

Vulnerabilidad financiera y tipos de interés

Gloria M. Soto Pacheco
Dpto. de Economía Aplicada
Universidad de Murcia

Uno de los rasgos más característicos de la evolución de la economía española en los últimos años ha sido, y sigue siendo, el notable aumento de los niveles de endeudamiento de las familias y empresas. Aunque esta tendencia puede entenderse como una respuesta racional del sector privado a los importantes cambios que ha experimentado la economía española, el rápido ritmo al que se han contraído las deudas en un contexto de descenso de la tasa de ahorro hace que surjan algunos elementos de incertidumbre en relación con el mantenimiento de la fortaleza financiera del sector privado si las condiciones económicas y financieras cambian. En particular, el aumento de los tipos de interés se configura como un elemento de riesgo de primera magnitud debido a sus efectos directos sobre el coste financiero de la deuda e indirectos sobre las expectativas de renta y riqueza de los agentes.

Este trabajo tiene por objeto poner de manifiesto estas cuestiones e indagar en las variables que pueden afectar al nivel de tipos de interés de la economía española. En la medida que estos muestran una estrecha relación con el tipo de interés de la política monetaria del Banco Central Europeo, este ejercicio nos lleva a considerar el proceso de adopción de decisiones en materia de política monetaria y a vincular el aumento de los tipos de interés con las expectativas de inflación a medio plazo en la zona euro.

1. El endeudamiento del sector privado y los tipos de interés

El aumento de los pasivos contraídos por las empresas y familias españolas es un fenómeno que no carece de racionalidad económica, ya que a esta tendencia subyacen algunos de los principales elementos que han caracterizado la evolución económica de nuestro país en los años más recientes.

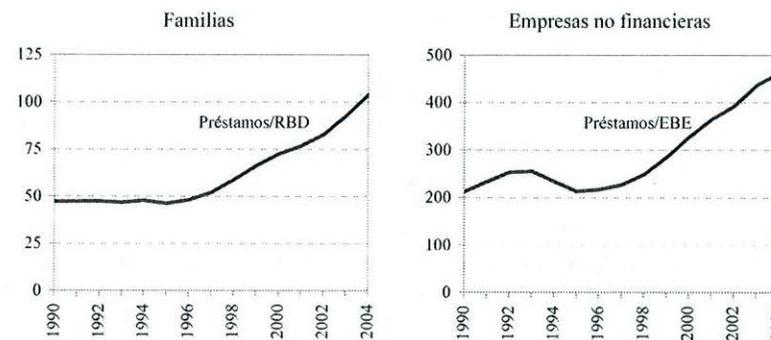
Por una parte, es innegable la influencia que ha tenido la incorporación de nuestro país a la Unión Económica y Monetaria (UEM). Como señala Restoy (2001), «la UEM ha afectado a tres factores determinantes de las decisiones de gasto en el mismo sentido: mejores perspectivas de ingresos, menor incertidumbre y menores tipos de interés». Esto es, el mayor potencial de crecimiento económico de España alentó la expectativa de mayores rentas familiares y empresariales, lo que ha estimulado el consumo y la inversión y, por tanto, las necesidades de fondos de los agentes. A su vez, las elevadas dosis de estabilidad macroeconómica imperantes en la UEM redujeron la incertidumbre a la que se enfrentan los individuos y las empresas a la hora de adoptar sus decisiones de consumo e inversión, alentando ambos procesos. Finalmente, la corrección de la enorme brecha existente entre los tipos de interés españoles y europeos en el proceso de convergencia hacia la UEM y, posteriormente, la capacidad que ha mostrado el Banco Central Europeo de

contener la inflación en un entorno de tipos de interés bajos ha permitido a las empresas y familias beneficiarse de unos costes financieros excepcionalmente bajos.

Por otra parte, ciertos aspectos específicos de la economía española han contribuido también al aumento del consumo y la inversión y, por tanto, al incremento de las necesidades de financiación. Entre estos destacan la favorable evolución experimentada por el mercado de trabajo desde la segunda mitad de los noventa y, especialmente, el espectacular aumento experimentado por el precio de la vivienda desde 1998. Este boom inmobiliario, alimentado buena medida por los descensos de los tipos de interés, es, de hecho, el principal factor explicativo de la fuerte expansión registrada por la financiación para la adquisición de viviendas.

