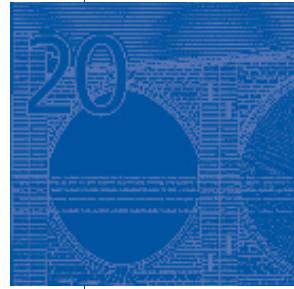


RESÚMENES DE LOS ARTÍCULOS



I VULNERABILIDAD FINANCIERA DE LOS HOGARES DE LA ZONA DEL EURO - EVIDENCIA DE LA ENCUESTA DEL EUROSISTEMA SOBRE LA SITUACIÓN FINANCIERA Y EL CONSUMO DE LOS HOGARES DE LA ZONA DEL EURO

En el presente artículo se subrayan tres ejemplos de nuevos estudios comparados entre países basados en datos de la Encuesta del Eurosistema sobre la Situación Financiera y el Consumo de los Hogares de la zona del euro (HFCS, en sus siglas en inglés), estudios que revisten especial relevancia para evaluar la estabilidad financiera. En primer lugar, el artículo investiga cómo se ve afectada la vulnerabilidad financiera de los hogares por diferentes perturbaciones macroeconómicas adversas, observándose que los efectos de esas perturbaciones son bastante limitados a nivel de la zona del euro. En segundo lugar, se presenta una nueva metodología que combina datos a nivel de hogares con datos agregados, proporcionando estimaciones inmediatas del impacto de las perturbaciones sobre las unidades familiares. Dichas estimaciones sugieren que los hogares con rentas altas son los que han experimentado recientemente las pérdidas de riqueza más acusadas. Al mismo tiempo, el impacto sobre el gasto en consumo de los hogares con rentas bajas probablemente se ha magnificado, debido a su mayor respuesta a perturbaciones que afectan a la riqueza. En tercer lugar, se utiliza la base de datos ampliada para obtener un desglose del efecto de las variaciones recientes de los tipos de interés y del desempleo sobre las medidas de vulnerabilidad financiera (como la ratio de pago por deuda sobre renta). Una de las conclusiones del artículo es que, aunque a los hogares con hipotecas a tipo de interés variable les ha beneficiado el descenso de los tipos de interés, el impacto de ese descenso sobre las ratios de pago por deuda sobre renta de los hogares con rentas bajas ha quedado atenuado por el hecho de que los hogares más pobres se han visto afectados de forma desproporcionada por el aumento del desempleo.

INTRODUCCIÓN

La situación financiera de los hogares de la zona del euro difiere notablemente, tanto dentro de cada país como entre los distintos países, como consecuencia de las diferencias en los niveles de renta, consumo y riqueza, de las tenencias de deuda y de la asignación de las carteras. Esta situación tiene implicaciones para los bancos centrales. Por ejemplo, el impacto que las variaciones de los tipos de interés tienen en el gasto en consumo de un hogar dado depende de forma crucial de la situación financiera global de ese hogar, es decir, de que sea un deudor o un acreedor neto y de que los tipos de interés de sus activos y sus pasivos sean fijos o variables. Esas diferencias tienen consecuencias macroeconómicas en la medida en que la respuesta de la economía en su conjunto a cambios en las políticas dependerá de la distribución de los activos y de la deuda entre los distintos hogares, especialmente en tiempos de crisis, cuando las perturbaciones económicas son grandes y se distribuyen de forma desigual. Por consiguiente, para entender en profundidad las respuestas de la economía a las diferentes perturbaciones o a los cambios en los instrumentos de política monetaria es necesario disponer de información detallada sobre la estructura y la composición de las finanzas de los hogares a nivel microeconómico.

Desde hace mucho tiempo, los bancos centrales han participado en la recogida y el análisis de datos sobre la situación financiera de los hogares individuales, lo que refleja la importancia de sus finanzas para la política monetaria y el análisis de la estabilidad financiera. En 1983, la Reserva Federal puso en

marcha la Encuesta Financiera de los Consumidores (SCF, en sus siglas en inglés), que se realiza cada tres años. Desde entonces, varios otros bancos centrales han decidido seguir el ejemplo y llevan a cabo encuestas similares sobre las finanzas de los hogares. En Europa, el Eurosistema (integrado por el BCE y los bancos centrales nacionales de todos los países que han adoptado el euro) ha puesto en marcha recientemente su Encuesta sobre la Situación Financiera y el Consumo de los Hogares. Este proyecto conjunto, en el que participan los bancos centrales del Eurosistema y varios institutos nacionales de estadística, tiene por objeto producir datos que sean comparables entre los distintos países.

