

4 EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN

1 Introducción

En 2009, el PIB del área del euro registró una caída sin precedentes, del 4,1%. En la segunda mitad del año, no obstante, se inició una recuperación de carácter vacilante, que, de acuerdo con las previsiones disponibles, debería ir adquiriendo consistencia a lo largo de 2010, aunque con incrementos de la actividad relativamente moderados. La inflación también mostró un cambio de trayectoria muy marcado, con un descenso en la primera mitad del ejercicio y un repunte posterior, ligados, en gran parte, a la evolución de los precios de los bienes energéticos. En promedio, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) aumentó un 0,3%, la tasa más reducida desde el inicio de la UEM (véase cuadro 4.1). Las proyecciones existentes apuntan a la estabilización de la inflación en niveles reducidos, algo superiores a los actuales, en un contexto de recuperación poco vigorosa de la actividad, infrautilización de la capacidad productiva y crecimiento contenido de los salarios derivado de la atonía del mercado de trabajo.

En todo caso, estos escenarios centrales previstos para el PIB y la inflación están sujetos a un elevado grado de incertidumbre, asociado, en parte, a factores externos al área del euro, como la evolución de la actividad a escala global y la cotización de las materias primas en los mercados internacionales, pero, sobre todo, a elementos de naturaleza interna relacionados con la debilidad de la demanda, la evolución del mercado de trabajo y la necesidad de que las instituciones financieras continúen reforzando sus balances. Asimismo, la crisis fiscal de Grecia ha desencadenado episodios de inestabilidad extrema en la primera mitad de 2010, que están suponiendo retos de gran magnitud y que han producido reacciones institucionales sin precedentes en el conjunto de la zona del euro. El papel de las políticas económicas será clave para determinar el ritmo y la prontitud de la recuperación, siendo imprescindible acometer reformas estructurales y una consolidación fiscal ambiciosa y duradera que garanticen la sostenibilidad de las finanzas públicas y salvaguarden la estabilidad financiera de la zona del euro, así como fortalecer su marco institucional de gobernanza económica. Estos son los temas principales que se desarrollan en los siguientes epígrafes.

2 La intensidad de la crisis y las medidas de política económica desplegadas

El deterioro de la situación financiera y de las expectativas se tradujo en una intensa contracción de la actividad...

La recesión iniciada en la primavera de 2008 se transformó en el semestre comprendido entre octubre de ese año y marzo del siguiente en un desplome de la actividad sin precedentes en la historia de la UEM, de una magnitud superior al 4% (véase gráfico 4.1). Esta contracción no fue ajena a la prolongada y profunda crisis financiera global, cuyo recrudecimiento a partir de mediados de 2008 derivó en aumentos notables de las primas de riesgo, caídas acusadas del precio de los activos financieros —con la consiguiente repercusión sobre el balance de los bancos y sobre la riqueza de los hogares— y endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos bancarios. Como consecuencia del carácter global y sincronizado de la crisis la demanda exterior se contrajo abruptamente, lo que se reflejó en un intenso retroceso de las exportaciones. La situación recesiva en que ya se hallaba sumida el área del euro, en conjunción con el deterioro adicional de las condiciones financieras, propició un marcado empeoramiento de las expectativas de los agentes sobre la evolución de la actividad y del empleo. Ello impulsó el ahorro de los hogares en detrimento de su consumo y desalentó el gasto en vivienda, intensificando el ajuste a la baja iniciado con anterioridad por la inversión residencial en algunos países del área. Por su parte, las empresas restringieron intensamente su inversión productiva —que cayó cerca de un 12% entre octubre de 2008 y marzo de 2009— y acometieron una reducción de inventarios, tras una acumulación posiblemente indeseada asociada al descenso de las ventas.

... de una magnitud heterogénea entre los países de la UEM

La caída del PIB se extendió a todos los países de la UEM, aunque en una magnitud desigual, que, en buena medida, reflejó el distinto peso y grado de deterioro de la inversión residencial

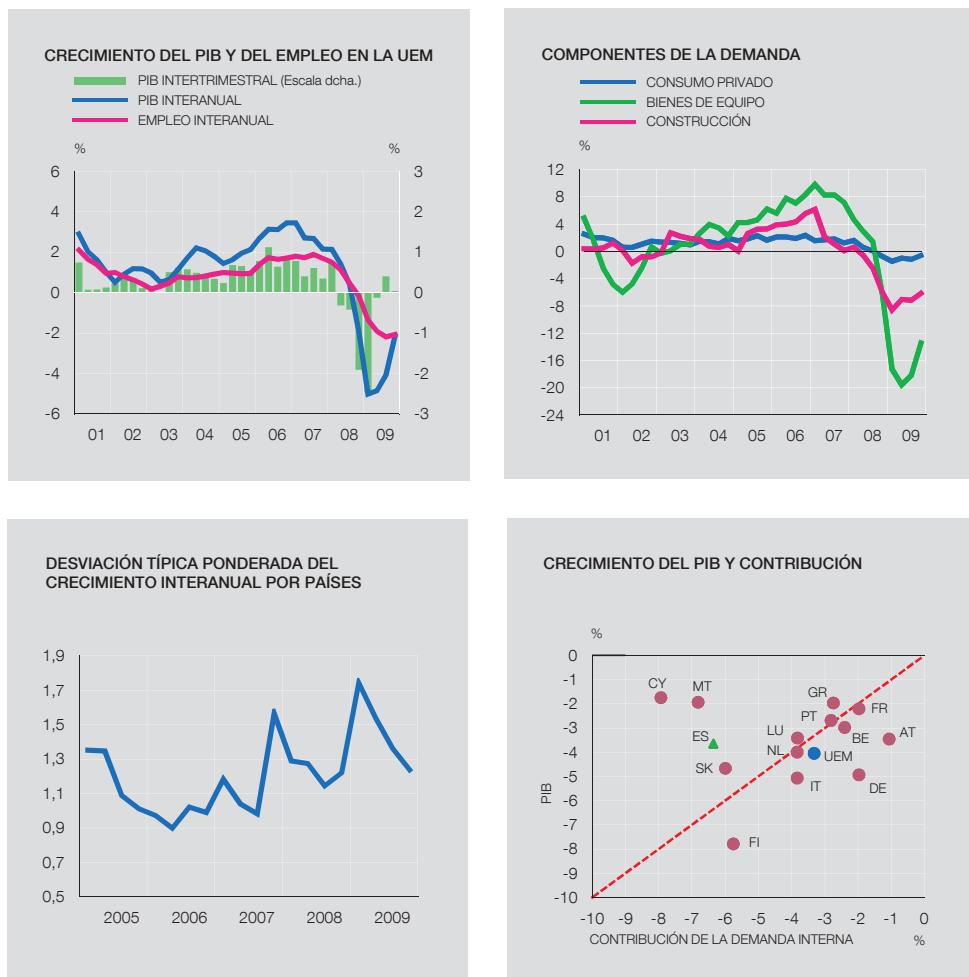
	2007	2008	2009	2009			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
DEMANDA Y PRODUCTO (variación intertrimestral)							
Producto interior bruto	2,7	0,5	-4,0	-2,5	-0,1	0,4	0,0
Consumo privado	1,6	0,4	-1,0	-0,5	0,1	-0,1	0,0
Consumo público	2,3	2,1	2,3	0,6	0,6	0,7	-0,1
Formación bruta de capital fijo	4,7	-0,9	-10,8	-5,2	-1,6	-0,9	-1,3
— Inversión privada no residencial	6,2	0,6	-13,2	-7,7	-2,0	-1,1	-0,3
— Inversión residencial	0,9	-4,6	-10,3	-2,8	-2,5	-2,2	-1,3
— Inversión pública	4,8	0,9	2,4	0,5	1,2	0,8	1,0
Exportaciones	6,3	0,8	-12,8	-8,0	-1,1	2,9	1,9
Importaciones	5,5	0,9	-11,4	-7,6	-2,8	2,9	1,3
Contribuciones al crecimiento del PIB en puntos porcentuales							
Demandra interna	2,4	0,4	-2,5	-1,2	-0,1	-0,1	-0,3
Variación de existencias	0,0	0,1	-0,9	-1,0	-0,7	0,5	0,1
Demandra externa	0,4	0,0	-0,7	-0,2	0,6	-0,1	0,2
PRECIOS Y COSTES (variación interanual)							
Precios de consumo (media anual)	2,1	3,3	0,3	1,0	0,2	-0,4	0,4
Deflactor del PIB	2,4	2,3	1,1	1,8	1,1	0,9	0,4
Costes laborales unitarios	1,6	3,4	3,7	5,7	4,6	3,4	1,3
Remuneración por asalariado	2,5	3,2	1,5	1,8	1,4	1,4	1,2
Productividad del trabajo	0,9	-0,2	-2,2	-3,7	-3,0	-1,9	-0,1
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (% del PIB)							
Gastos totales	46,0	46,8	50,7				
Gastos corrientes	42,3	43,1	46,5				
Inversión pública	2,6	2,5	2,8				
Ingresos totales	45,4	44,9	44,4				
Déficit (-) / superávit (+) primario	2,3	1,0	-3,5				
Déficit (-) / superávit (+)	-0,6	-2,0	-6,3				
MERCADO DE TRABAJO							
Empleo total (variación intertrimestral)	1,8	0,7	-1,9	-0,8	-0,5	-0,5	-0,3
Paro (% de población activa)	7,5	7,6	9,4	8,8	9,3	9,7	9,8
BALANZA DE PAGOS (% del PIB)							
Cuenta corriente	0,2	-1,6	-0,6	-1,7	-1,0	-0,2	0,3
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO							
Hogares (% RBD)	94,2	94,3	95,4	94,0	94,5	94,9	95,4
Sociedades no financieras (% EBE)	455,8	492,2	543,8	508,2	529,9	540,9	543,8

FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea y OCDE.

y de las exportaciones (véase gráfico 4.1). Así, en países como España e Irlanda, que habían mostrado un mayor auge del sector inmobiliario, el retroceso de la inversión residencial fue más acusado y se tradujo en grandes pérdidas de empleo, que a su vez habrían contribuido a una retracción más intensa del consumo privado (si bien el impacto sobre el PIB se vio amortiguado por el retroceso de las importaciones). En otros, como Alemania y Finlandia, la perturbación más relevante provino del sector exterior —dada su especialización en la producción de bienes de equipo, fuertemente menoscabada por la caída de la inversión a escala mundial—, con lo que el mayor impulso a la baja sobre la actividad se derivó de la demanda exterior neta. Por su parte, Francia mostró una contracción más moderada del PIB, por estar menos expuesta a los citados factores, al contrario de lo que ocurrió en Italia, donde la crisis exacerbó tanto la falta de dinamismo de sus ventas al exterior —ligada a factores como su patrón de especialización productiva y la pérdida acumulada de competitividad— como la persistente atonía de su demanda interna.