El gráfico 1 evidencia de forma clara la tendencia que venimos apuntado. Los préstamos contraídos por las familias superaron en 2004 el 100 por ciento de su renta bruta disponible, cuando en la primera mitad de los noventa no alcanzaban el 50 por ciento. En el sector de empresas no financieras, la ratio de préstamos con relación al excedente bruto de explotación se ha doblado igualmente, alcanzando valores superiores al 450 por ciento. Con ello, España ha pasado a presentar niveles de endeudamiento superiores a los de la eurozona.

Gráfico 1.
Ratios de endeudamiento en España (%)



Fuente: Banco de España e INE.

El creciente endeudamiento lleva inexorablemente aparejado una mayor sensibilidad de la situación financiera de las familias y empresas a aquellos acontecimientos que puedan alterar su capacidad de pago, tales como una pérdida de valor de sus activos reales o financieros (vivienda, acciones, bonos, etc.) o subidas de los tipos de interés. El alza en

los tipos de interés, en particular, constituye un factor de riesgo de primera magnitud debido a sus efectos directos sobre el coste de la financiación e indirectos sobre la actividad económica y los mercados financieros.

El efecto directo es claro: mayores tipos de interés implican mayores pagos por intereses de la deuda, no sólo con motivo de nuevos préstamos, sino también por las deudas ya contraídas si éstas lo fueron a tipo de interés variable. Y, en este sentido, los balances de las entidades de crédito ponen de manifiesto que la importancia de los créditos a interés variable prácticamente no ha dejado de aumentar a lo largo del tiempo, de forma que el peso de esta modalidad de crédito ha pasado de representar un 20 por ciento del crédito total a principios de los noventa a un 63 por ciento en la actualidad. Es más, según una encuesta realizada por el Banco de España a un conjunto representativo de entidades⁵¹, en el caso de los créditos hipotecarios para la adquisición de viviendas este porcentaje ascendía al 98 por ciento a finales de 2002, dato que evidencia el elevado grado de exposición de los hogares ante posibles subidas de los tipos de interés, pues no hay que olvidar que, en muchos casos, la financiación para la compra de vivienda constituye la principal operación financiera que realiza una familia. Desgraciadamente, esto se produce en un contexto en el que las familias cuentan con un escaso colchón de ahorro para hacer frente al aumento de sus cargas financieras, por lo que, como apuntan Malo de Molina y Restoy (2004), «cabe pensar que si éstas se produjeran, un número no desdeñable de familias, que tienen limitaciones para reducir sus tenencias de activos o recurrir a nuevos créditos, pueden verse abocadas a tener que ajustar su consumo [...] con objeto de poder hacer frente a sus compromisos financieros».

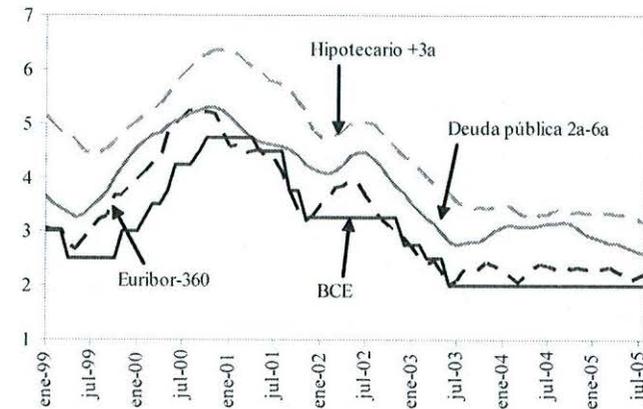
Los efectos indirectos derivados de subidas en los tipos de interés también tendrían una influencia notable sobre la situación financiera del sector privado ya que, de la misma forma que los descensos registrados en el pasado han alentado el crecimiento económico, la mejora del mercado de trabajo, el aumento del precio de la vivienda o el alza de las cotizaciones bursátiles, un contexto de subida de los tipos de interés invertiría estas tendencias afectando negativamente a los niveles de renta y riqueza.

En estas condiciones, cabe preguntarse si un escenario de subidas de los tipos de interés es probable y, con carácter más general, cuáles son los factores que guían la evolución de los tipos de interés de la economía española.