La Encuesta proporciona información detallada e individualizada sobre los balances de los hogares y otros aspectos de su situación financiera. Esta base de datos contiene actualmente un acervo de información sobre las finanzas de más de 62.000 hogares de 15 países de la zona del euro. En abril de 2013, el BCE publicó los resultados de la primera ola de la encuesta y, desde entonces, los investigadores del Eurosistema han realizado varios proyectos de investigación utilizando esos datos. La base de datos también está disponible más allá de los límites del Eurosistema, y alrededor de 300 investigadores externos están trabajando en unos 130 proyectos diferentes empleando esos datos. La disponibilidad de esa información ha generado una importante actividad investigadora en la zona del euro sobre las finanzas de los hogares.

Los proyectos de investigación en los que se utilizan los nuevos datos abarcan una amplia gama de temas. Algunos estudian las relaciones entre los precios de los activos y el consumo, mientras que otros se centran en los patrones de las tenencias de deuda, la riqueza y la desigualdad de rentas. Otros proyectos, por ejemplo, miden el impacto de la inflación y de las variaciones de los tipos de interés sobre diversos hogares o estiman los factores determinantes del ahorro, las restricciones crediticias y la vulnerabilidad financiera.

Estas cuestiones reflejan desarrollos recientes en el campo de las finanzas de los hogares, que constituye un área de investigación relativamente nueva en comparación con otras como las finanzas corporativas. La Encuesta sirve de catalizador para estimular el desarrollo de este campo, especialmente en lo relativo a las comparaciones entre países. Es, además, un componente importante en las evaluaciones de la estabilidad macroeconómica y financiera.

Un resumen completo de todos los resultados obtenidos hasta ahora sobrepasaría los límites del presente artículo. Así pues, nos centraremos en tres aspectos que revisten particular relevancia para el análisis de la estabilidad financiera.

En primer lugar, las experiencias de varios países durante la crisis han puesto de manifiesto el papel crucial que desempeñan los balances de los hogares para determinar la intensidad, la duración y el impacto macroeconómico de la misma. Por consiguiente, en la sección 2 se analiza la vulnerabilidad financiera de las familias, es decir, el riesgo de que perturbaciones adversas den lugar a tensiones financieras en determinadas categorías de hogares. Concretamente, se utilizan análisis de simulación para probar la resistencia de la situación financiera de los hogares, a fin de determinar cómo afectan escenarios macroeconómicos alternativos a los diferentes indicadores de vulnerabilidad financiera de las familias y estimar las posibles pérdidas para el sistema bancario en caso de impago.

En la sección 3 del artículo se muestra cómo se puede potenciar, introduciendo información agregada, la utilidad de los datos de la Encuesta del Eurosistema sobre la Situación Financiera y el Consumo de los Hogares para la política monetaria y para la estabilidad financiera en particular. Una de las principales limitaciones de los datos obtenidos de las encuestas financieras a las familias es la cantidad de tiempo

necesario para recopilar y procesar la información. Por consiguiente, los datos se publican con un retraso considerable. Por ejemplo, los datos de la Encuesta del Eurosistema publicados en 2013 se refieren, principalmente, al año 2010. En muchos casos, a efectos de política económica, este retraso es sencillamente demasiado grande (sobre todo cuando se producen variaciones significativas en los precios de los activos y/o en la situación económica). Afortunadamente, este problema puede solucionarse en parte combinando los datos de corte transversal de las encuestas con datos agregados más oportunos (por ejemplo, datos sobre los precios de los activos). De esta manera se pueden obtener estimaciones inmediatas de varios indicadores relevantes de la situación financiera de los hogares y, en última instancia, determinar las implicaciones para la dinámica del consumo. Los resultados de este enfoque se presentan en la sección 3.

En la sección 4 se demuestra una posible aplicación de esos datos ampliados de la Encuesta. Utilizando la técnica descrita anteriormente, se examina cómo evoluciona con el tiempo la distribución de las presiones financieras sobre los hogares (medidas, por ejemplo, en función de la ratio de pago por deuda sobre renta) y cómo afectan a su dinámica las variaciones de los tipos de interés y la tasa de desempleo. Estos indicadores puntuales de la presión financiera resultan útiles no solo para analizar los riesgos para la estabilidad financiera, sino también para análisis macroeconómicos más generales.

