



## EDITORIAL

En su reunión celebrada el 6 de noviembre de 2014, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de su análisis económico y monetario periódico, y en consonancia con sus indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*), mantener sin variación los tipos de interés oficiales del BCE. De acuerdo con las decisiones adoptadas el 2 de octubre de 2014, el Eurosistema comenzó el mes pasado las compras de bonos garantizados en el marco del nuevo programa. Asimismo, el Eurosistema comenzará pronto las adquisiciones de bonos de titulización de activos. Los programas tendrán una duración de al menos dos años. Junto con la serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (*targeted longer-term refinancing operations*) que se llevarán a cabo hasta junio de 2016, estas compras tendrán un impacto considerable en el balance del Eurosistema, que se espera que vuelva al tamaño que tenía a principios de 2012.

Estas medidas mejorarán el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria, respaldarán las condiciones de financiación en la zona del euro, facilitarán la provisión de crédito a la economía real y generarán efectos positivos en otros mercados. Ello contribuirá a una relajación más amplia del tono de la política monetaria, reforzará las indicaciones del Consejo de Gobierno sobre la orientación futura de los tipos de interés oficiales del BCE y reafirmará el hecho de que existen diferencias significativas y crecientes en el ciclo de la política monetaria entre las economías avanzadas más importantes.

Con las medidas adoptadas, la política monetaria ha respondido a las perspectivas de baja inflación, el debilitamiento del impulso del crecimiento y la continuada atonía de la evolución monetaria y crediticia. El tono acomodaticio de la política monetaria respaldará el firme anclaje de las expectativas de inflación a medio y a largo plazo, en consonancia con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener la inflación en tasas inferiores, aunque próximas, al 2%. Conforme se vayan transmitiendo a la economía, las medidas de política monetaria contribuirán conjuntamente al retorno de la inflación a tasas más próximas al objetivo del Consejo de Gobierno.

No obstante, de cara al futuro, y teniendo en cuenta los nuevos datos y análisis, el Consejo de Gobierno realizará un atento seguimiento y una valoración continua de la adecuación de la orientación de su política monetaria. El Consejo de Gobierno es unánime en su compromiso de utilizar también instrumentos no convencionales acordes con su mandato, si fuera necesario para afrontar con nuevas medidas los riesgos de un período de baja inflación demasiado prolongado. El Consejo de Gobierno ha encargado al personal del BCE y a los comités pertinentes del Eurosistema la preparación oportuna de nuevas medidas que se aplicarían si resultase necesario.

En lo que respecta al análisis económico, el PIB real de la zona del euro aumentó un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de este año, revisado al alza en comparación con la estimación anterior. Desde los meses de verano, los últimos datos económicos y la información procedente de las encuestas han apuntado en general a un debilitamiento del impulso del crecimiento en la zona del euro. Esta información se ha incorporado ahora en las últimas previsiones de instituciones públicas y privadas, que indican una revisión a la baja del crecimiento del PIB real durante el horizonte de proyección hasta 2016, y mantienen las perspectivas de una recuperación económica modesta. Esta información concuerda, a grandes rasgos, con la actual valoración del Consejo de Gobierno. Por una parte, la demanda interna debería verse respaldada por las medidas de política monetaria, la mejora en curso de las condiciones de financiación, los progresos logrados en el saneamiento presupuestario y en las reformas estructurales, y el efecto positivo del descenso de los precios de la energía en la renta real disponible. Además, la demanda de exportaciones debería verse favorecida por la recuperación mundial. Por otra parte, es probable que el elevado desempleo, la considerable capacidad productiva no utilizada y los necesarios ajustes de los balances en los sectores público y privado sigan frenando la recuperación.

Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo a la baja. En concreto, la pérdida del impulso del crecimiento en la zona de euro junto con la intensificación de los riesgos geopolíticos, podrían frenar la confianza y, en particular, la inversión privada. Asimismo, el insuficiente avance de las reformas estructurales en los países de la zona del euro constituye un riesgo a la baja fundamental para las perspectivas económicas.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se situó en el 0,4% en octubre de 2014, frente al 0,3% registrado en septiembre. En comparación con el mes anterior, ello refleja principalmente una contribución ligeramente menos negativa de los precios de la energía e incrementos interanuales ligeramente más acusados de los precios de los alimentos. El descenso de los precios de los bienes industriales se vio compensado en parte por un incremento de los precios de los servicios. A partir de la información disponible y de los precios actuales de los futuros sobre la energía, se espera que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga en los reducidos niveles actuales durante los próximos meses, y que aumente gradualmente durante 2015 y 2016. Este es asimismo el panorama descrito en las últimas previsiones publicadas, que ya incorporan el pronunciado descenso de los precios del petróleo observado recientemente.

El Consejo de Gobierno seguirá realizando un atento seguimiento de los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo. En este contexto, prestará especial atención a las posibles repercusiones derivadas de la atonía de la dinámica del crecimiento, la situación geopolítica, la evolución del tipo de cambio y la transmisión de las medidas de política monetaria.

En lo concerniente al análisis monetario, los datos de septiembre de 2014 siguen apuntando a una débil evolución subyacente del agregado monetario amplio M3, aunque su tasa de crecimiento interanual aumentó moderadamente hasta el 2,5% en septiembre, tras el 2,1% registrado en agosto. El crecimiento interanual de M3 sigue apoyándose en sus componentes más líquidos, con un crecimiento interanual del agregado monetario estrecho M1 del 6,2% en septiembre.

La tasa de variación interanual de los préstamos a sociedades no financieras (ajustados de ventas y titulaciones) siguió siendo negativa, situándose en el -1,8% en septiembre, tras el -2,0% observado en agosto y el -2,2% registrado en julio. En promedio, las amortizaciones netas se han moderado en los últimos meses desde los niveles históricamente elevados registrados hace un año. La concesión de préstamos a las sociedades no financieras continúa reflejando su retraso con respecto al ciclo económico, el riesgo crediticio, factores de oferta de crédito y el ajuste en curso de los balances de los sectores financiero y no financiero. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a los hogares (ajustados de ventas y titulaciones) se situó en el 0,6% en septiembre, frente al 0,5% de agosto. En consonancia con cierta estabilización de los flujos de crédito, la encuesta sobre préstamos bancarios de la zona del euro de octubre informó de una relajación, en términos netos, de los criterios de concesión de créditos a empresas y hogares. Al mismo tiempo, ha de tenerse en cuenta que los niveles de los criterios para la concesión de crédito siguen siendo estrictos, considerados desde una perspectiva histórica. Tras la finalización de la evaluación global del BCE, cabe esperar que el fortalecimiento de los balances de las entidades contribuya a reducir las restricciones a la oferta de crédito y favorezca un aumento del crédito.

El contraste de los resultados del análisis económico con las señales procedentes del análisis monetario confirma las recientes decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno de aumentar el grado de acomodación de la política monetaria y respaldar el crédito a la economía real.

El objetivo de la política monetaria es el mantenimiento de la estabilidad de precios en el medio plazo y su orientación acomodaticia contribuye a apoyar la actividad económica. Sin embargo, para reforzar la actividad inversora, estimular la creación de empleo y elevar el crecimiento de la productividad, otras áreas de la política económica han de contribuir decididamente. En particular, la tramitación legislativa y la aplicación de reformas en los mercados de productos y de trabajo así como la adopción de medidas dirigidas a mejorar el entorno empresarial deben cobrar impulso en varios países. La aplicación efectiva de reformas estructurales mejorará las expectativas de aumento de los ingresos y animará a las empresas a aumentar ya la inversión, lo que adelantará la recuperación económica. En lo que respecta a las políticas fiscales, los países que todavía presentan desequilibrios presupuestarios deberían mantener los progresos logrados y actuar conforme a las normas establecidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Mediante la adopción de las medidas oportunas en el contexto del procedimiento acordado, el Pacto debe seguir siendo el ancla para la confianza en la sostenibilidad de las finanzas públicas. La flexibilidad que ofrecen sus normas debería permitir a los Gobiernos afrontar los costes presupuestarios derivados de reformas estructurales importantes, apoyar la demanda y lograr una composición de las políticas fiscales más favorable al crecimiento. Una aplicación plena y coherente del marco de vigilancia fiscal y macroeconómica de la zona del euro es imprescindible para reducir las elevadas ratios de deuda pública, incrementar el potencial de crecimiento y aumentar la capacidad de resistencia de la zona del euro ante las perturbaciones.