El gráfico 2 responde parcialmente a ambas cuestiones. En él se ha representado la evolución del tipo de intervención del Banco Central Europeo (BCE) y de dos tipos de interés oficiales de referencia del mercado hipotecario español, en particular el Euríbor a un año (o Euríbor-360), el tipo medio de los préstamos hipotecarios a más de tres años del conjunto de entidades y el rendimiento interno de la deuda pública de plazo entre 2 y 6 años.

51 Los principales resultados de esta encuesta pueden verse en Álvarez y Gómez de Miguel (2003)

Gráfico 2.
Tipos de interés oficiales del mercado hipotecario español
y tipo de intervención del BCE (%)



Fuente: Banco de España.

A pesar de estar relacionados con mercados diferentes, la evolución de todos los tipos de interés es muy similar. Todos ellos registraron caídas a principios de 1999, para después iniciar una tendencia al ascendente que se extendería hasta los meses centrales del año 2000; posteriormente se inició un periodo de descensos de los tipos de interés que concluiría a mediados de 2003. No obstante, las diferencias existentes entre los diferentes tipos de interés tienen un elevado contenido informativo. En particular, el hecho de que la trayectoria de los tipos de interés oficiales, guiados en gran medida por el Euríbor-360, anticipe la evolución del tipo de intervención del BCE se ha de interpretar en el contexto de que los mercados presentan un carácter «forward looking», esto es, anticipan lo que puede suceder en el futuro, a veces con mayor o menor acierto. Así, por ejemplo, el cambio en la orientación de la política monetaria que se produjo al final de 1999 fue correctamente anticipado por los mercados que, sin embargo, erraron en los primeros meses de 2002, lo que dio lugar, posteriormente, a una corrección de los tipos de interés hasta alinearse con la evolución del tipo de intervención del BCE. Este argumento nos conduce a que es el tipo de interés de la política monetaria el que marca la evolución de los restantes tipos de interés y que divergencias en la trayectoria de los tipos pueden estar anticipando cambios en la política monetaria. Teniendo esto en cuenta, se puede indicar que los trazos finales de los tres tipos de referencia del mercado hipotecario hasta agosto de 2005 no han anticipado subidas en los tipos de interés.

Sin embargo, dado que el entorno económico y financiero de la zona euro, que es el que sirve de base para la adopción de las decisiones de política monetaria, puede cambiar en pocos meses, es interesante conocer a qué variables y de qué forma reacciona el BCE. Esta es la cuestión que se aborda a continuación.

2. La adopción de decisiones de política monetaria

En la medida que una moneda única exige la existencia de una autoridad monetaria única, con el nacimiento del euro el 1 de enero de 1999 la toma de decisiones en materia de política monetaria pasó de manos de los bancos centrales nacionales al BCE. Consecuentemente, éste hubo de definir la estrategia de política monetaria que pondría en marcha a partir de dicha fecha para conseguir alcanzar el objetivo de estabilidad de precios asignado a esta institución en el Tratado de la Unión Europea.

La definición de la estrategia de política monetaria se hizo pública por el Consejo de Gobierno del BCE del 13 de octubre de 1998 y se mantuvo prácticamente inalterada hasta mayo de 2003. En dicho mes, el Consejo de Gobierno realizó una serie de clarificaciones que numerosos expertos juzgan más bien como correcciones de la estrategia inicial a la vista de los acontecimientos pasados y los posibles desarrollos futuros. El armazón básico, no obstante, se mantuvo y, así, desde sus inicios, la estrategia de política monetaria del BCE se basa en dos elementos fundamentales: una definición cuantitativa de la estabilidad de precios y la existencia de dos pilares que organizan la información y el análisis en los que se basan las deliberaciones y decisiones sobre la política monetaria.

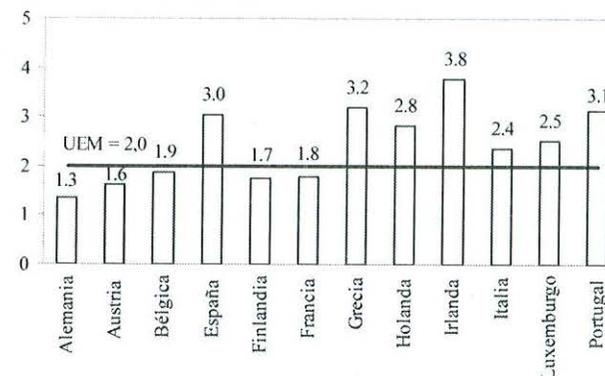
2.1 La definición cuantitativa de la estabilidad de precios

La definición exacta o cuantitativa de lo que el BCE entiende por estabilidad de precios es un factor clave para el buen funcionamiento de la política monetaria, ya que su objetivo es ser un ancla para las expectativas de inflación de los agentes económicos, de tal forma que los agentes, confiando en el buen hacer de esta institución, incorporen a sus previsiones de inflación el objetivo marcado por el BCE y actúen consecuentemente a la hora de fijar precios y salarios.

