

Recuadro 2

UN INDICADOR COMPUESTO DE LA VULNERABILIDAD FINANCIERA AGREGADA DE LOS HOGARES

Fernando Nieto y Javier Martín

En este recuadro se presenta un indicador compuesto de la vulnerabilidad financiera agregada para los hogares españoles, que combina cinco dimensiones relevantes que habitualmente se utilizan para medir la solvencia financiera del conjunto del sector. En concreto, el indicador, que sigue la metodología empleada por el Banco Central Europeo (BCE)¹, se construye como la media aritmética de los siguientes cinco subindicadores:

- 1 *Capacidad de hacer frente al servicio de la deuda*: se calcula a partir de la ratio de pagos de intereses brutos² sobre la renta, la tasa de ahorro y las expectativas de los consumidores sobre su situación financiera en los próximos doce meses.
- 2 *Endeudamiento*: se calcula a partir de las ratios de deuda bruta sobre renta y sobre activos totales de los hogares.
- 3 *Financiación*³: se calcula a partir del tipo de interés del saldo vivo de los préstamos bancarios de los hogares y una medida del impulso crediticio calculado como la variación anual de la ratio flujo neto de crédito sobre el PIB. El impulso crediticio estaría recogiendo el impacto positivo que tienen los flujos de financiación al sector privado no financiero sobre la actividad económica, por lo que un valor positivo contribuye a reducir la vulnerabilidad.
- 4 *Ingresos*: se calcula a partir del crecimiento de la renta real de los hogares y de la ratio de renta sobre el PIB.
- 5 *Actividad laboral*: se calcula a partir de la tasa de participación laboral⁴ y de las expectativas de desempleo⁵.

Cada uno de estos subindicadores es, a su vez, una media aritmética simple de los indicadores individuales. Cada indicador está previamente normalizado con respecto a un período de referencia, para que tengan una escala común con una media de cero y una desviación típica de uno. Por tanto, el valor de cada indicador es un

z-score, y recoge el número de desviaciones típicas en que una observación está por encima o por debajo de la media del período de referencia. Todas las variables se incluyen con un signo que permite que los valores positivos (negativos) se interpreten como un mayor (menor) grado de vulnerabilidad con respecto al período de referencia.

El gráfico 1 recoge la evolución del indicador para España para el período 2005-2024, así como la contribución de sus componentes. Como puede observarse, desde 2015, los hogares españoles presentan, en conjunto, una situación financiera agregada relativamente favorable, en comparación con la media del período analizado. Esta evolución se apoya, fundamentalmente, en el importante proceso de desendeudamiento, complementado con un reducido coste de financiación, hasta el año 2022, y una mejora del mercado de trabajo —con la excepción del período más severo de la pandemia, en 2020—. En este contexto, tanto las rentas reales como, más recientemente, el ahorro han contribuido también a mantener el indicador de vulnerabilidad en registros reducidos.

Comparando la situación más reciente en España con la del área del euro, el gráfico 2 muestra que, en ambas zonas, este indicador de vulnerabilidad financiera se encontraba en el III TR 2024 (última observación disponible) en niveles muy cercanos al mínimo de los últimos veinte años. En los dos casos, el proceso de desendeudamiento ha desempeñado un papel fundamental, estando el subindicador que recoge esta dimensión en niveles mínimos del período analizado. Además, el indicador que mide la capacidad para hacer frente al servicio de la deuda también se encuentra en niveles reducidos (en torno al percentil 10 de la distribución), ya que el aumento de la renta y el elevado ahorro han compensado el efecto de los mayores pagos por intereses derivados del endurecimiento de la política monetaria entre 2022 y 2023. El único indicador que se sitúa por encima (aunque ligeramente) de su media histórica en España es el de financiación, lo que recoge la subida de los tipos de interés del saldo vivo de crédito a los hogares,

1 Véanse los Informes de Estabilidad Financiera del BCE de noviembre de 2023 y noviembre de 2024. Para más detalles sobre la construcción del índice, véase un análisis similar para las empresas no financieras en Sándor Gardó, Benjamin Klaus, Mika Tujula y Jonas Wendelborned. (2020). "Recuadro 1. Assessing corporate vulnerabilities in the euro area". En Banco Central Europeo, *Informe de Estabilidad Financiera*.