UEM: COMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO

GRÁFICO 4.1

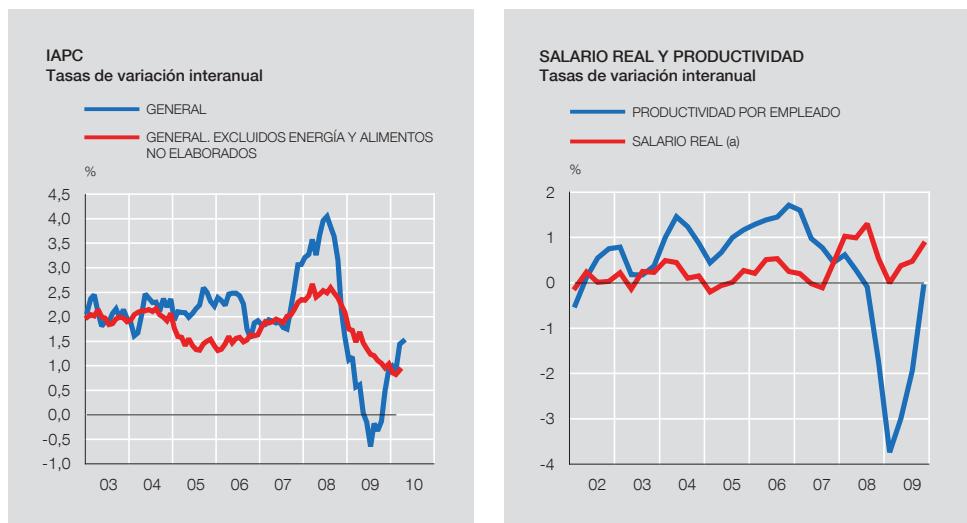


FUENTES: Eurostat y Banco de España.

El empleo sufrió de forma mitigada el embate de la crisis, con grandes diferencias por países

El empleo en la UEM reaccionó a la caída de la producción con un ligero desfase, en un proceso de ajuste que se ha prolongado a pesar de la leve recuperación de la actividad. Ello se ha reflejado en un notable avance de la tasa de paro, que ha alcanzado el 10% en los primeros meses de 2010. El retroceso del empleo está resultando relativamente moderado, si se tiene en consideración la intensa caída de la producción. Esto constituye una clara diferencia con respecto tanto a la experiencia reciente en otras economías —entre las que destaca Estados Unidos— como a episodios recesivos previos en la UEM, y podría ser consecuencia de las reformas que, impulsadas por el Tratado de Lisboa, se han ido adoptando en el mercado de trabajo durante la pasada década, pero también de los incentivos que han introducido diversos países, como Francia, Italia y Alemania, para contener la destrucción de empleo y la pérdida de capital humano mediante recortes subvencionados de la jornada laboral.

La respuesta del empleo por países mostró gran heterogeneidad no solo como reflejo de las distintas medidas de política económica desarrolladas, sino también de las diferencias en la estructura productiva y en la regulación del mercado de trabajo. Así, en Alemania la caída del empleo ha sido prácticamente nula, mientras que en otros países, como España e Irlanda, llegó a alcanzar cifras en el entorno del 10%.



FUENTE: Eurostat.

a. Diferencia entre la variación de la remuneración por asalariado y el deflactor del PIB.

La inflación retrocedió intensamente, inicialmente afectada por la evolución de los componentes más volátiles del IAPC y posteriormente también por los más estables

La financiación al sector privado prolongó su desaceleración, de forma muy intensa en el caso de las empresas no financieras

Tras el máximo superior al 4% alcanzado en julio de 2008, la inflación se vio impulsada a la baja hasta registrar valores negativos en los meses centrales de 2009 (véase gráfico 4.2). Este sustancial retroceso vino originado, fundamentalmente, por la caída de las cotizaciones de las materias primas, especialmente de las energéticas, que se trasladó a los componentes energético y alimenticio del IAPC. A ese factor se añadieron la debilidad de la demanda interna y la infrautilización de la capacidad instalada, que, junto con el efecto retardado del abaratamiento de las materias primas, ralentizaron el ritmo de variación de los precios de los componentes menos volátiles del IAPC —servicios y bienes industriales no energéticos—.

La financiación del sector privado continúo desacelerándose a lo largo de 2009 y en los primeros meses de 2010, en línea con su habitual patrón cíclico. En el caso de las empresas no financieras, la ralentización fue generalizada por países y refleja la influencia tanto de factores de demanda, ante la menor necesidad de fondos para financiar una inversión productiva y un activo circulante decrecientes, como de oferta, por el mencionado endurecimiento de los criterios de oferta practicado por las entidades bancarias (véase gráfico 4.3). La caída de los préstamos bancarios, componente principal de la financiación empresarial, pudo ser, en parte y para algunas empresas de mayor dimensión, compensada por el recurso directo a los mercados de capitales.

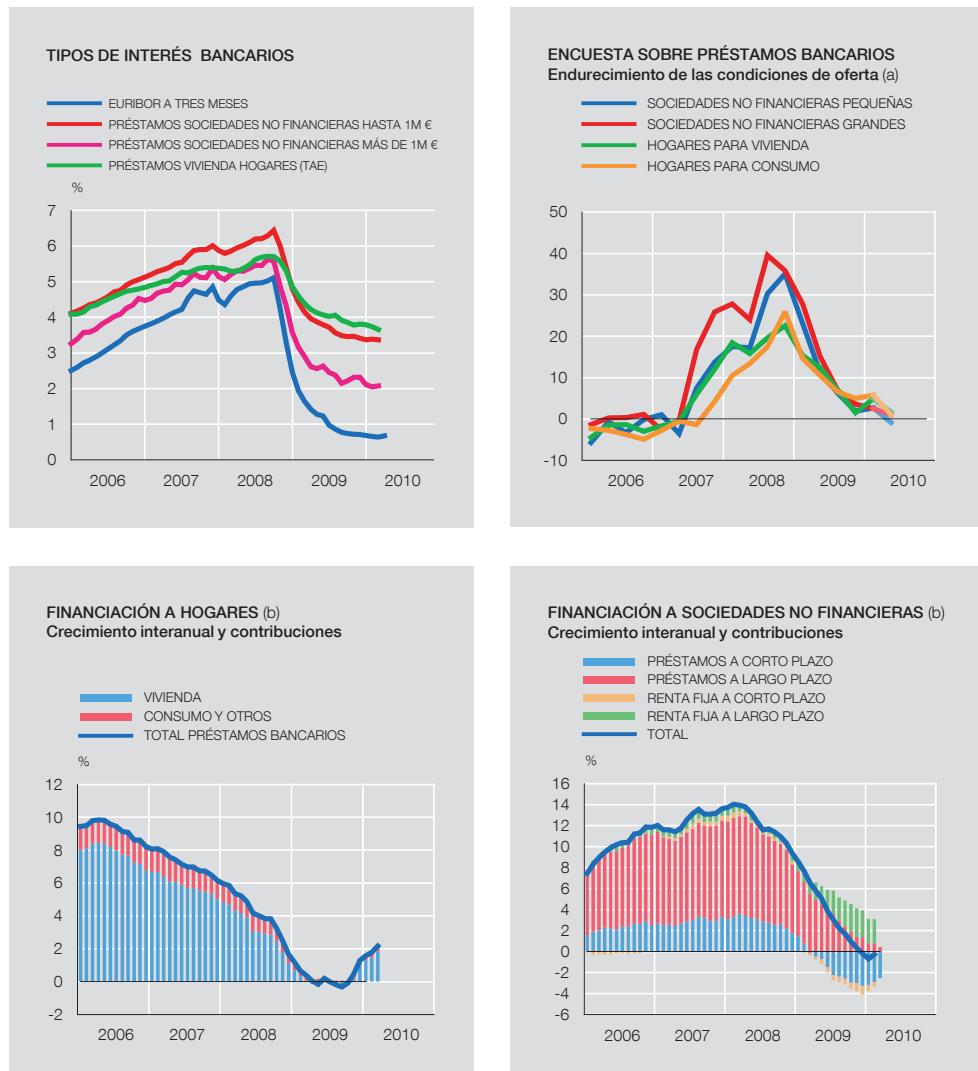
En el caso de los hogares, la moderación del crédito se manifestó menos intensamente, después de la fuerte pérdida de dinamismo durante los dos años anteriores. La desaceleración afectó en mayor medida a los préstamos dirigidos al consumo, mientras que los otorgados para la adquisición de vivienda comenzaron a mostrar tímidos signos de recuperación en la parte final de 2009, que, de acuerdo con la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, reflejarían un aumento de la demanda, en un contexto de marcado descenso de los tipos de interés y de caídas en el precio de la vivienda.

Ante la gravedad de la situación, las autoridades económicas siguieron aplicando medidas contra la crisis...

La acción urgente de los Gobiernos europeos tras la escalada de la crisis financiera en el otoño de 2008 contribuyó, junto con la política de suministro generoso de liquidez del Euro-sistema, a frenar el deterioro de los principales indicadores de tensión financiera. No obstante, en los primeros meses de 2009 la falta de indicios de mejora de la situación económica y

FINANCIACIÓN AL SECTOR PRIVADO

GRÁFICO 4.3



FUENTE: Banco Central Europeo.

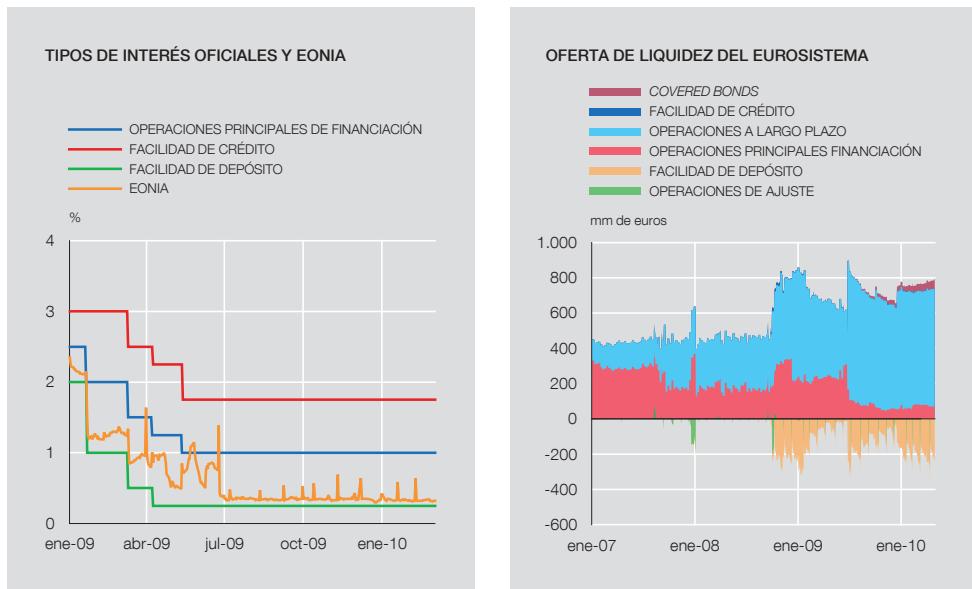
a. Indicador = % de entidades que han endurecido considerablemente los criterios $\times 1 + \%$ de entidades que han endurecido en cierta medida los criterios $\times 1/2 - \%$ de entidades que han relajado en cierta medida los criterios $\times 1/2 - \%$ de entidades que han relajado considerablemente los criterios $\times 1$.

b. Sin ajuste de titulización.

los elevados niveles de incertidumbre en los mercados financieros provocaron que las autoridades económicas acometieran medidas de apoyo adicionales. Estas actuaciones, además de sus objetivos específicos, como la mejora del mecanismo de transmisión de los tipos de interés, la contención del retroceso de la demanda agregada o la subsanación de las dificultades de algunas entidades bancarias, perseguían sostener y mejorar la confianza de los agentes privados y, así, prevenir la materialización de escenarios fuertemente desfavorables. En términos generales, puede afirmarse que las medidas emprendidas cumplieron su cometido.