Dicha definición cuantitativa, en su interpretación actual, se concreta en que el objetivo general de estabilidad de precios consiste en mantener un incremento anual de precios medido por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) en el área euro por debajo del 2%, aunque próximo a este valor, en el medio plazo.

Esta definición de la estabilidad de precios contiene varias características dignas de mención a efectos de valorar posibles cambios en el tono de la política monetaria. En primer lugar, no es compatible con una inflación ni con una deflación prolongadas; en ambos casos, el BCE debería de reaccionar alterando el tipo de intervención. Asimismo, en la medida que el objetivo que se ha marcado el BCE tiene una orientación a medio plazo, la política monetaria se desentiende de las fluctuaciones de la tasa de inflación que tengan su origen en perturbaciones de carácter coyuntural que en poco tiempo desaparecen. Por último, es necesario destacar que el objetivo se define en términos del área euro, de forma que se considera la UEM como un todo. Esto es especialmente importante porque ello implica que la política monetaria reaccionará a la vista de las condiciones generales del área, y no ante repuntes de la inflación locales o nacionales. Consecuentemente, el objetivo puede cumplirse suficientemente bien para el conjunto del área, como ha sucedido en los años de andadura del euro, en los que la inflación interanual del conjunto del área se ha situado en el 2% pero, sin embargo, pueden existir diferencias significativas entre los países. Este hecho se evidencia en el gráfico 3, en donde se recoge el dato medio de inflación del periodo 1999-2004 de los actuales doce estados miembros de la UEM junto con el dato del conjunto del área. Como se aprecia, España se ha situado en el grupo de países más inflacionistas.

Gráfico 3.
Tasa media de inflación en los países de la UEM en el periodo 1999-2004. (%)



Fuente: Eurostat.

2.2 Los dos pilares

Además de la definición de la estabilidad de precios, la estrategia de política monetaria consta de dos pilares o perspectivas analíticas, que resultan complementarias y tienen por objeto valorar los riesgos que amenazan la consecución del objetivo de estabilidad de precios perseguido por el BCE. Estos dos pilares reciben en la actualidad la denominación de «análisis económico» y «análisis monetario», respectivamente.

2.2.1 El análisis económico

La primera perspectiva, el análisis económico, tiene por objeto evaluar los riesgos de corto a medio plazo para la estabilidad de precios. Con este fin, el análisis económico centra su atención en la situación económica y financiera del área euro, y además toma en consideración la evolución de indicadores de los mercados financieros y del precio de los activos financieros y las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema⁵².

52 Por Eurosistema se entiende el grupo que forman el BCE y los bancos centrales nacionales de los países integrados en la UEM. Constituye un subconjunto del Sistema Europeo de Bancos Centrales, en donde también se integran los bancos centrales nacionales de los países de la Unión Europea que no han accedido al euro. En la medida que estos países mantienen su soberanía nacional en materia de política monetaria, sus bancos centrales no participan en la política monetaria de la zona euro.

Para conocer y valorar la situación económica y financiera, el BCE analiza una amplia variedad de indicadores, entre los que se encuentran la evolución de la producción, la demanda agregada y sus componentes, la situación de los mercados de trabajo, la política fiscal, indicadores de precios y costes, o la trayectoria del tipo de cambio. El objetivo es, en última instancia, identificar la naturaleza de las perturbaciones que afectan a la economía, sus efectos sobre los precios y costes y las perspectivas de corto a medio plazo de su propagación en la economía.