2 En sentido estricto, la carga financiera debería incluir la amortización del principal.

3 A diferencia del indicador del BCE, no se incluyen las variables de ratio de deuda a corto plazo sobre deuda a largo plazo y ratio de activos financieros corrientes sobre pasivos corrientes, debido a que estas variables, en el caso español, se ven influidas por la contabilización de anticipos de pensiones.

4 Ratio de fuerza de trabajo (personas ocupadas y desocupadas) sobre población en edad de trabajar.

5 Saldo neto de las respuestas positivas y negativas a la pregunta «En los próximos 12 meses, ¿cómo espera usted que cambie la cantidad de personas sin trabajo en el país?» de la encuesta del consumidor de la Comisión Europea.

Recuadro 2

UN INDICADOR COMPUESTO DE LA VULNERABILIDAD FINANCIERA AGREGADA DE LOS HOGARES (cont.)

que en España ha sido más intensa que en la UEM por el mayor predominio del saldo de préstamos a tipo de interés variable. De igual forma, la reducción de los niveles de

desempleo ha permitido que el indicador de actividad laboral se encuentre también en cifras reducidas, lo que indica un bajo grado de vulnerabilidad.

Gráfico 1
Indicador compuesto de vulnerabilidad financiera de los hogares (a)

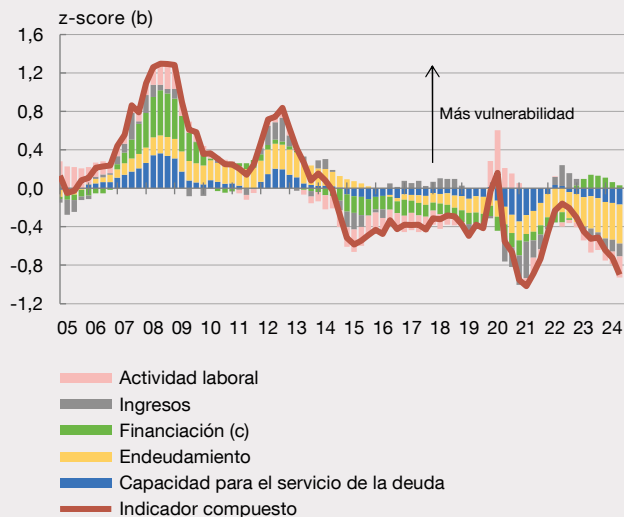


Gráfico 2
Distribución temporal de los componentes del indicador entre 2005-2024

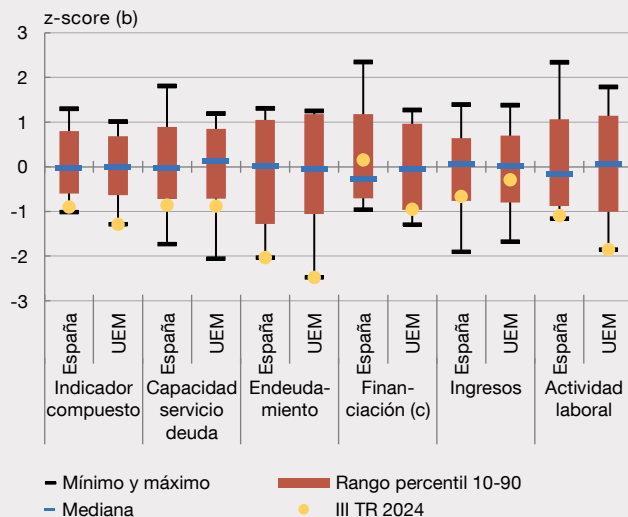


Gráfico 3
Crecimiento del PIB e indicador compuesto de vulnerabilidad financiera (d)