... con actuaciones de política monetaria, convencionales y no convencionales...

El BCE siguió reduciendo los tipos de interés oficiales, hasta situar el correspondiente a las operaciones principales de financiación en el 1% en mayo, lo que representa un descenso total de 325 puntos básicos (pb) desde octubre de 2008 (véase gráfico 4.4). Estas decisiones se acompañaron por una política de apoyo al crédito con medidas de naturaleza no convencional. En particular, se mantuvieron algunas de las medidas adoptadas en



FUENTE: Banco Central Europeo.

2008, como la ampliación de la lista de activos admisibles como colateral, el suministro de fondos en operaciones a más largo plazo y en divisas, utilizando, en toda las subastas, tipos de interés fijos con adjudicación plena. Además, se establecieron tres nuevas operaciones de provisión ilimitada de liquidez a un plazo de doce meses, así como un programa de compra de bonos garantizados —*covered bonds*—, entre los que se incluyen las cédulas. Con todo ello, el Eurosistema perseguía facilitar la disminución rápida e intensa de los tipos de interés negociados en los mercados y de los fijados por las entidades financieras en sus operaciones de activo, paliar la falta de la actividad en los mercados de financiación mayorista y, en definitiva, reforzar el flujo de crédito a hogares y empresas.

... medidas fiscales de carácter discrecional...

Las autoridades fiscales de los países del área fueron adoptando progresivamente medidas discretionales de estímulo de la demanda, encuadradas en gran parte en el Plan Europeo de Recuperación Económica de noviembre de 2008. Estas actuaciones representaron un importe estimado del 1,1% del PIB en 2009 y ascenderán al 0,8% en el conjunto de 2010. Las disposiciones adoptadas incluyeron tanto recortes impositivos y de las cotizaciones a la Seguridad Social como incrementos de las transferencias y del gasto público directo, dirigido en gran parte a la construcción y renovación de infraestructuras. El esfuerzo fiscal en los distintos países alcanzó valores muy diferentes en función, fundamentalmente, de la situación de partida de las finanzas públicas y del impacto de la crisis.

... planes de apoyo al sistema financiero

Por último, los Gobiernos desplegaron también planes de apoyo al sistema financiero, aprobados en muchos casos durante el otoño de 2008 y bajo el marco común de principios acordado en la UE para garantizar la eficacia y evitar posibles distorsiones a la competencia. Las medidas, que inicialmente se enfocaron hacia el pasivo de los balances bancarios aplicando avales a las emisiones de deuda e inyecciones de capital, se extendieron posteriormente hacia el lado del activo, con programas de saneamiento o de aseguramiento del valor de los activos dañados.

3 La mejora de las condiciones financieras, el inicio de la recuperación y la crisis fiscal griega

3.1 LA MEJORA DE LAS CONDICIONES FINANCIERAS Y EL INICIO DE LA RECUPERACIÓN

Tras las actuaciones sin precedentes de los bancos centrales y de los Gobiernos, las tensiones financieras se relajaron progresivamente a lo largo de 2009...

... lo que supuso una menor dependencia de las ayudas públicas para la banca y una reactivación de los mercados de deuda privada

La progresiva estabilización financiera, junto con la reactivación de la demanda exterior y el apoyo de las políticas económicas, favoreció que la zona del euro superara la etapa recesiva en la segunda mitad de 2009

La inflación tornó a valores positivos, debido al efecto del precio de la energía

El euro se apreció progresivamente en el transcurso de 2009, si bien esa trayectoria se quebró al final del año como consecuencia de la crisis desencadenada en Grecia

Desde el segundo trimestre de 2009, y tras las actuaciones a gran escala de los bancos centrales y de los Gobiernos, en el área, como en el resto del mundo, las condiciones financieras se fueron normalizando paulatinamente a lo largo del año, realimentándose con las señales más optimistas provenientes del sector real. No obstante, a partir de la última parte del año aparecieron algunos episodios de inestabilidad localizados —como el de Dubai World en noviembre—, al tiempo que el deterioro de la situación fiscal griega comenzó a generar tensiones crecientes en los mercados de deuda pública del área.

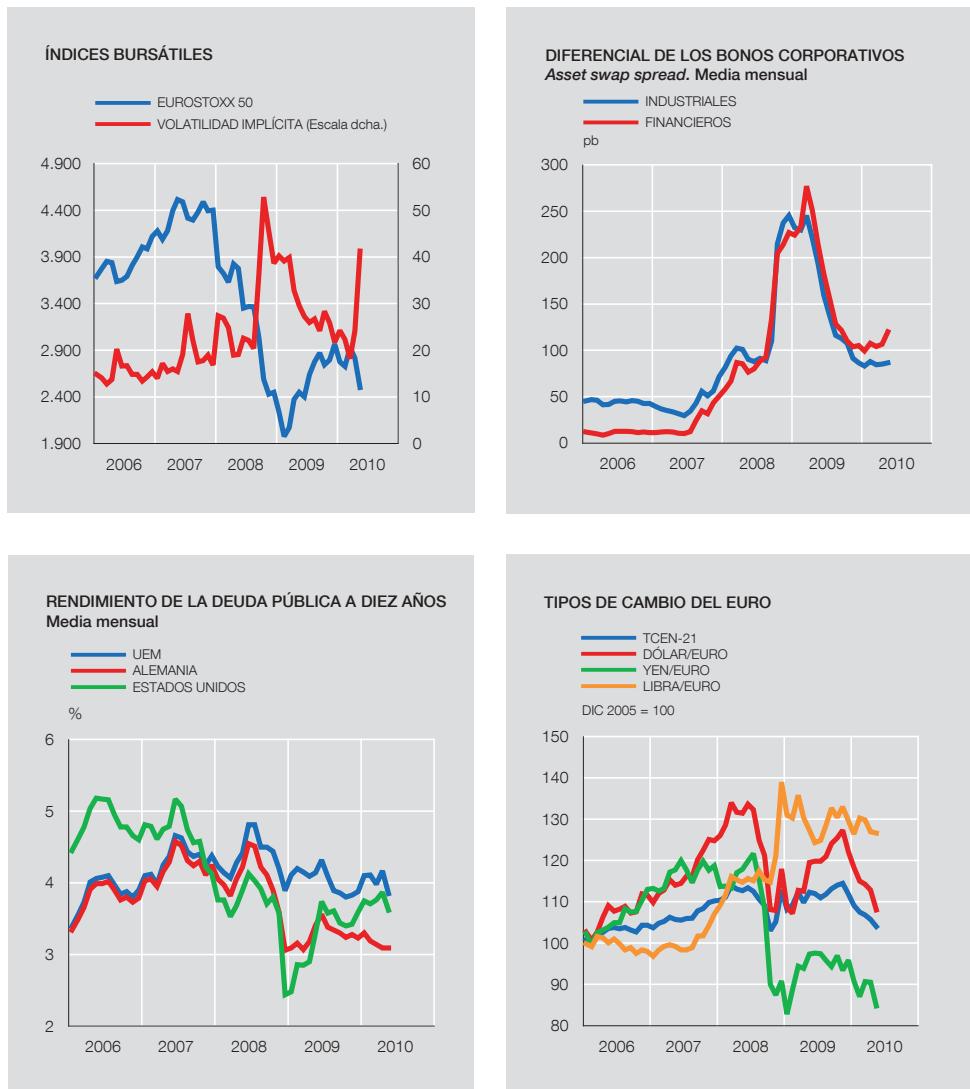
Los tipos de interés del EURIBOR alcanzaron niveles mínimos en septiembre de 2009, tras la incorporación de los impulsos de la política monetaria y la contracción de las primas de riesgo. El EURIBOR a doce meses se stabilizó en torno al 1,2% y la prima de riesgo, medida como su diferencia con el EUREPO a un plazo similar, cayó paulatinamente hasta registros próximos a los 50 pb, tras haber superado los 200 pb en los momentos de mayor tensión. La disminución de la incertidumbre de los inversores se plasmó también en una menor volatilidad del precio de los activos financieros y en una recuperación sustancial de las cotizaciones en el conjunto del año, aunque sin llegar a los niveles previos a la crisis. Además, las primas de riesgo cayeron notablemente, con especial intensidad en los instrumentos de deuda de peor calidad crediticia (véase gráfico 4.5).

La mejora de las condiciones financieras permitió un menor recurso a los avales estatales en las emisiones de deuda de los bancos y algunas entidades incluso reembolsaron los fondos públicos recibidos durante el período de mayor inestabilidad. Además, los menores costes de la financiación impulsaron la actividad en los mercados primarios de valores, particularmente en el caso de las emisiones de empresas no financieras, lo que contrastó con la fuerte moderación de la financiación a través de préstamos bancarios.

Este proceso de estabilización de los mercados financieros a lo largo de 2009, junto con la reactivación de algunas economías de fuera del área y el efecto de los estímulos de política económica instrumentados dentro de ella, permitieron que la economía de la zona del euro superara la etapa recesiva en la segunda mitad de 2009, registrando tasas de crecimiento intertrimestrales positivas, aunque reducidas y sujetas a cierta volatilidad. Esta recuperación se sustentó en el crecimiento de las exportaciones, en consonancia con el impulso del comercio internacional, en la expansión del consumo y de la inversión públicos y en la contribución positiva de la variación de existencias, mientras que el consumo de las familias y la inversión privada siguieron deprimidos.

La inflación del área volvió a valores positivos en los últimos meses del año y alcanzó el 1,5% en abril de 2010, como consecuencia, principalmente, del repunte registrado por el componente energético del IAPC (ligado al progresivo incremento de las cotizaciones de las materias primas energéticas). Por el contrario, los precios de los componentes menos volátiles del IAPC —servicios y bienes industriales no energéticos— mantuvieron una senda de desaceleración, en un entorno de persistencia de debilidad de la demanda interna.

En este contexto, el tipo de cambio del euro experimentó una progresiva apreciación, que se interrumpió a finales del año, como consecuencia del agravamiento de la crisis griega y de la aparición de algunos datos macroeconómicos relativamente desfavorables. No obstante, estuvo sujeto a notables oscilaciones y su comportamiento en 2009 no fue homogéneo respecto a las principales monedas, con una apreciación frente al dólar norteamericano, el yen y las monedas asiáticas ligadas al dólar, compensada



FUENTES: Banco Central Europeo y JP Morgan.

parcialmente por la depreciación frente a la libra esterlina y al franco suizo (véase gráfico 4.5).