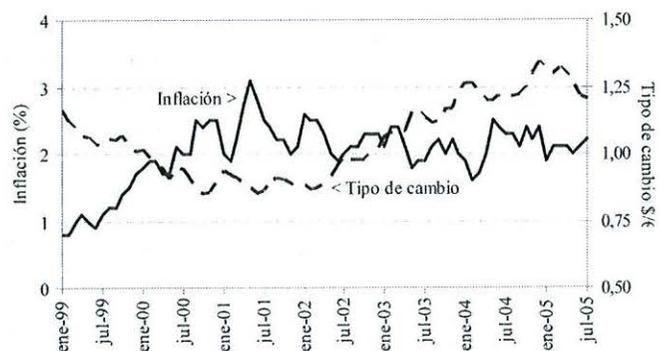
Los indicadores de producción y demanda (cuentas nacionales, estadísticas coyunturales sobre actividad en la industria y los servicios, pedidos y encuestas cualitativas) y de situación del mercado de trabajo (empleo, paro, ofertas de empleo y participación en el mercado de trabajo) suministran información sobre la situación cíclica de la economía, un elemento sustancial en el análisis de las perspectivas de evolución de los precios puesto que la inflación suele relacionarse positivamente con el ciclo económico.

Los indicadores de política fiscal, que incluirían el déficit público, las emisiones de deuda pública o la presión fiscal, vienen a reconocer la significativa contribución que el sector público tiene en la actividad económica de los países europeos.

Entre los indicadores de precios y costes se encontrarían el propio IAPC y sus componentes y, por otra parte, la evolución de los costes laborales y los precios en el sector industrial, que pueden informar de posibles variaciones de los precios de consumo en el futuro en la medida en que las variaciones de los costes de producción repercutan sobre dichos precios.

Los movimientos del tipo de cambio inciden también en la evolución de los precios por su efecto directo en los precios de importación. Asimismo, las variaciones del tipo de cambio pueden también alterar la competitividad exterior de los productos europeos e influir, por tanto, en las condiciones de la demanda y en las perspectivas de evolución los precios. Como se aprecia en gráfico 4, la evolución de la tasa de inflación en la eurozona ha tenido mucho que ver con la evolución seguida por el tipo de cambio del euro: la depreciación inicial del euro se vio acompañada de mayores tasas de inflación y su encarecimiento posterior de una contención del aumento de los precios.

Gráfico 4.
Tipo de cambio \$/euro y tasa de inflación en la zona euro



Fuente: Banco Central Europeo.

La evolución de los mercados financieros es también objeto de seguimiento por parte del BCE en el contexto del análisis económico. Por una parte, los movimientos de los precios de los activos financieros pueden afectar al comportamiento de los precios debido a sus efectos sobre la riqueza de los agentes económicos. Por ejemplo, cuando aumentan las cotizaciones bursátiles, los hogares que poseen acciones pueden considerar que su riqueza ha aumentado y optar por dedicar más recursos al consumo, lo que puede alimentar las presiones inflacionistas. Inversamente, si bajan las cotizaciones bursátiles, es posible que los hogares reduzcan su consumo. Asimismo, los precios y tipos de interés que se negocian en los mercados financieros, como antes se ha ilustrado, pueden servir para obtener información sobre las expectativas que tienen los mercados financieros sobre el curso de la política monetaria en el futuro.

Finalmente, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema⁵³ informan al BCE sobre las perspectivas económicas y de inflación a corto plazo en la zona euro que se derivan de los parámetros económicos actuales y una serie de supuestos sobre su evolución. Desde nuestro punto de vista, estas proyecciones tienen un indudable interés, en la medida que dan cuenta de lo que puede suceder con la inflación si los tipos de interés de la política monetaria no cambian, que es uno de los supuestos técnicos que se realizan. Lógicamente, si las previsiones económicas no se van cumpliendo, el escenario de inflación también se alterará y la nueva información podría modificar el tono de la política monetaria.

2.2.2 El análisis monetario

La segunda perspectiva, el análisis monetario, se centra en un horizonte más dilatado y tiene por objeto el análisis del dinero y la liquidez, en el reconocimiento de que existe un vínculo a medio y largo plazo entre el dinero y los precios. Esto es, aumentos sostenidos de la cantidad de dinero por encima de las necesidades que se derivan de la expansión de la actividad económica generan inflación en el medio y largo plazo.