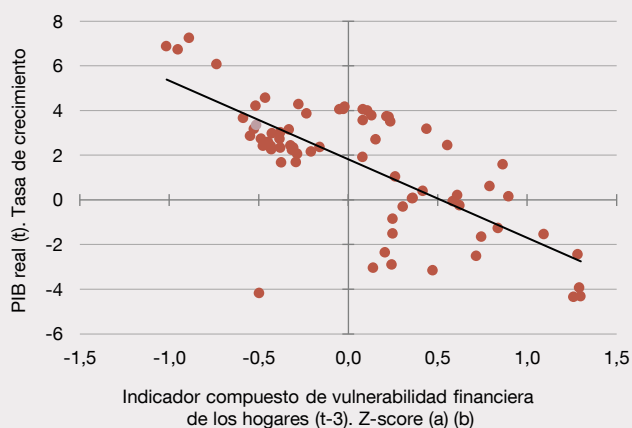
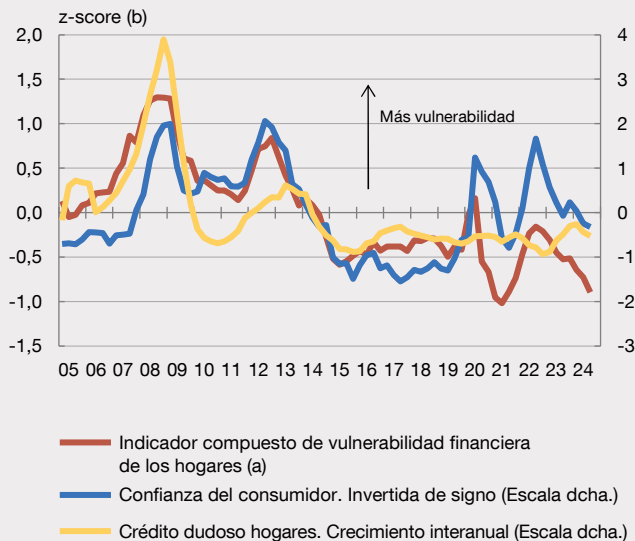


Gráfico 4
Indicador compuesto de vulnerabilidad financiera, confianza y calidad crediticia



FUENTES: Comisión Europea, INE y Banco de España.

- a Valores positivos (negativos) indican una mayor (menor) vulnerabilidad financiera que la media en el período de referencia (de 2005 a 2024).
b Indica en cuántas desviaciones estándar un valor específico está por encima o por debajo de la media.
c A diferencia del indicador elaborado por el BCE, no incluye la deuda a corto plazo, porque en el caso de España esta variable se ve afectada por los anticipos de pensiones y puede distorsionar la interpretación.
d Se excluyen seis trimestres del período de pandemia, entre el II TR 2020 y el III TR 2021. El punto más claro es el último dato, correspondiente al III TR 2024 para el PIB.

Recuadro 2

UN INDICADOR COMPUESTO DE LA VULNERABILIDAD FINANCIERA AGREGADA DE LOS HOGARES (cont.)

El indicador compuesto de vulnerabilidad financiera agregada de los hogares muestra una correlación negativa elevada con el crecimiento del PIB, del $-0,6$ en términos contemporáneos y del $-0,7$ con el indicador retardado tres trimestres (gráfico 3). Por otra parte, como se aprecia en el gráfico 4, en este indicador también se observa una sincronía elevada con la confianza del consumidor y la calidad crediticia de la cartera de préstamos bancarios a los hogares. La correlación con la confianza del consumidor es del $0,6$, tanto en términos contemporáneos como con un adelanto de un trimestre. En el caso de la calidad crediticia, la correlación es más elevada: de $0,8$ en términos contemporáneos. Estos resultados apuntan a que el indicador está muy influido por el ciclo económico, y tiende a presentar valores más favorables en contextos expansivos. Sin embargo, más allá de estos factores cíclicos, el indicador también recoge la presencia de desequilibrios financieros. De este modo, en fases de fuerte crecimiento económico, acompañadas de la

acumulación de desequilibrios financieros, el indicador puede llegar a presentar valores compatibles con un elevado grado de vulnerabilidad. Así, por ejemplo, como se observa en el gráfico 1, en los años previos a la crisis financiera global de 2008 este indicador tendió a mostrar en España un importante aumento del grado de vulnerabilidad financiera de los hogares, a pesar del notable dinamismo económico.

En conclusión, el indicador compuesto de vulnerabilidad financiera agregada de los hogares presentado en este recuadro señala una situación financiera agregada de los hogares relativamente benigna, en términos históricos, tanto en España como en la Unión Económica y Monetaria. Este resultado se apoya en los bajos niveles de deuda, el elevado ahorro y la situación favorable del mercado de trabajo y de las rentas. En todo caso, este indicador, dada su naturaleza agregada, no tiene en cuenta las posibles bolsas de vulnerabilidad de determinados segmentos de hogares.