La presente edición del Boletín Mensual contiene dos artículos. En el primer artículo se subrayan tres ejemplos de nuevos estudios comparados relacionados con la vulnerabilidad financiera de los hogares de la zona del euro. En el segundo, 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.

## EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA RESÚMENES DE LAS SECCIONES



### I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Si bien la economía mundial continúa mostrando señales de una lenta mejora, la recuperación sigue siendo frágil y desigual a la luz de las crecientes divergencias cíclicas y estructurales entre regiones y países. En el segundo semestre del año, la actividad económica global se ha ido fortaleciendo gradualmente, sostenida por la mejora de los fundamentos económicos y el sólido dinamismo observados en varias de las principales economías avanzadas. Mientras tanto, el crecimiento de las economías emergentes ha seguido siendo poco dinámico e incierto, como resultado de las tensiones geopolíticas y en los mercados financieros, así como de impedimentos de carácter estructural. La inflación mundial se redujo ligeramente en septiembre, debido a unos precios de la energía significativamente más bajos y a una amplia capacidad productiva sin utilizar.

### 2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

#### 2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

En septiembre de 2014, el crecimiento interanual de M3 siguió avanzando hacia la recuperación, partiendo de los bajos niveles observados desde comienzos de año. La preferencia de los tenedores de dinero por los activos líquidos, en especial por los depósitos a la vista, continúa siendo el principal factor determinante del crecimiento interanual del agregado monetario amplio. Por lo que respecta a las contrapartidas, aunque la acumulación de activos exteriores netos por parte de las IFM siguió siendo favorable hasta hace poco, en septiembre su contribución se redujo por segundo mes consecutivo. Los flujos de salida registrados en los pasivos financieros a más largo plazo también contribuyeron al crecimiento de M3, mientras que el lastre que supone la contracción del crédito se está aligerando. El descenso adicional en el ritmo de reducción de los préstamos otorgados por las IFM al sector privado en septiembre confirma los indicios observados anteriormente de un cambio en la dinámica de los préstamos en torno al segundo trimestre de 2014.

#### 2.2 EMISIONES DE VALORES REPRESENTATIVOS DE DEUDA

En agosto de 2014, la emisión de valores representativos de deuda por parte de residentes en la zona del euro siguió disminuyendo. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de valores representativos de deuda por las sociedades no financieras, que era positiva aunque en descenso, no compensó totalmente la tasa de crecimiento persistentemente negativa registrada por las emisiones de este tipo de valores realizadas por las IFM, lo que se debe, en parte, al actual proceso de desapalancamiento. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones por parte de las IFM siguió siendo vigorosa en agosto, como consecuencia del fortalecimiento en curso de los balances de este sector económico.



### 2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario sin garantías se mantuvieron prácticamente sin cambios en octubre, mientras que el eonia y los tipos *swap* del eonia aumentaron ligeramente en un contexto de reducción del exceso de liquidez. Tras la liquidación de la primera operación de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés), el exceso de liquidez se incrementó de forma transitoria y luego registró un descenso gradual hacia los niveles vigentes antes de la liquidación.

### 2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Entre finales de septiembre y principios de noviembre de 2014, los rendimientos de la deuda pública a diez años con calificación AAA, tanto de la zona del euro como de Estados Unidos, experimentaron un descenso como consecuencia de las preocupaciones existentes en el mercado sobre las perspectivas de crecimiento mundial.