Para medir la cantidad de dinero, el BCE, al igual que otros bancos centrales, recurre a los denominados «agregados monetarios», que son indicadores de la liquidez existente en el sistema económico y que se definen como la suma del efectivo en circulación y el saldo vivo de determinados instrumentos que tienen un elevado grado de liquidez. Basándose en consideraciones conceptuales y en estudios empíricos, y de acuerdo con la práctica internacional, el Eurosistema definió tres agregados monetarios que, como es habitual, difieren respecto al grado de liquidez de los instrumentos que incluyen: un agregado estrecho (M1), un agregado intermedio (M2) y un agregado amplio (M3).

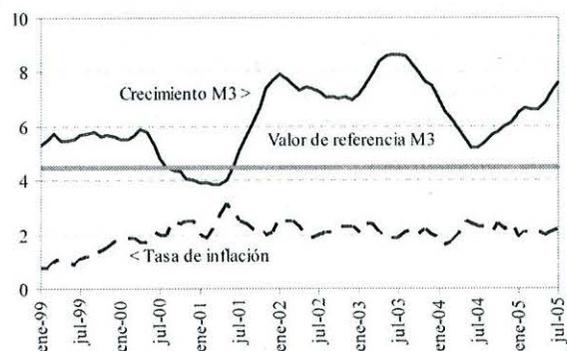
Para señalar su compromiso con el análisis monetario y proporcionar una referencia para la valoración de la evolución monetaria, el BCE anunció un valor de referencia para el crecimiento del agregado monetario M3 que no ha alterado durante estos años de política monetaria única y que considera que es compatible con la estabilidad de precios. Esta referencia se establece, concretamente, en un crecimiento del 4,5% anual, de tal forma un crecimiento de M3 superior a dicho valor habría de interpretarse como la existencia de un riesgo inflacionista a medio y largo plazo en el área.

53 Estas proyecciones se publican en los meses de marzo, septiembre, junio y diciembre en el boletín mensual del Banco Central Europeo, que puede descargarse en su versión española desde la web del Banco de España (www.bde.es) en la sección de informes y publicaciones.

Siendo ésta la teoría, como se aprecia en el gráfico 5 en la práctica ha sucedido que el crecimiento de M3 se ha situado desde mediados de 2001 persistentemente por encima de la referencia fijada por el BCE, mientras que la inflación ha permanecido contenida en el entorno del objeto del 2% y el tipo de intervención no ha reaccionado en respuesta al excesivo crecimiento monetario.

Esta pérdida del contenido informativo del agregado monetario sobre la inflación futura puede relacionarse con el hecho de que el análisis monetario, que inicialmente constituía el primer pilar de la estrategia del BCE, fuera relegado en mayo de 2003 al segundo pilar.

Gráfico 5.
Crecimiento de M3 e inflación en la zona euro (%)



Fuente: Banco Central Europeo.

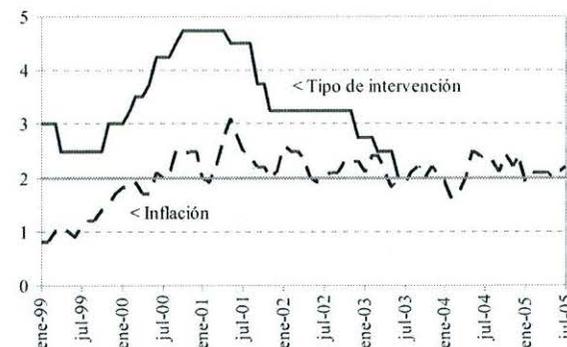
Sobre la base de la información que proporcionan los dos pilares, el proceso de toma de decisiones de política monetaria que en la práctica se lleva a cabo desde mayo de 2003, se podría resumir de la siguiente forma. Primero, en el contexto del análisis económico, se analizan las perturbaciones de oferta y demanda que pueden tener consecuencias sobre la inflación a corto y medio plazo; ésta es la base esencial para las decisiones de política monetaria. Después, en el contexto del análisis monetario, se trata de no perder de vista la relación que cabe esperar a largo plazo entre la cantidad de dinero y los precios mientras que la política monetaria responde a las perturbaciones a corto plazo.

2.3 La evolución del tipo de intervención en el contexto de la estrategia de política monetaria

Una vez descrito en los apartados previos el marco en el cual se adoptan las decisiones de política monetaria, para finalizar este trabajo podemos analizar cuál ha sido la trayectoria seguida por el tipo de intervención del BCE a la luz de los acontecimientos económicos que se han suce-

dido desde 1999. Para ello, nos serviremos del gráfico 6, que presenta la evolución del tipo de intervención junto con el dato de inflación para el conjunto del área euro.