CONCLUSIONES

El presente artículo muestra que los datos a nivel de hogares pueden proporcionar una información adicional de gran importancia sobre otros datos macroeconómicos y contribuir a la evaluación de la estabilidad financiera. A diferencia de la variación bastante limitada observada en los datos macroeconómicos a lo largo del tiempo, la heterogeneidad de los datos de los hogares es considerable y sumamente generalizada, y tiene un fuerte impacto sobre su comportamiento económico. Los datos a nivel de hogares permiten documentar esa heterogeneidad centrándose la atención en categorías específicas de hogares. Además, las diferentes respuestas de las unidades familiares son interesantes en sí mismas y pueden tener implicaciones importantes a nivel agregado.

Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.

2 INDICADORES DE ALERTA TEMPRANA DE TENSIONES FISCALES EN EL CONTEXTO DE LA VIGILANCIA PRESUPUESTARIA EUROPEA

La crisis de deuda soberana de la zona del euro ha generado unos costes económicos excepcionalmente elevados. Una de las principales lecciones aprendidas es la necesidad de reforzar la prevención de crisis a fin de, en primer lugar, evitar la acumulación de ingentes desequilibrios macroeconómicos, fiscales y financieros. Para que la prevención de crisis sea eficaz, es preciso disponer de indicadores fiables y puntuales de cualquier riesgo para la estabilidad financiera que pudiera surgir. Esto ha suscitado gran interés en los sistemas de alerta temprana. Por lo que respecta a las finanzas públicas, se necesitan alertas tempranas, especialmente de «tensiones fiscales», que pueden definirse como el riesgo a corto plazo de que se produzca una crisis de liquidez soberana. Como estos riesgos para la sostenibilidad de las finanzas públicas pueden ser una consecuencia directa de desequilibrios fiscales, aunque indirectamente también de desequilibrios macroeconómicos o financieros y de su interacción, los indicadores de alerta temprana desarrollados recientemente tratan de anticipar las tensiones fiscales a partir de una amplia gama de variables fiscales y no fiscales. En este artículo se analizan los avances recientes en la integración de los indicadores de alerta temprana en el sistema de vigilancia presupuestaria europeo, y se proponen nuevas mejoras.

INTRODUCCIÓN

La crisis de deuda soberana ha demostrado que las dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas pueden ser muy acuciantes no solo en el largo plazo, sino también en el corto plazo. A medio y largo plazo, la evaluación de la solvencia de un Gobierno es crucial. La solvencia exige que se cumpla la restricción presupuestaria intertemporal de un Gobierno, lo que significa que el valor actual neto de sus saldos primarios futuros ha de ser al menos tan elevado como el de la deuda pública. Esto puede determinarse, por ejemplo, mediante análisis de sostenibilidad de la deuda. No obstante, los Gobiernos pueden tener que hacer frente al riesgo de que se produzca una crisis de liquidez aunque no tengan problemas de solvencia. Estos riesgos de liquidez implican que un Gobierno tiene dificultades de acceso a los mercados financieros para atender todas sus obligaciones futuras en el corto plazo. En este contexto, la tensión fiscal puede definirse como el riesgo a corto plazo de tener que afrontar una crisis de liquidez soberana, que se caracteriza por la existencia de graves dificultades de financiación soberana.

Los episodios de tensión fiscal que se produjeron en el contexto de la crisis de la deuda soberana han despertado el interés por los sistemas de alerta temprana, en parte porque los rendimientos de la deuda pública y los diferenciales de la deuda soberana en gran medida no consiguieron anticipar la inminente crisis. El principal objetivo de los indicadores de alerta temprana es proporcionar señales fiables y oportunas de cualquier riesgo para la estabilidad financiera que pudiera surgir. Idealmente pueden utilizarse para identificar la necesidad de adoptar medidas que eviten la aparición de tensiones fiscales, en primer lugar.

En respuesta a las lecciones extraídas de la crisis de la deuda, la Comisión Europea ha introducido un indicador de alerta temprana de los riesgos a corto plazo para la sostenibilidad de las finanzas públicas en el sistema de vigilancia presupuestaria europeo (el denominado indicador S0).

En este artículo se analizan los conceptos de indicadores de alerta temprana de tensiones fiscales y la aplicación de estos indicadores en el sistema de vigilancia presupuestaria europeo, y se proponen métodos para mejorarlo.

