positivo sobre las perspectivas de consumo tanto de unas previsiones más favorables sobre las rentas familiares como, en menor medida, de la situación económica general (que, al estar asociada a unos mayores niveles de confianza, favorece un mayor dinamismo del gasto de los hogares). Asimismo, disponer de un colchón de liquidez holgado se traduce en mejores perspectivas de gasto⁸.

Por otra parte, la guerra parece haber condicionado negativamente las perspectivas de gasto en algunas partidas específicas, como consecuencia del deterioro de la confianza y de la percepción de los hogares sobre su situación patrimonial. Este es el caso del gasto en bienes duraderos, que habitualmente se ve más afectado ante episodios de repunte en la incertidumbre, de deterioro en la posición patrimonial de las familias o de reducciones de su poder adquisitivo. En estas situaciones, los

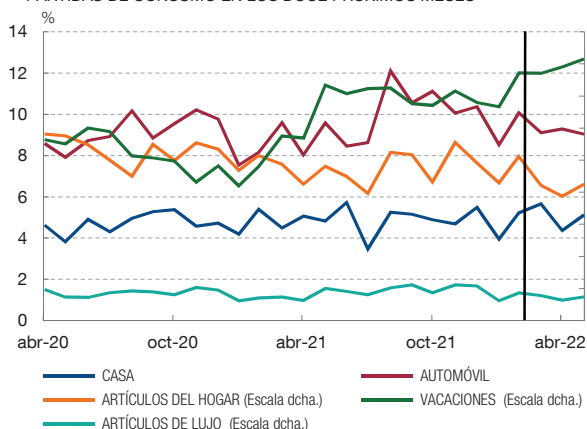
⁷ Véase la nota (b) del gráfico 3.5.

⁸ De nuevo, es preciso tener en cuenta que los impactos marginales presentados en el gráfico para distintas variables no son comparables entre sí, por las dos razones señaladas con anterioridad: por estar evaluados en el valor medio del resto de los factores explicativos y porque las variables cualitativas incluidas en el modelo están recogiendo variaciones de magnitud heterogénea en los conceptos a los que hacen referencia (como se ha comentado previamente, en el contexto actual de elevada inflación, las variaciones esperadas en los precios serán, en general, de mayor magnitud que en los ingresos incluso para los hogares que anticipan incrementos notables de ambas variables).

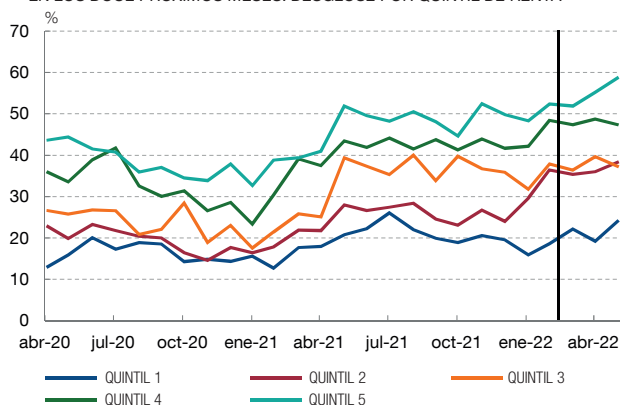
PERSPECTIVAS DE LOS HOGARES ESPAÑOLES SOBRE SU GASTO EN GRANDES PARTIDAS Y SENSIBILIDAD DEL CONSUMO A CAMBIOS EN LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA

El incremento de la incertidumbre que ha conllevado la guerra en Ucrania se ha traducido en una revisión a la baja de las expectativas de gasto en bienes duraderos de los hogares. En contraposición, las perspectivas relativas al gasto en vacaciones han mantenido un perfil de recuperación incluso tras el estallido de la guerra, excepto en los hogares de menores ingresos, que disponen de un menor margen para absorber los incrementos de inflación sin reducir sus niveles de gasto y se han visto más afectados por el repunte en los precios de la energía. Ante un repunte en estos últimos, los hogares con un colchón modesto de liquidez han reducido el gasto en otros bienes, a diferencia del resto de las familias, que no habrían ajustado ese gasto en otros bienes y habrían absorbido el incremento de precios mediante una reducción de sus tasas de ahorro.

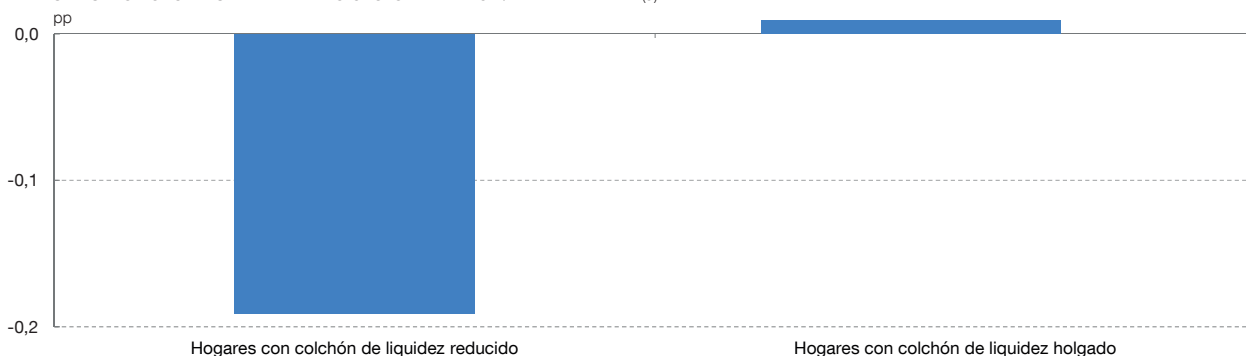
1 PROPORCIÓN DE HOGARES QUE ANTICIPAN GASTAR EN GRANDES PARTIDAS DE CONSUMO EN LOS DOCE PRÓXIMOS MESES