Gráfico 6.
Inflación y tipo de intervención en la zona euro (%)



Fuente: Banco Central Europeo.

Al principio del periodo, las expectativas reinantes apuntaban a un descenso de la inflación como consecuencia de la continuación del contexto económico favorable de los meses previos a la constitución de la UEM, que estuvo caracterizado por la corrección de los desequilibrios macroeconómicos internos de los países comunitarios, una elevada estabilidad cambiaria y la convergencia en los fundamentos de las economías comunitarias en un contexto de baja inflación. En respuesta a ello, el Consejo de Gobierno del BCE decidió en abril de 1999 reducir el tipo de intervención al 2,5%.

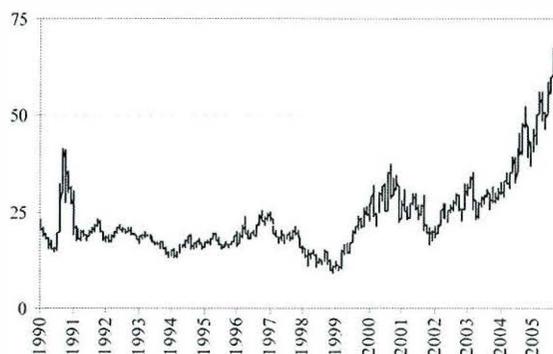
Posteriormente, entre mediados de 1999 y finales de 2000, las presiones inflacionistas aumentaron como consecuencia del mayor crecimiento económico de la eurozona, el aumento de los precios de importación debido al encarecimiento del petróleo y la debilidad mostrada por el euro en los mercados internacionales. En este contexto, el BCE fue incrementando gradualmente el tipo de intervención en un total de 2,25 puntos porcentuales entre noviembre de 1999 y octubre de 2000 para alcanzar, llegada esta última fecha, un nivel máximo del 4,75%. Como se observa en el gráfico, el endurecimiento de la política monetaria se inició cuando la inflación se situaba todavía por debajo del objetivo establecido por el BCE, lo que prueba que la política monetaria trata de responder de forma anticipada al aumento de la tasa de inflación.

En los meses siguientes y hasta primavera de 2001, las señales sobre la evolución futura de los precios derivadas de los dos pilares de la estrategia resultaron contradictorias, lo que justificó el mantenimiento del tipo de intervención por parte del BCE.

Sin embargo, posteriormente, fue acumulándose una amplia evidencia a favor del argumento de que las tensiones inflacionistas iban remitiendo. La conjunción de un reducido crecimiento económico en los principales países del área como Alemania, Francia o Italia, junto con la creciente fortaleza del euro en un contexto de caídas en los mercados bursátiles y de alta inestabilidad geopolítica, motivaron sucesivas rebajas del tipo de intervención del BCE. El descenso acumulado entre mayo de 2001 y junio de 2003 fue de 2,75 puntos porcentuales, alcanzándose en este último mes el nivel mínimo del 2% que se ha mantenido hasta ahora.

La fortaleza del tipo de cambio del euro y, especialmente, el escaso dinamismo que han mostrado hasta el momento las grandes economías del área euro han contenido, hasta ahora, subidas del tipo de intervención en respuesta a los riesgos inflacionistas que se derivan de la fuerte escalada del precio del petróleo que se viene registrando desde el año 2004 y de la que da cuenta el gráfico 7.

Gráfico 7.
Precio del barril de petróleo calidad Brent (\$ por barril)



Fuente: Departamento de Energía de Estados Unidos.

Bibliografía

Álvarez Canal, P. y J.M. Gómez de Miguel (2003). «La estructura de tipos de interés en los préstamos hipotecarios sobre viviendas», Boletín Económico, Julio-Agosto, Banco de España.

Banco Central Europeo (2004): La política monetaria del Banco Central Europeo, Banco Central Europeo, Frankfurt am Main.

Malo de Molina, J.L. y F. Restoy (2004): Evolución reciente del patrimonio de empresas y familias en España: Implicaciones macroeconómicas, Documento ocasional nº 0402, Banco de España, Madrid.

Restoy, F. (2001): «El endeudamiento de las familias en España. Evolución, causas e implicaciones», Boletín Económico, Diciembre, Banco de España.