El artículo se estructura de la siguiente forma: en la sección 2 se presenta el enfoque general de los sistemas de alerta temprana basados en el método de señalización, incluida la definición de tensión fiscal y la selección de los posibles factores determinantes de las tensiones fiscales. En la sección 3 se analiza el diseño y el comportamiento de los indicadores de alerta temprana de tensiones fiscales aplicados en el marco europeo de vigilancia presupuestaria y se proponen mejoras adicionales, y en la sección 4 se recogen las conclusiones, llamando especialmente la atención sobre las limitaciones de los sistemas de alerta temprana de tensiones fiscales.

CONCLUSIONES

Los indicadores de alerta temprana de tensiones fiscales pueden ser importantes instrumentos de vigilancia presupuestaria a fin de que la política económica cuente con tiempo suficiente para hacer frente a circunstancias adversas y de evitar que se produzcan crisis graves, en primer lugar.

En el sistema europeo de vigilancia presupuestaria se ha introducido recientemente un indicador de este tipo denominado indicador S0, que trata de predecir el riesgo de tensiones fiscales en un horizonte de predicción de un año a partir de variables fiscales, macroeconómicas y financieras. El indicador S0 llena un vacío en el marco europeo de análisis de la sostenibilidad de las finanzas públicas al captar la vulnerabilidad fiscal en el corto plazo, mientras que, anteriormente, el marco se centraba exclusivamente en las perspectivas a medio y largo plazo de la sostenibilidad fiscal.

Para que un indicador de alerta temprana empleado en la vigilancia presupuestaria sea de utilidad es de suma importancia que pronostique correctamente el riesgo de tensiones fiscales. Los resultados globales analizados en este artículo demuestran que el indicador S0 proporciona información relevante sobre la inminencia de tensiones fiscales, como ha puesto en evidencia su capacidad para anticipar correctamente una gran mayoría de crisis fiscales en el pasado, al menos a partir de análisis dentro de la muestra. Por consiguiente, hay razones de peso para incluir el indicador S0 en la vigilancia de los países. Sin embargo, habida cuenta del número de crisis no detectadas y de falsas alarmas que suelen caracterizar las aplicaciones del método de señalización que utiliza umbrales comunes para un grupo de países, los resultados del indicador S0 deben interpretarse con cautela. A este respecto sería conveniente realizar análisis detallados adicionales de las capacidades de predicción del indicador, también más allá del período de tiempo empleado para calcular los umbrales críticos (las denominadas predicciones fuera de la muestra) y basados en datos en tiempo real. En cualquier caso, al interpretar los resultados del indicador S0 en el marco de la vigilancia presupuestaria se debería tener en cuenta un amplio historial de contextos específicos de cada país.

Aunque la introducción del indicador S0 ha mejorado la «caja de herramientas» de la vigilancia presupuestaria, aún podría haber margen de mejora. Una vía de mejora podría ser un enfoque específico para cada país, que podría contribuir a que se tenga en cuenta el hecho de que los niveles críticos de los umbrales correspondientes a las variables que señalan tensiones fiscales pueden variar considerablemente de unos países a otros. Estos umbrales específicos para cada país podrían ayudar particularmente a reducir el número de crisis no detectadas.

Aunque existen razones de peso que justifican la utilidad de estos indicadores de alerta temprana en general, es necesario tener presentes varias salvedades. En primer lugar, todas las predicciones de los indicadores de alerta temprana se basan en observaciones de crisis históricas, pero las crisis futuras y sus factores desencadenantes podrían ser sustancialmente diferentes de crisis anteriores. En segundo lugar, los datos ex-post utilizados en un sistema de indicadores de alerta temprana solo suelen estar disponibles con retardo y pueden estar sujetos a revisión. Por lo tanto, la disponibilidad y la calidad de los datos pueden afectar considerablemente a la capacidad de señalización de estos indicadores. En tercer lugar se ha de observar que, incluso si se anticipan correctamente las crisis fiscales inminentes, podría no haber tiempo suficiente para hacer frente a los acontecimientos críticos. Por último es preciso indicar que un sistema de alerta temprana basado en el método de señalización únicamente puede servir de herramienta de contraste adicional en un sistema de vigilancia presupuestaria más amplio. Un indicador de alerta temprana no sustituye ni puede sustituir a normas fiscales estrictas y correctamente respetadas de conformidad con el marco de gobernanza europeo.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)