La crisis griega condicionó la evolución de los mercados financieros en el tramo final del año 2009 y el comienzo del 2010

Desde finales de 2009 los mercados estuvieron muy condicionados por el desarrollo de la crisis fiscal griega y su agravamiento extremo en la primavera de 2010, que desembocó en una drástica corrección de las tendencias en los mercados financieros del área. Además de las tensiones en los mercados de deuda soberana que se comentan más adelante, las cotizaciones bursátiles registraron abultados retrocesos, más intensos en el sector bancario por su exposición a la deuda pública, y en los mercados de divisas el euro sufrió una corrección que le condujo en mayo de 2010 hasta niveles próximos a los registrados durante la crisis de Lehman Brothers en el otoño de 2008. Esta acumulación de riesgos para la estabilidad financiera del área llevó a la adopción, el 10 de mayo, de nuevas medidas extraordinarias por parte de los Gobiernos y de las autoridades europeas, que se detallan en la siguiente sección.

3.2 EL DETERIORO DE LAS CUENTAS PÚBLICAS Y LA CRISIS FISCAL DE GRECIA

Las actuaciones de los Gobiernos, que en muchos casos agotaron el margen de maniobra disponible, y, sobre todo, la activación de los estabilizadores automáticos propiciaron un deterioro sin precedentes de las finanzas públicas de los países del área del euro. El déficit pú-



FUENTE: Comisión Europea, Programas de Estabilidad y Convergencia.

En 2009 se produjo un deterioro sin precedentes de las finanzas públicas...

... debido al incremento del gasto público y, en menor medida, a la caída de los ingresos

blico de la UEM se situó en 2009 en el 6,3%, el valor más alto de las últimas décadas, y muy por encima del 2% registrado un año antes (véase gráfico 4.6).

Este resultado fue consecuencia, primeramente, de un fuerte crecimiento de los gastos, que superaron el 50% del PIB [4 puntos porcentuales (pp) más que el año anterior], debido al incremento de las prestaciones sociales, y del consumo y de la inversión públicos. Además, la caída de los ingresos (hasta el 44% del PIB) fue más intensa de lo observado en otros episodios recesivos, debido no solo a los recortes de impuestos introducidos, sino también a la intensa contracción de algunas fuentes de ingresos que en la etapa expansiva previa habían mostrado una elasticidad inusualmente elevada con respecto al PIB —como las ligadas al auge del sector inmobiliario en algunos países del área y a los beneficios empresariales—.

La corrección del desequilibrio fiscal será difícil, ya que el componente estructural

Como consecuencia de lo anterior, el componente permanente o estructural del deterioro fiscal ha sido relevante, y supondría, de acuerdo con las estimaciones de la Comisión Europea, prácticamente la mitad del empeoramiento total. Por tanto, ni la paulatina desapari-

del déficit es muy elevado y la deuda pública puede alcanzar un porcentaje próximo al 90% en 2010

Trece de los dieciséis Estados miembros de la zona del euro se encuentran en situación de déficit excesivo

El deterioro fiscal y la crisis griega propiciaron episodios severos de inestabilidad en los mercados de deuda soberana

ción de las medidas de estímulo implementadas ni la incipiente recuperación económica permitirán reducir el desequilibrio fiscal de una manera notable. Además, las previsiones apuntan a que la deuda pública ascenderá hasta niveles próximos al 85% del PIB en 2010, a pesar de que las intervenciones de los Gobiernos para estabilizar el sistema financiero han tenido hasta el momento un impacto limitado sobre los niveles de deuda (inferior a 3 pp) (véase gráfico 4.6).

El deterioro fiscal fue común a todos los países de la UEM y derivó en una situación excepcional en lo que se refiere a la aplicación del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En la primavera de 2009 el ECOFIN decidió abrir el procedimiento de déficit excesivo a Grecia, España, Francia e Irlanda, cuyo déficit había rebasado el 3% del PIB ya en 2008, y en diciembre se sumaron otros ocho países —Bélgica, Alemania, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal, Eslovenia y Eslovaquia—. En consecuencia, trece Estados miembros de la UEM se encuentran sujetos a este procedimiento —incluyendo Malta—, y en mayo de 2010 la Comisión Europea inició el procedimiento para los tres países restantes, aunque en el momento de cerrar este Informe la apertura de estos expedientes se encuentra pendiente de la decisión del Consejo.

Como se ilustra en el recuadro 4.1, el deterioro de las posiciones fiscales, en un contexto de valoración más prudente de los riesgos, se reflejó en una ampliación de los diferenciales soberanos del área a lo largo de 2009, situación que se acentuaría de manera extrema en la primavera de 2010 como consecuencia de la crisis griega. Los elevados niveles de la deuda pública en este país, junto con el deterioro de sus perspectivas económicas y la pérdida de credibilidad como consecuencia de las graves deficiencias detectadas en sus estadísticas, derivó en una situación de máximas dudas sobre la capacidad del Gobierno griego para refinanciar su deuda. Las autoridades del país se vieron obligadas a diseñar diversas medidas de ajuste fiscal, al tiempo que el Eurogrupo, la Comisión Europea, el BCE y el FMI avanzaban en el diseño de un mecanismo para apoyar esas medidas mediante la provisión de asistencia financiera, condicionada, a esta economía. Sin embargo, estas medidas no lograron reconducir la situación. Por el contrario, los bonos griegos siguieron perdiendo valor y esta tendencia comenzó a contagiarse a aquellas economías del área que estaban experimentando un mayor deterioro de sus cuentas públicas como resultado de la crisis.

El 23 de abril, el Gobierno griego solicitó formalmente la activación del programa de apoyo diseñado por el Eurogrupo, que atendió esta solicitud el 2 de mayo, mediante la aprobación, por unanimidad, de un programa de préstamos bilaterales de hasta 110 mm de euros en tres años (80 mm procedentes de los Estados miembros del área, y el resto, del FMI). Este plan está sujeto a una estricta condicionalidad y a un estrecho seguimiento, que se detallan en el recuadro 2 del «Informe trimestral de la economía española» del *Boletín Económico* de abril. Ese mismo día, y como parte de esa estricta condicionalidad, Grecia aprobó un ambicioso programa de ajuste fiscal y de reforma estructural, negociado de manera conjunta con el FMI, la Comisión Europea y el BCE, cuyo desarrollo será evaluado trimestralmente. Adicionalmente, y en consonancia con su evaluación favorable del plan de ajuste del Gobierno griego, el BCE decidió suspender la aplicación del requisito de una calificación crediticia externa mínima para la deuda griega.

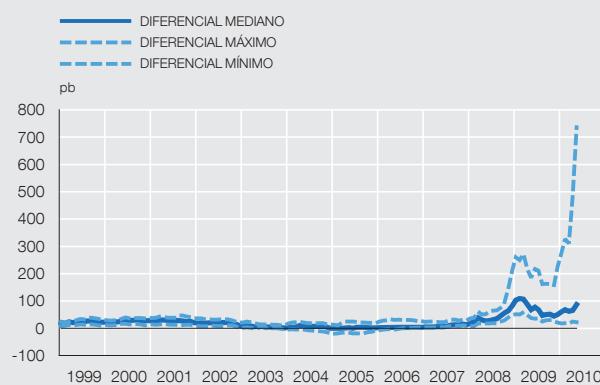
Tras un primer impacto positivo, la activación del plan de ayuda a Grecia se mostró insuficiente para detener el recrudecimiento de las tensiones, que siguieron extendiéndose hacia otros países miembros. En respuesta, el 10 de mayo, los Gobiernos se comprometieron a adelantar sus planes de consolidación presupuestaria y el ECOFIN anunció la creación de un Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera, que podría movilizar recursos europeos por un vo-

Desde la creación de la Unión Monetaria Europea, las diferencias de rentabilidad entre los distintos bonos soberanos pertenecientes al área se habían mantenido en valores relativamente reducidos (véase gráfico 1). Con el inicio de las turbulencias financieras, a mediados de 2007, comenzaron a observarse diferenciales mayores, que se ampliaron notablemente durante el período de mayor inestabilidad financiera, tras la quiebra de Lehman Brothers en 2008. Durante el año 2009 persistieron unos diferenciales soberanos relativamente elevados y en los últimos meses volvieron a precipitarse tensiones elevadas en los mercados de deuda pública del área, como consecuencia de la crisis griega y tras desvelarse graves deficiencias en las estadísticas, que enmascaraban una preocupante situación fiscal en dicho país. A finales de enero y principios de febrero de 2010, la rentabilidad de los bonos griegos a diez años llegó a elevarse hasta el 7%, mientras que la referencia alemana cotizaba en torno al 3,2%, y se disparó hasta superar el 12% el 7 de mayo, día previo a la aprobación por parte del ECOFIN y del BCE del paquete de medidas para preservar la estabilidad en la zona del euro que se comenta en el texto principal. Las tensiones repercutieron también sobre el resto de bo-

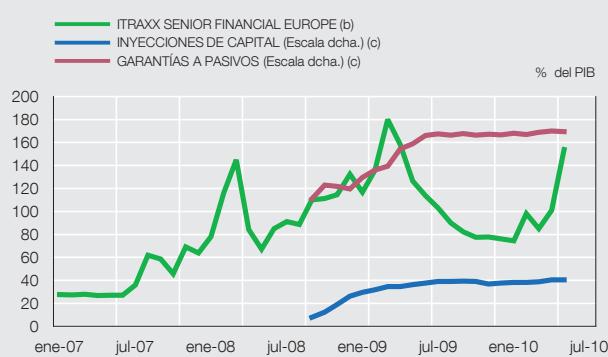
nos soberanos del área, aunque de forma desigual dependiendo del emisor, siendo los irlandeses y los portugueses, después de los bonos griegos, los que más valor perdieron —con rentabilidades que llegaron al 6% en la deuda a diez años—, seguidos de los italianos y los españoles —donde los tipos se situaron por encima del 4%—.