2 PROPORCIÓN DE HOGARES QUE ANTICIPAN GASTAR EN VACACIONES EN LOS DOCE PRÓXIMOS MESES. DESGLOSE POR QUINTIL DE RENTA



3 AJUSTE EN EL PESO DEL GASTO EN BIENES NO ENERGÉTICOS Y SERVICIOS SOBRE LOS INGRESOS DEL HOGAR ANTE UN INCREMENTO DE UN PUNTO PORCENTUAL EN LA RATIO GASTO EN ENERGÍA/RENTA FAMILIAR (a)



FUENTES: *Consumer Expectations Survey* (Banco Central Europeo) y cálculos propios.

a Resultados obtenidos de la estimación de un modelo de regresión lineal con efectos fijos, que, además del cambio en el peso del gasto en energía sobre la renta familiar, incorpora también las siguientes variables explicativas: peso del gasto en energía sobre los ingresos, una variable dicotómica que recoge si el hogar dispone de un colchón escaso, y efectos fijos de tiempo y otros que controlan por la edad del encuestado. Los hogares con un colchón de liquidez reducido se definen como aquellos que no disponen de suficiente liquidez (o alguna forma de obtenerla) para cubrir gastos imprevistos que asciendan a una cuantía equivalente a una mensualidad de los ingresos familiares. La estimación se lleva a cabo para los hogares con un consumo menor o igual a la renta del hogar, y con un gasto en energía positivo. Este último se aproxima a partir del gasto total en electricidad, gas, agua, alcantarillado, telefonía y televisión por cable, dado que la encuesta no permite identificar de forma separada el consumo en cada una de estas partidas.

hogares pueden posponer las compras de estos bienes con una merma relativamente reducida de su utilidad [véase González Mínguez y Urtasun (2015)]. En consonancia con este patrón histórico, los consumidores han ajustado a la baja sus expectativas de gasto en equipamiento del hogar y en automóviles en los últimos meses, y en particular desde el inicio del conflicto bélico (véase gráfico 4.1).

En contraposición, las perspectivas relativas al gasto en vacaciones han seguido recuperándose, en un contexto que, como se ha indicado, se caracteriza por la práctica eliminación de las restricciones asociadas a la pandemia. Por niveles de renta, el quintil de renta inferior, que es el más expuesto a las partidas de gasto que más se han encarecido (en particular, la energía) y el que tiene un menor margen de maniobra para absorber un repunte en los precios mediante una reducción de sus niveles de ahorro, es el único estrato en el que las perspectivas relativas al gasto en vacaciones se han corregido a la baja desde el verano de 2021 (véase gráfico 4.2).

La energía consumida en el hogar presenta características de bien esencial o de primera necesidad. Por este motivo, ante un incremento de su coste, los hogares tenderán a hacer ajustes poco significativos en su demanda y a reducir, por el contrario, su gasto en otros bienes o su nivel de ahorro. Los resultados de un modelo de regresión sencillo confirman que, en el período analizado, la estrategia adoptada para hacer frente al incremento observado de este tipo de gastos energéticos⁹ ha variado en función del tipo de hogar, y en particular según el margen de maniobra del que este disponía para ajustar sus patrones de ahorro. Como se muestra en el gráfico 4.3, ante un aumento del gasto nominal en energía consumida en el hogar (que se presume debido a un incremento de precios —del gas o de la electricidad—), las familias con un colchón modesto de liquidez han reducido el gasto en otros bienes. Estos hogares son, mayoritariamente, los de rentas bajas, que, además, se ven más expuestos ante variaciones en el precio de la energía, dado que para estos hogares la factura energética absorbe una mayor proporción de sus ingresos¹⁰. En contraposición, las familias que disponen de un mayor colchón de liquidez no han modificado de forma sustancial sus niveles de gasto en otras partidas ante un incremento de estos costes y, por tanto, habrían reducido sus tasas de ahorro de forma temporal para afrontarlos.

9.8.2022.

9 Estos gastos se aproximan a partir del gasto total en electricidad, gas, agua, alcantarillado, telefonía y televisión por cable, dado que la encuesta no permite identificar de forma separada el gasto en cada una de estas partidas.

10 Véase Banco de España (2022).

BIBLIOGRAFÍA

- Alvargonzález, P., M. Gómez, C. Martínez-Carrascal, M. Pidkuyko y E. Villanueva (2022). *Analysis of labor flows and consumption in Spain during COVID-19*, Documentos Ocasionales, n.º 2202, Banco de España.
- Banco de España (2022). «Una recuperación incompleta en un contexto incierto: de la pandemia al repunte de la inflación y el estallido de la guerra», capítulo 1, *Informe Anual 2021*.
- Bańkowska, K., A. M. Borlescu, E. Charalambakis, A. Dias Da Silva, D. Di Laurea, M. Dossche, D. Georgarakos, J. Honkkila, N. Kennedy, G. Kenny, A. Kolndrekaj, J. Meyer, D. Rusinova, F. Teppa y V.-M. Törmälehto (2021). *ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation*, Occasional Paper Series, n.º 287, Banco Central Europeo.
- González Mínguez, J., y A. Urtasun (2015). «La dinámica del consumo en España por tipos de productos», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España.
- Guirola, L., e I. Kataryniuk (2022). «La evolución de las expectativas de inflación de los consumidores ante el reciente repunte de los precios y la guerra en Ucrania», recuadro 2, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 2/2022, Banco de España.