### 2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En septiembre de 2014, los tipos de interés aplicados por las IFM a los depósitos a corto plazo de los hogares y de las sociedades no financieras se mantuvieron básicamente sin cambios. Los tipos de interés aplicados por el citado sector a los depósitos a largo plazo de las sociedades no financieras se redujeron, mientras que los correspondientes a los depósitos de los hogares aumentaron ligeramente. La mayor parte de los tipos de interés de los préstamos concedidos por las IFM siguieron disminuyendo, con la única excepción de los aplicados a los créditos de más de un millón de euros con períodos de fijación del tipo inicial hasta un año. Los diferenciales entre los tipos de interés de los préstamos con períodos de fijación del tipo inicial de más de cinco años y los tipos de interés de mercado registraron un leve descenso, mientras que los diferenciales de los préstamos con períodos de fijación del tipo hasta un año mostraban un panorama desigual. Mientras que, en septiembre, el diferencial entre los tipos de interés de los créditos hasta un millón de euros y los de los créditos de más de un millón de euros continuó disminuyendo para los préstamos con períodos de fijación del tipo hasta un año, aumentó ligeramente en el caso de los préstamos con períodos de fijación de más de cinco años.

### 2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de septiembre y principios de noviembre de 2014, las cotizaciones bursátiles experimentaron un descenso en la zona del euro, y aumentaron en Estados Unidos y Japón. La incertidumbre existente en los mercados de renta variable, medida por la volatilidad implícita, se incrementó en la zona del euro, Estados Unidos y Japón.

### 3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual de la zona del euro medida por el IAPC fue del 0,4% en octubre de 2014, frente al 0,3% de septiembre. En comparación con el mes anterior, esta subida refleja fundamentalmente una contribución algo menos negativa de los precios de la energía e incrementos interanuales ligeramente más pronunciados de los precios de los alimentos. La caída de los precios de los bienes industriales se vio compensada en parte por un aumento de la tasa de variación de los precios de los servicios. Tomando como base la información disponible actualmente y los precios vigentes en los mercados de futuros de energía, se prevé que la inflación interanual medida por el IAPC se mantenga en los reducidos niveles actuales durante los próximos meses y que se eleve de forma gradual en 2015 y 2016. Esta es, asimismo, la imagen que se presenta en las proyecciones más recientes de instituciones públicas y privadas, que ahora incorporan el reciente y acusado descenso de los precios del petróleo.

Los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios a medio plazo serán objeto de un estrecho seguimiento, especialmente en lo que se refiere a las posibles repercusiones de la moderación de la dinámica del crecimiento, los acontecimientos de carácter geopolítico, la evolución de los tipos de cambio y de los precios de la energía, así como la transmisión de las medidas de política monetaria.

### 4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El PIB real de la zona del euro aumentó un 0,1%, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de este año. Este incremento supone una revisión ligeramente al alza con respecto a la estimación anterior, lo que refleja en parte la introducción de la metodología del SEC 2010. Desde los meses de verano, los datos disponibles y la evidencia procedente de las encuestas han indicado, en líneas generales, un debilitamiento de la dinámica de crecimiento de la zona del euro. Esta información se ha incorporado ahora en las proyecciones más recientes de instituciones públicas y privadas, que muestran una revisión a la baja del crecimiento del PIB real a lo largo del horizonte de las predicciones hasta 2016 y el mantenimiento de las perspectivas de una moderada recuperación económica. Por una parte, la demanda interna debería verse respaldada por las medidas de política monetaria, las mejoras observadas en las condiciones de financiación, los avances realizados en materia de consolidación fiscal y reformas estructurales, y unos precios de la energía más bajos, que están sosteniendo la renta real disponible. Además, la demanda de exportaciones debería beneficiarse de la recuperación mundial. Por otra parte, es probable que las elevadas tasas de desempleo, la notable capacidad productiva sin utilizar y los necesarios ajustes de los balances en los sectores público y privado sigan frenando la recuperación. Los riesgos en torno a las perspectivas económicas de la zona del euro continúan situándose a la baja.

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



# 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 centrandó 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 europea, 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 mejorarlos.

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.](#)**