En una unión monetaria, la distinta rentabilidad de los bonos públicos —a un mismo plazo— recoge primas de liquidez y de riesgo de crédito. Estas últimas reflejarían la remuneración exigida por los inversores por exponerse al riesgo de un evento de impago del bono, compensación que también puede aproximarse con el coste de los *Credit Default Swaps (CDS)*, instrumento financiero que permite el aseguramiento de dicho suceso. Como se ilustra en el gráfico 2, con la evolución de los CDS soberanos de los países del área —en relación con el CDS soberano alemán—, las primas por riesgo de impago explicarían, una gran parte de los diferenciales de rentabilidad frente a Alemania desde 2007. Estas primas dependerán tanto de la cantidad de riesgo soberano percibido por los inversores —y que estará relacionado con la solvencia del país— como del precio del riesgo —que

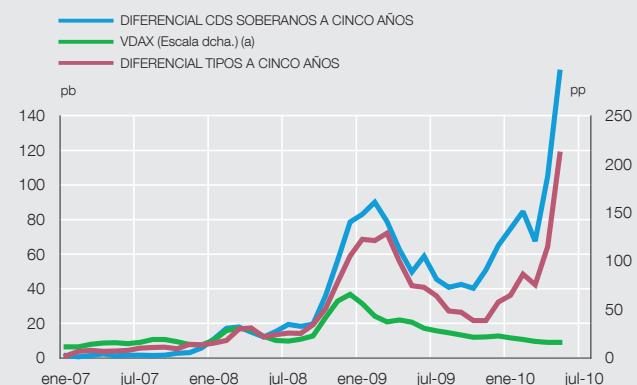
1 DIFERENCIALES SOBERANOS FRENTE A ALEMANIA EN LA UEM.
BONOS A DIEZ AÑOS



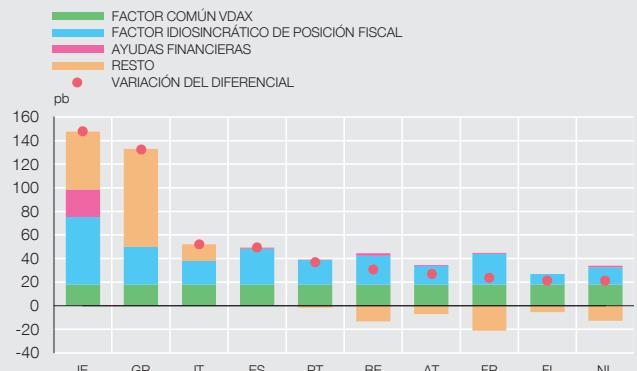
3 ITRAXX FINANCIERO Y LAS AYUDAS A LA BANCA



2 VDAX Y PROMEDIO DE DIFERENCIALES FRENTE A ALEMANIA



4 CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN DE LOS DIFERENCIALES
SOBERANOS (JUN-2007 NOV-2009) (d)



FUENTES: Comisión Europea, Datastream, Markit Economics y Banco de España.

a. VDAX es la volatilidad o banda de fluctuación esperada del índice bursátil alemán DAX durante los próximos 30 días.

b. ITRAXX senior financial Europe es un índice de primas de CDS —contratos de seguro del riesgo de crédito— de 25 entidades financieras europeas.

c. Estimación del volumen de ayudas públicas de los países del área, excluyendo saneamientos de activos.

d. Sobre la especificación del modelo, véase nota al pie del texto.

vendrá determinado por la predisposición de los inversores a asumir riesgos—.

Así, desde 2007, una parte de los diferenciales debe reflejar el incremento del precio del riesgo, en un contexto global de elevada incertidumbre, particularmente desde la quiebra de Lehman Brothers. Ante una situación de inestabilidad sin precedentes, los inversores demandaron una mayor compensación por asumir riesgos, lo que afectó en mayor medida a los países con posiciones fiscales más débiles. Por esta misma razón, la estabilización financiera que se inició en la primavera de 2009 con carácter global, que condujo los niveles de volatilidad hasta registros próximos a los de finales de 2007, repercutió favorablemente sobre los diferenciales de deuda soberana en la UEM.

Pero, además, el incremento de las primas debe también reflejar un cambio en la percepción del riesgo soberano de los países del área. Así, la crisis ha supuesto un rápido deterioro en la situación fiscal de los países y el despliegue masivo de ayudas públicas al sistema bancario también ha expuesto la posición fiscal de los Estados a las posibles fragilidades de las entidades financieras¹ (véase gráfico 3). Todo ello condujo a que varios países del área sufrieran rebajas en su calificación crediticia durante 2009. En el caso de Grecia, su nota crediticia fue rebajada en dos ocasiones por Fitch y S&P, hasta situarla en BBB+, mientras que Moody's la redujo un escalón, hasta A2 (equivalente a A). Irlanda perdió la calificación AAA que le tenían asignada las tres agencias, hasta el nivel AA— en el caso de Fitch. Finalmente, S&P rebajó el rating de España un escalón, hasta AA+, y el de Portugal hasta A+. La propagación de las tensiones en la primavera de 2010 condujo a nuevas rebajas de la calidad crediticia en Portugal y en España, y sobre todo en Grecia, donde S&P retiró el grado de inversión a la deuda griega, asignándole una calificación BB+.

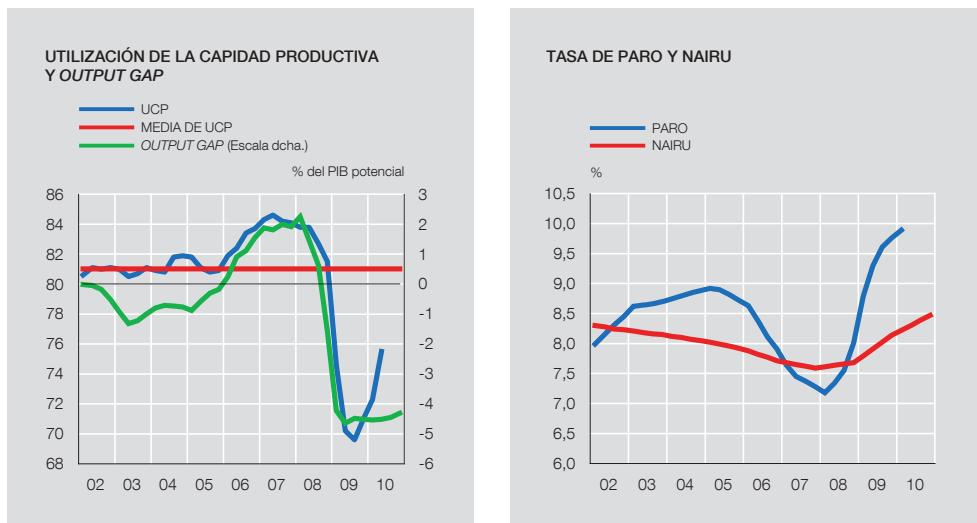
Para ilustrar de forma sintética la relevancia de los determinantes, en el gráfico 4 se presenta una descomposición de la variación de los diferenciales soberanos a diez años desde mediados de 2007 y a partir de un modelo sencillo de regresión². El ejercicio

ció solo abarca hasta noviembre de 2009, por la información disponible a la fecha de cierre del Informe. Como se observa, durante este período el incremento de los diferenciales frente al Bund alemán fue generalizado por países, si bien muy diferente en su magnitud. En primer lugar, se identifica un factor común global de mayor riesgo, que habría impulsado al alza las rentabilidades, y que ha sido aproximado por la volatilidad implícita del índice bursátil germano o VDAX. No se obtiene, sin embargo, un papel relevante para la liquidez —posiblemente, por las dificultades para aproximar este concepto en dicho marco de análisis—, aunque el factor común podría estar en parte incorporando la presencia de mayores primas de liquidez en un momento de mayor incertidumbre. Se obtiene una contribución positiva de los factores idiosincráticos asociados a la posición fiscal de los países. Por último, el volumen de ayudas públicas al sector bancario habría desempeñado un papel determinante solamente en el caso de Irlanda³. La presencia, no obstante, de un elevado componente no explicado en los casos de Grecia e Irlanda podría indicar comportamientos no lineales de los diferenciales y, en el caso de Grecia, los problemas de credibilidad que se habían revelado.

Por tanto, la evolución de los diferenciales de rentabilidad de la deuda soberana en la UEM durante la crisis, y particularmente en la primavera de 2010, ilustra cómo los inversores pueden mostrar una enorme sensibilidad a posiciones fiscales debilitadas, una reacción que se exacerba en momentos de inestabilidad global y que conlleva riesgos financieros notables. La persistencia de unas primas de riesgo elevadas se iría trasladando al coste de la deuda cuando los Gobiernos la refinancien, lo que dificultará los planes de consolidación fiscal. El incremento del pago por intereses iría también en detrimento de una composición del gasto público que favorezca el crecimiento potencial de la economía. Todo ello refuerza la importancia de que los Gobiernos salvaguarden la estabilidad fiscal en el medio plazo. Asimismo, como resultado de la crisis, los inversores tenderán a adoptar actitudes más cautas ante los riesgos, en un momento en el que una parte de estos se está trasladando desde el sector privado hacia el sector público. En estas condiciones, cabe anticipar un mayor grado de discriminación en los mercados de deuda pública y, por tanto, unas condiciones particularmente desfavorables para los títulos de los Estados que no adopten estrategias creíbles de consolidación con la urgencia que la situación requiere.

1. Las ayudas al sistema financiero no tienen en su mayoría un reflejo en las cifras de déficit y deuda pública. Esto se debe a la naturaleza de estas medidas —por ejemplo los avales públicos solamente generan pasivos contingentes— y, en algunos casos, su instrumentación a través de empresas clasificadas fuera del sector público. **2.** Se trata de una regresión lineal de los diferenciales soberanos de diez países del área frente al Bund alemán con datos desde junio de 2007 hasta noviembre de 2009. Como variables explicativas se emplean el VDAX —para aproximar el factor común global de incertidumbre— y los factores idiosincráticos que recogen las proyecciones de déficit y deuda pública de la Comisión Europea (interaccionadas con el VDAX para captar la mayor relevancia de la posición fiscal en momentos de inestabilidad. Se incluye una variable de liquidez aproximada por el peso en la UEM de las emisiones a largo plazo del país. Todas las variables se expresan en relación a la correspondiente alemana.

3. Gran parte del incremento de los diferenciales soberanos se produjo con el anuncio de los planes de rescate financiero. Irlanda es el país con una exposición considerablemente superior, debido a que el Gobierno aprobó en septiembre de 2008, y por un período de dos años, una garantía sobre el pasivo de los principales bancos, lo que inicialmente suponía unos pasivos contingentes cercanos al 200% del PIB.



FUENTES: Comisión Europea y OCDE.

lumen de hasta 500 mm de euros (más de un 5,5% del PIB de la UEM), cantidad que se complementaría con financiación adicional del FMI y que, como en el caso del plan de apoyo a Grecia, estaría sujeto a una estricta condicionalidad. Asimismo, para restaurar el normal funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria, el BCE decidió realizar intervenciones neutralizadas en los segmentos disfuncionales de los mercados de deuda pública y privada a través de un Programa para los Mercados de Valores, reforzar la provisión de liquidez durante mayo y junio mediante la reactivación de algunas de las medidas adoptadas en su momento en relación con las operaciones de subasta a tres y seis meses y, en coordinación con otros bancos centrales, reactivar las operaciones de provisión de liquidez en dólares.

4 Perspectivas y retos de política económica

Las previsiones disponibles apuntan a un período de recuperación débil y gradual, con baja inflación, de modo que se tardará en recobrar los niveles de producción previos a la crisis

Las previsiones disponibles apuntan a un período de crecimiento moderado y vacilante, con inflación reducida en los primeros trimestres de 2010. La demanda interna permanecerá débil, dado el elevado grado de holgura existente en la economía (baja utilización de la capacidad instalada y alto desempleo), el reducido nivel de los márgenes y el progresivo desvanecimiento del impulso de las políticas aplicadas, en un contexto en el que los balances de entidades financieras, empresas y, en algunos casos, familias presentan aún fragilidades y las Administraciones Públicas se enfrentan, en algunos países, a la necesidad de acometer con cierta urgencia medidas ambiciosas de consolidación fiscal (véase gráfico 4.7). Este carácter poco vigoroso de la recuperación de la actividad, junto con la infrautilización de la capacidad instalada y la moderación de los salarios que cabría esperar dada la atonía del mercado de trabajo, facilitará que la inflación se mantenga en niveles reducidos. En todo caso, estas previsiones están sujetas a un elevado nivel de incertidumbre: por un lado, por la existencia aún de vulnerabilidades cuya evolución puede determinar el ritmo de salida de la crisis; por otro, porque ese ritmo dependerá también crucialmente de cómo afronten las autoridades económicas los retos a los que se enfrentan.

En el ámbito financiero, los bancos se siguen enfrentando a un proceso de reparación de los balances y de reestructuración del sector

En primer lugar, la crisis financiera internacional y la recesión económica han afectado con severidad al sistema bancario, cuyas entidades, como han venido manifestando el BCE y el FMI, siguen expuestas a posibles pérdidas ante la previsible materialización del riesgo de crédito en sus carteras. Además, el sistema bancario, todavía muy dependiente de las ayudas públicas recibidas, estará sujeto a cambios regulatorios y a un redimensionamiento del sector.

El exceso de capacidad instalada restará pulso a la inversión y la situación del mercado de trabajo dificultará una rápida recuperación del consumo

La actuación de los Gobiernos y del BCE será primordial para determinar el ritmo de salida de la crisis

4.1 LA POLÍTICA MONETARIA

El proceso de retirada gradual de algunas de las medidas extraordinarias se moduló en la primavera de 2010, manteniéndose una política de provisión de liquidez muy generosa

A medio plazo, el principal reto sigue siendo el mantenimiento de la estabilidad de precios, en un contexto de bajo crecimiento, pero de extraordinaria incertidumbre

Hasta ahora, el ajuste del balance de los bancos ha discurrido fundamentalmente a través de la reducción de sus activos exteriores y de las posiciones interbancarias. No obstante, no se puede descartar completamente que, si el proceso continúa, termine afectando a la oferta de financiación bancaria y, por tanto, al ritmo de la recuperación.

Por otra parte, la crisis generó un elevado exceso de capacidad instalada, que tenderá a retrasar la necesidad de nuevas inversiones, mientras que el redimensionamiento necesario en algunos sectores productivos —como el del automóvil, la construcción o el sector financiero— puede seguir repercutiendo negativamente no solo sobre la demanda de trabajo, sino también sobre la oferta, que necesitará adquirir la formación adecuada para mejorar su empleabilidad en los sectores más dinámicos. Además, el previsible restablecimiento de las jornadas laborales plantea dudas sobre el verdadero dinamismo del empleo durante la fase de recuperación recién comenzada. Estas desfavorables perspectivas del mercado laboral y las pérdidas acumuladas de riqueza podrían traducirse en un ahorro por motivo precaución mayor que el esperado.

En esta situación, la robustez de la recuperación dependerá crucialmente de la habilidad de los Gobiernos de la UEM y del BCE para articular convenientemente el ritmo de retirada de las medidas excepcionales adoptadas y para instrumentar con la debida diligencia aquellas otras necesarias para garantizar la estabilidad financiera del área, minimizar el riesgo de una recaída de la actividad e impulsar un mayor crecimiento potencial.

La progresiva normalización financiera y la mejora de las perspectivas económicas a lo largo de 2009 permitieron que el Eurosistema, con objeto de prevenir las distorsiones en los mercados que podrían generarse si se mantuvieran las medidas extraordinarias más allá de lo preciso, comenzara a retirar aquellas que ya no eran necesarias, pero manteniendo una política generosa de provisión de liquidez. Así, tras celebrarse la tercera y última operación de financiación a un año en diciembre, las inyecciones a seis meses no se prorrogaron después de la de marzo del presente ejercicio. Posteriormente, el Consejo del BCE decidió que a partir del segundo trimestre de 2010 las operaciones regulares de refinanciación a tres meses volverían al procedimiento habitual de tipo variable, mientras que las subastas semanales y las especiales a un mes continuarán realizándose a tipo fijo y con adjudicación plena, al menos, hasta octubre.

Este proceso de paulatina desactivación de las medidas extraordinarias tuvo que modularse como resultado de las tensiones en los mercados derivadas de la crisis griega. El BCE decidió volver a reforzar la provisión de liquidez a tres y seis meses y retomar las operaciones en dólares, al tiempo que adoptó un programa de intervención en los segmentos de los mercados de deuda pública y privada cuya disfuncionalidad impedía el normal funcionamiento de los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Estas intervenciones están siendo neutralizadas para que no afecten al tono de dicha política y no interfieran sobre las expectativas de evolución futura de los tipos de interés oficiales.

Cuando se superen las tensiones, la estrategia de salida deberá ser retomada, con el objetivo de converger hacia un marco operativo que recoja las enseñanzas de la crisis; y, en este sentido, el marco inicial constituye una buena referencia, por la flexibilidad y robustez que ha demostrado.

Adicionalmente, la política monetaria tendrá que calibrar los riesgos para la estabilidad de precios, en un escenario de lento crecimiento y elevada incertidumbre, muy dependiente, por otro lado, de las actuaciones que se implementen en otros ámbitos de la política económica.

4.2 LA CONSOLIDACIÓN PRESUPUESTARIA Y LA SOSTENIBILIDAD DE LAS FINANZAS PÚBLICAS

Para restablecer la solidez de las finanzas públicas serán necesarias mejoras sostenidas de los saldos estructurales durante los próximos años

A finales de 2009, el ECOFIN aprobó una hoja de ruta para los procesos de consolidación fiscal de los países de la UE y para la corrección de los déficits excesivos

Los Programas de Estabilidad iniciales revelaban diferencias sustanciales en la estrategia de consolidación fiscal de los países del área

Más concretamente, no se pueden minusvalorar los riesgos de que la tendencia hacia la normalización del sistema financiero todavía en marcha se pueda ver interrumpida por tensiones ocasionales que dificulten atender las mayores demandas de crédito que se originarán cuando se afiance la recuperación de la actividad. Pero, sobre todo, la experiencia reciente en Grecia ilustra la severidad de los problemas que se derivarían de un compromiso insuficiente de los Gobiernos con la necesaria consolidación fiscal.

La política fiscal se enfrenta al reto de implantar planes de consolidación presupuestaria que garanticen unas finanzas públicas saneadas a medio plazo y que generen el margen de maniobra necesario para hacer frente a futuras crisis y a las implicaciones del envejecimiento de la población. Al comienzo de la recuperación, la incertidumbre sobre la capacidad de la economía para sostener el crecimiento, una vez que se retiraran las medidas de estímulo de la demanda y de soporte del crédito, recomendaba modular con prudencia el necesario recorte del gasto o los aumentos impositivos. Pero el reciente episodio de tensión en los mercados de deuda europeos generado por la crisis griega ha puesto de manifiesto una sensibilidad creciente hacia la situación presupuestaria de algunos países que aconseja acelerar el diseño y, en algunos casos, la implementación de planes de consolidación fiscal suficientemente ambiciosos.

El consejo de ministros de la UE tuvo presentes estas consideraciones a la hora de establecer los principios básicos que debería seguir el proceso de consolidación fiscal en los próximos años. En particular, en diciembre de 2009 se acordó que el ajuste debería iniciarse con carácter general en 2011 y que estaría condicionado a la situación de cada país. Asimismo, en el marco de Pacto de Estabilidad y Crecimiento se estableció el año 2013 como plazo límite para la corrección de los déficits excesivos en la mayoría de los casos, salvo para Irlanda y Grecia (2014) y Bélgica e Italia (2012). El ajuste estructural anual que cada país deberá realizar en promedio durante el período de corrección establecido se sitúa entre los 0,5 pp exigidos a Alemania e Italia y los casi 3 pp de Grecia.

A principios del presente año, todos los países de la Eurozona presentaron ante la Comisión Europea sus respectivos Programas de Estabilidad. La evaluación realizada por la Comisión a finales de marzo reconocía el esfuerzo en la respuesta de los Estados miembros, pero expresaba determinadas reservas. En particular, alertaba de que las proyecciones fiscales de la mayoría de los programas estaban basadas en escenarios macroeconómicos relativamente favorables y, al mismo tiempo, pedía un mayor detalle de las medidas concretas que los Gobiernos planean adoptar.

Según estos Programas, en 2010 la política fiscal del área del euro seguirá contribuyendo a sostener la recuperación económica y el déficit podría ascender hasta casi el 7% del PIB, si bien existen diferencias notables en la estrategia de salida fiscal de los distintos países del área. Así, en Alemania las rebajas de impuestos y el resto de las medidas acordadas suponen un estímulo de magnitud similar al realizado en 2009 (2 pp del PIB), y en Francia también se han introducido iniciativas de impulso de la inversión. Por el contrario, Irlanda, Portugal, Grecia y España implementaron a comienzos de año planes de ajuste fiscal que en los tres últimos casos se intensificaron en mayo, en un contexto de enorme inestabilidad generada por la crisis de Grecia. El programa español y su reforzamiento posterior se explican con detalle en el capítulo 5 de este *Informe Anual*.

Grecia, por su parte, y a instancias del requerimiento del Consejo ECOFIN, presentó a principios de marzo medidas presupuestarias adicionales, cuantificadas en un 2% del PIB griego, y el 2 de mayo aprobó un nuevo paquete de ajuste fiscal con el objetivo de reducir el déficit en 5 pp del PIB en 2010, situándolo por debajo del 3% en 2014. Los avances en la ejecución de

Y todavía muchos países tienen pendiente el diseño de su estrategia de consolidación

Los posibles efectos negativos sobre el crecimiento a corto plazo se atenuarán si las medidas son suficientemente ambiciosas y se acompañan de otras reformas estructurales

4.3 OTRAS POLÍTICAS DE REFORMA ESTRUCTURAL

La crisis ha podido tener un impacto negativo importante sobre el crecimiento potencial de las economías de la zona del euro...

... cuya duración e intensidad dependerá de las políticas económicas que se adopten

La mejora del mercado de trabajo mediante la formación de los desempleados, la formación continua y la educación de los jóvenes...

este plan se encuentran sujetos a un seguimiento estricto por parte del FMI y de la CE, con carácter trimestral.

En los años posteriores, en cambio, el ajuste tendrá un carácter más generalizado si se cumplen los compromisos establecidos, que plantean una reducción gradual del déficit en el conjunto de la UEM, hasta situarlo por debajo del 3% en 2013. Pero la mayoría de los países tienen pendiente la tarea ineludible de diseñar cuanto antes medidas ambiciosas y creíbles de consolidación fiscal, que eviten que las crecientes necesidades de financiación presionen al alza los tipos de interés a largo plazo, obstaculizando la recuperación de la inversión y del consumo privado.

La implementación de estos planes podría tener un impacto negativo sobre la demanda agregada de la economía, que se verá atenuado si la mayor disciplina presupuestaria contribuye a reducir las primas de riesgo soberano y los tipos de interés de la deuda pública. En este sentido, la experiencia pasada revela la existencia de algunos episodios donde los efectos de la consolidación fiscal sobre el crecimiento económico fueron limitados (véase recuadro 4.2).

Adicionalmente, en un escenario como el actual, caracterizado por un crecimiento potencial reducido, la implementación de un ajuste estructural sostenido puede resultar más compleja que en episodios pasados. Por ello es importante, en primer lugar, que la consolidación se realice teniendo en cuenta el impacto de las medidas sobre la oferta de la economía (en particular, los posibles desincentivos al empleo y al ahorro que conllevan algunos impuestos y los efectos del gasto público en innovación y en educación). Pero también será esencial acompañar esas medidas de otras reformas complementarias. Entre ellas, la de los sistemas de pensiones y de seguridad social para atenuar las implicaciones de los cambios demográficos sobre las previsiones de gasto. Y, sobre todo, las directamente dirigidas a elevar el crecimiento potencial de la economía y a garantizar la estabilidad financiera del área.

No es impensable que la crisis económica haya reducido la capacidad productiva de la zona del euro. El estrangulamiento de la inversión, la mayor incertidumbre asociada a proyectos arriesgados como la innovación y la pérdida de capital humano ligada a los elevados niveles de desempleo pueden fácilmente derivar en una disminución persistente del nivel del producto potencial. Existen, de hecho, estimaciones que sitúan esa contracción próxima al 4% al cabo de cinco años.

Para reducir la magnitud y la persistencia de este impacto, es preciso introducir iniciativas que fomenten la capacidad de las economías para crear nuevas oportunidades de negocio y garanticen la flexibilidad necesaria para reasignar los recursos hacia esos segmentos de mercado, al tiempo que se eliminan las medidas de soporte de determinados sectores que pueden retrasar el ajuste, distorsionando las condiciones de competencia del mercado único (véase cuadro 4.2). Solo así se logrará que la recuperación alcance un dinamismo autónomo y sostenido cuando desaparezcan los efectos de las políticas transitorias de estímulo.

Hasta el momento, el aumento del paro se concentra especialmente en países que han estado sujetos a una intensa reestructuración sectorial y/o que presentan una elevada segmentación del mercado de trabajo. Pero, incluso en aquellos países donde la destrucción de empleo está siendo más moderada, se aprecia la existencia de colectivos en los que la incidencia de la crisis ha sido muy virulenta, como los trabajadores temporales, los jóvenes y los trabajadores de baja cualificación.

Durante los próximos años, los países europeos deberán llevar a cabo un ajuste muy exigente de sus desequilibrios presupuestarios, que en algunos casos ya ha comenzado. Aunque hay un amplio consenso en torno a los beneficios de la consolidación fiscal a medio y largo plazo, sus efectos en el corto plazo están sometidos a mayor incertidumbre.

La literatura sobre las experiencias de consolidación fiscal pasadas revela la existencia de numerosos episodios donde los efectos sobre el crecimiento de la actividad a corto plazo han sido reducidos o incluso positivos. Los ejemplos más estudiados son los procesos de consolidación llevados a cabo en Dinamarca (1983-1986) y en Irlanda (1987-1989), que vinieron acompañados de una reanimación significativa del crecimiento económico¹.

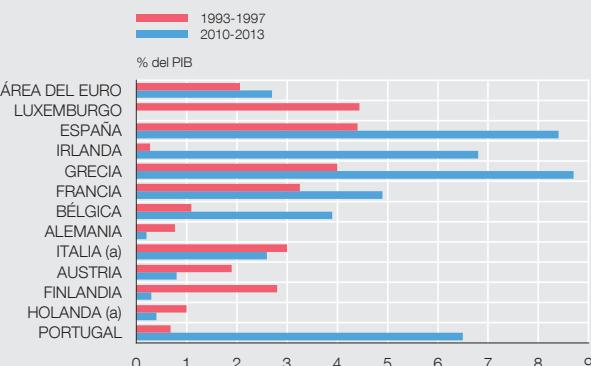
1. Véase Giavazzi y Pagano (1990), *Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries*, NBER Macroeconomic Annual, 5, pp. 75-111.

Otros trabajos sugieren que estos resultados no se circunscriben exclusivamente a las economías pequeñas: por ejemplo, Giudice et ál. (2007) comprueban que aproximadamente la mitad de los procesos de consolidación llevados a cabo por los países de la UE en los últimos treinta años ha venido acompañada de un crecimiento elevado, en comparación con los períodos previo y posterior².

Pero la consolidación nunca había tenido un carácter tan global, ni tan exigente; y, por tanto, resulta cuestionable trasladar esas experiencias a la situación actual. Un episodio próximo es el que registraron los países europeos durante los años 1993-1997, cuando el cumplimiento de los criterios de convergencia exigidos para la en-

2. G. Giudice, A. Turrini y J. in't Veld (2007), «Non Keynesian fiscal adjustments? A close look at expansionary fiscal consolidations in the EU», *Open Economic Review*, 18, pp. 613-630.

ESFUERZO DE CONSOLIDACIÓN FISCAL Reducción del saldo primario ajustado de ciclo



1 IMPACTO DEL CONSUMO PÚBLICO SOBRE EL CONSUMO PRIVADO EN LA ZONA DEL EURO

Ecuación estimada con datos de panel para el período 1982-2008

Variables explicativas	ECUACIÓN 1		ECUACIÓN 2	
	Coef.	t-estad.	Coef.	t-estad.
Constante	0,00	0,4	0,00	0,5
Variación consumo privado en t-1	0,09	2,7	0,09	2,6
Variación PIB	0,73	18,4	0,73	18,4
Variación consumo público (DCP)	0,06	1,8	--	--
Dummy consolidación * DCP	--	--	-0,01	-0,2
Dummy no consolidación * DCP	--	--	0,07	2,0
Observaciones	286		286	

2 LA CONSOLIDACIÓN FISCAL EN EL PERÍODO 1993-1997

	UEM	Alemania	Francia	Italia	España	Grecia	Irlanda	Portugal	Finlandia	Bélgica	Holanda	Austria	Japón	Estados Unidos	Reino Unido
Saldo presupuestario	3,1	0,4	3,1	7,4	3,9	6,0	4,1	4,2	7,0	5,2	1,6	2,4	-1,7	4,1	5,8
Saldo estructural	2,2	0,1	3,2	6,3	3,9	6,2	1,5	4,2	2,8	4,2	0,7	2,2	-1,9	3,4	4,3
Gasto público	-2,8	0,1	-0,8	-6,1	-7,3	-1,5	-8,0	-2,3	-8,5	-3,7	-8,2	-2,7	-1,0	-2,7	-4,5
Consumo público	-0,7	-0,2	-0,2	-1,7	-1,6	3,2	-2,6	0,7	-1,9	0,1	-1,7	-0,5	1,5	-1,7	-2,0
Inversión pública	-0,6	-0,9	-0,6	-0,4	-1,1	0,3	0,3	0,7	0,3	-0,4	-0,3	-1,3	-0,5	0,1	-0,9
Ingresos públicos	0,3	0,5	2,3	1,3	-3,4	4,5	-3,8	1,8	-1,5	1,5	-6,6	-0,4	0,1	1,5	1,3
Impuestos directos	0,2	-0,3	1,3	0,1	-0,1	1,9	-0,9	0,9	2,8	1,3	-3,9	1,0	-1,5	1,8	1,0
Impuestos indirectos	0,5	0,0	1,3	0,5	0,3	0,3	0,4	0,7	-0,2	0,8	0,2	-0,4	0,4	-0,2	0,8
Deuda pública	8,5	13,8	13,0	2,4	8,1	3,5	-30,4	-0,2	-1,5	-12,0	-10,3	3,5	28,6	-4,6	5,2
Crecimiento promedio del PIB	1,7	1,3	1,4	1,4	2,1	1,7	7,6	2,2	3,3	2,0	3,0	1,9	1,4	3,6	3,1
Diferencial respecto al promedio 1980-2009	-0,3	-0,4	-0,4	-0,2	-0,5	-0,2	2,0	-0,4	0,6	-0,1	0,5	-0,2	-0,7	0,6	0,7

FUENTES: Comisión Europea y Banco de España.

a. 2010-2012.

trada en la UEM trajo consigo una consolidación fiscal generalizada y de magnitud muy elevada. En concreto, durante esos años la corrección del saldo primario ajustado de ciclo en los países de la zona del euro fue del 2,2% del PIB (3,1% si se emplea el saldo total). Esta cifra es solo algo inferior a la reducción del déficit primario ajustado de ciclo del 3% del PIB (4% en términos del saldo total) que los países de la UEM deberán afrontar en promedio durante los años 2010-2013, para situar el déficit por debajo del 3% en los plazos acordados en el marco del PEC, tal y como se desprende de los Programas de Estabilidad y Crecimiento presentados a finales de enero de 2010. No obstante, entre ambos períodos existen notables diferencias en términos de nivel de los tipos de interés o grado de holgura en la economía. Tanto entonces como ahora, el esfuerzo de consolidación es muy diferenciado por países (véase gráfico adjunto).

Como se aprecia en el cuadro 2, pese al carácter generalizado e intenso de la consolidación fiscal, en esos años el crecimiento del PIB fue solo ligeramente inferior al observado en el promedio de los años 1980-2009. Incluso en Irlanda, Finlandia y Holanda fue superior al promedio histórico. Sin duda alguna, este resultado refleja la influencia de otros muchos factores, como la mejora en las condiciones de financiación que tuvo lugar en ese período o, en algunos casos, el impacto de las devaluaciones de principios de los noventa. Pero, al menos, las cifras sugieren la ausencia de un impacto negativo notable sobre el crecimiento económico.

La composición de los planes de consolidación en ese período podría haber influido en este resultado, ya que, aunque la evidencia empírica disponible no es unánime, hay diversos trabajos que muestran que la probabilidad de que se produzca esta circunstancia aumenta si la consolidación se basa en el recorte del gasto público primario, tal y como sucede en esos años en casi todos los países, con la excepción de Grecia. También hay evidencia de que estos episodios son más probables cuando vienen precedidos de una crisis fiscal, con elevados niveles de deuda pública.

Para contrastar la magnitud y el signo de los efectos macroeconómicos asociados a los episodios de consolidación fiscal, una estrategia habitual en la literatura consiste en estimar una ecuación para el consumo privado, como la que se presenta en el cuadro 1, en la que, además de las variables habituales de renta interna, se incorporan variables fiscales. A partir de esta, se introducen variables ficticias asociadas a los episodios de consolidación fiscal, que interactúan con las variables fiscales, para contrastar si el impacto de estas últimas sobre el consumo privado varía en los episodios de

consolidación³. La elección del consumo privado se justifica no solo por la importancia de esta variable en el PIB, sino también porque desde un punto de vista teórico los episodios de consolidación fiscal que tienen un impacto reducido sobre el crecimiento económico se basan en la existencia de agentes con expectativas racionales, que anticipan que la mejora actual del saldo presupuestario vendrá acompañada en un futuro de una reducción de impuestos —y de sus efectos distorsionadores— y, en consecuencia, no modifican sus decisiones de consumo ante cambios en las variables fiscales.

En la primera columna se presenta la ecuación estimada para el período 1982-2008. En media del período, la elasticidad de corto plazo del consumo privado es pequeña (alrededor de 0,06) y significativa al 90% de confianza. No obstante, la segunda columna muestra que este parámetro no resulta significativo cuando restringimos su cálculo a episodios de consolidación fiscal. Es decir, el impacto negativo de una disminución del consumo público sobre el consumo privado desaparece en tiempos de consolidación fiscal.

En definitiva, la experiencia de los años 1993-1997 y la evidencia empírica que se presenta en este recuadro apuntan a la existencia de episodios de consolidación fiscal que han podido tener un impacto moderado sobre el crecimiento económico en el corto plazo. Con todo, hay que extremar la cautela a la hora de trasladar las experiencias pasadas a la situación actual, ya que los efectos de la política fiscal dependen de muchos factores, como la situación económica y financiera del país, la composición de los planes y, muy especialmente, el impacto sobre las expectativas de los agentes y sobre las primas de riesgo soberano de los compromisos de consolidación fiscal. De hecho, los costes a corto plazo podrían atenuarse si los ajustes resultan creíbles y contribuyen a reducir las primas de riesgo soberano y los tipos de interés de la deuda pública. Otra cautela de este análisis proviene del hecho de que los episodios de consolidación fiscal que finalmente pueden llevarse a cabo no suelen venir acompañados de contracciones importantes de la actividad, ya que supondría un posible riesgo de abandono de dichos planes.

3. La ecuación se estima con datos de panel (efectos fijos) para los países de la UEM (12) durante el período 1982-2008. Todas las variables se encuentran en logaritmos y en términos per cápita. Se probó también a introducir la tasa de paro y los tipos de interés real, sin que resultaran significativos. También se probó a estimar la ecuación incluyendo la renta de la OCDE, sin que se modificaran las conclusiones que aquí se discuten. Por otra parte, se presentan solo los resultados que se obtienen al estimar la ecuación con el consumo público entre las variables fiscales, ya que los impuestos netos no resultaron significativos.

	2000		ÚLTIMO DATO		ÚLTIMO DATO
	UEM	UEM / EEUU EEUU = 100	UEM	UEM / EEUU EEUU = 100	
PIB PER CÁPITA Y COMPONENTES					
PIB per cápita (1.000 € corrientes en ppc)	21,4	70,2	25,6	69,6	2009
Población 15-64 / Población total	67,2	101,6	66,5	98,9	2009
Tasa de empleo	61,7	83,3	66,3	96,3	2009
Tasa de paro	8,3	207,5	9,4	101,1	2009
Productividad total de los factores	6,9	89,0	6,8	84,4	2009
NIVEL TECNOLÓGICO					
Gasto en I + D / PIB	1,8	67,4	1,9	69,2	2008
Gasto en I + D privado / PIB (UE 15) (a)	1,1	56,4	1,1	57,9	2008
Patentes triádicas por millón de habitantes	36,4	71,7	37,7	71,6	2007
Gasto en TIC per cápita	5,3	80,3	2008
Penetración de banda ancha	0,4	16,9	26,4	98,9	2009
Capital riesgo en las primeras fases de la inversión (UE 15)	0,1	24,8	0,0	45,8	2008
CALIDAD DEL CAPITAL HUMANO					
Gasto público en educación	4,5	77,7	5,0	100,2	2006
Gasto privado en educación	0,6	24,7	0,6	25,0	2006
Población activa con estudios terciarios	21,9	62,9	23,2	38,1	2007
Población activa con estudios secundarios	44,1	85,6	44,4	151,2	2007
Población activa con estudios primarios	33,4	243,5	31,4	330,5	2007
Graduados en ciencia y tecnología (UE 15)	10,0	103,1	12,8	124,3	2006
Aprendizaje continuo	5,4	...	8,4	...	2008
ENTORNO EMPRESARIAL (b)					
Coste de apertura de una empresa (% del PIB)	9,6	1.371,9	5,5	783,7	2010
Tiempo requerido para abrir una empresa (días)	46,3	772,4	15,9	264,3	2010
EFICIENCIA ENERGÉTICA					
Intensidad energética de la economía	174,6	80,6	162,1	85,5	2007
Electricidad generada por fuentes renovables (%) (UE 15)	14,6	...	22,0	...	2010

FUENTES: Eurostat, OCDE, Banco Mundial y Banco de España.

a. La serie gasto en I + D privado comienza en 2002.

b. Las series de entorno empresarial comienzan en 2004.

La formación de los desempleados para facilitar su transición hacia nuevos puestos de trabajo y evitar que el desempleo adquiera carácter estructural resulta, pues, fundamental. La formación continua y la mejora de la educación de los jóvenes permitirían aumentar la capacidad de estos colectivos para responder a las necesidades del mercado de trabajo, evitando que situaciones como la actual acaben reflejándose en un retroceso permanente de sus tasas de participación, con los consiguientes efectos negativos sobre el crecimiento potencial de la economía. Además, resulta oportuno revisar los sistemas de negociación colectiva, para atenuar la resistencia a la baja de los salarios en situaciones recesivas y permitir una mayor adaptación a las condiciones económicas de las empresas.

... la implementación plena de la Directiva de Servicios...

En los mercados de bienes y servicios, la implementación plena de la Directiva de Servicios podría contribuir a generar nuevas oportunidades de negocio y de empleo, al permitir la libertad de establecimiento y la libre prestación de servicios, y la puesta en funcionamiento de las denominadas «ventanillas únicas», para reducir los trámites administrativos de las empresas. La transposición de esta Directiva debería haberse completado a finales de 2009 y, aunque la Comisión Europea aún no ha realizado un diagnóstico completo del grado de transposición,

... el desarrollo
de la innovación...

parece que esta se ha retrasado en algunos Estados miembros. Por otra parte, resulta conveniente profundizar en el progreso alcanzado en los años recientes en lo que se refiere a la reducción de cargas administrativas, que tienen una incidencia comparativamente mayor en las pequeñas y medianas empresas, las más afectadas por la crisis económica, y donde todavía hay un amplio margen de mejora.

... y la reforma del sistema
financiero son elementos
indispensables para lograr una
recuperación firme y sostenida

Otro de los elementos importantes en una estrategia de mejora de la capacidad potencial de la economía consistiría en promover la innovación, muy perjudicada por la elevada sensibilidad que tradicionalmente muestra al ciclo económico, así como por el aumento de los riesgos y la escasez de financiación que han caracterizado la situación reciente. La política de innovación ha estado muy orientada hacia el aumento del gasto público en I + D y hacia la introducción de deducciones y subvenciones para incrementar el gasto privado, y debería seguramente adquirir un carácter más integral, acompañando estas medidas de otras encaminadas a elevar el número de graduados en ciencia y tecnología, mejorar la protección de los derechos de la propiedad intelectual y el acceso a la financiación (a través, por ejemplo, del desarrollo de los fondos de capital riesgo), y fomentar los proyectos de cooperación y cofinanciación entre los sectores público y privado.

El fortalecimiento de la Agenda de Lisboa, que se pretende alcanzar con la Estrategia EU-2020, supone un avance en la dirección adecuada...

Por último, en el sector financiero los retos se centran, por un lado, en asegurar que el proceso de desapalancamiento del sistema bancario discurre por cauces ordenados y, por otro, en impulsar reformas regulatorias, coordinadas internacionalmente, que contribuyan a construir un sistema financiero global más seguro, pero que al mismo tiempo no impidan su desarrollo. En el recuadro 3.2 se revisan los principales desarrollos, a escala internacional, en este ámbito. En Europa se han realizado avances significativos hacia una nueva arquitectura supervisora, basados en las recomendaciones que contenía el denominado «Informe Larosière». En concreto, se han dado pasos importantes para la creación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por sus siglas en inglés), que responde a la necesidad de articular un marco de supervisión de naturaleza macroprudencial, que permita identificar los riesgos para la estabilidad de los sistemas financieros. El ámbito microprudencial, orientado a la supervisión de entidades individuales, se reforzará asimismo con la red de autoridades supervisoras que se aglutan en el Sistema Europeo de Supervisores Financieros (ESFS). La creación de estos organismos y el aumento de los requisitos de capital de las entidades financieras constituyen elementos esenciales para evitar que crisis de esta naturaleza se repitan en un futuro.

... y contempla también la
necesidad de mejorar el marco
institucional de gobernanza
económica europea

La Comisión Europea publicó el 3 de marzo su propuesta de Estrategia Europa 2020, planteada como renovación de la Estrategia de Lisboa, lo que supone el inicio del proceso que debe conducir a su aprobación por parte del Consejo Europeo a mediados de 2010. La Estrategia persigue la consecución de un crecimiento económico basado en el conocimiento y la innovación, eficaz en el uso de los recursos e integrador en términos sociales y territoriales. Para ello, se define un conjunto de objetivos específicos en el horizonte del año 2020, que incluyen un aumento de la ocupación y la inversión en I + D, una reducción de las emisiones de gases contaminantes, un descenso de los porcentajes de abandono escolar y de población sin estudios superiores, así como una disminución del riesgo de pobreza. La Estrategia Europa 2020 debería impulsar, de un modo más decidido que su predecesora, la implementación de las reformas estructurales que necesita Europa.

Una de las novedades de la Estrategia Europa 2020 es su atención al reforzamiento de la gobernanza y los procedimientos de vigilancia multilateral para asegurar que los compromisos se traduzcan en la acción eficaz sobre el terreno. La necesidad de fortalecer el marco institucional europeo —y, en particular, de mejorar la coordinación de las políticas económicas en el área del euro— ha sido, sin duda, una de las lecciones que se han de extraer de la reciente

crisis de la deuda pública griega. De hecho, a mediados de mayo la Comisión Europea presentó una propuesta que plantea reformas en tres áreas clave: el reforzamiento de los procedimientos de vigilancia de la evolución de la competitividad y de los desequilibrios macroeconómicos, estableciendo un marco sistemático para su diagnóstico; la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, para fortalecer su brazo preventivo, otorgar una mayor relevancia a la deuda pública y a los aspectos relacionados con la sostenibilidad de las finanzas públicas, y fortalecer los incentivos y mecanismos que garanticen un cumplimiento más estricto de los compromisos adquiridos; y, finalmente, también se plantea avanzar en el diseño de un mecanismo permanente de resolución de eventuales crisis futuras, en el que, como no podría ser de otro modo, cualquier decisión de apoyo financiero estaría sujeta a un principio de condicionalidad estricta.