

4 EL ÁREA DEL EURO Y LA POLÍTICA MONETARIA COMÚN

1 Crisis de la deuda soberana en la UEM

La crisis de la deuda soberana ha originado una reforma de alcance del marco institucional y una profunda revisión de las prioridades de política económica

La crisis tiene su origen en la acumulación de importantes desequilibrios en algunos Estados miembros...

... pero evidenció también deficiencias en el diseño y en el funcionamiento de los mecanismos de coordinación de políticas, de prevención y de resolución de crisis en la UE y en la UEM

Los diferenciales soberanos se elevaron con distinta intensidad...

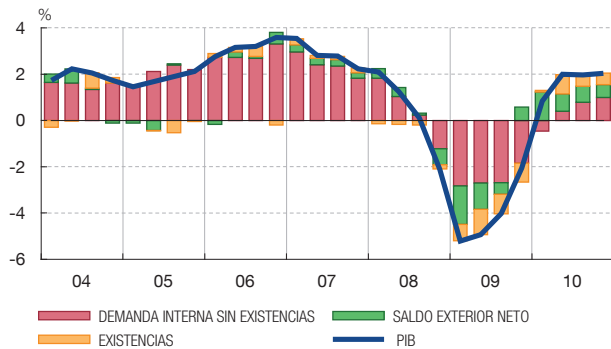
La recuperación económica prosiguió a lo largo del año pasado y la parte transcurrida de 2011, apoyada en la fortaleza de la economía mundial, el tono expansivo de la política monetaria y el estímulo procedente de la política fiscal en la primera parte del año (véase gráfico 4.1). No obstante, la UEM se enfrentó en 2010 a una severa crisis de deuda soberana, que afectó a varios de los países miembros y que ha supuesto una seria amenaza para la estabilidad del área. La gravedad de la situación ha hecho necesaria una sustancial reforma del marco institucional que sustenta la UEM, especialmente dirigida a los mecanismos de coordinación y de supervisión de las políticas económicas. Se ha realizado igualmente el papel de las políticas estructurales para conseguir mayor eficiencia en el uso de los factores productivos de las economías y restaurar una senda de crecimiento económico sostenido, lo que es imperioso en aquellos países que tienen que reabsorber los desequilibrios acumulados con anterioridad.

Las dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas en varios países miembros de la UEM, que están en el origen de la crisis de deuda soberana, fueron fruto de la confluencia de diversos factores. Las cuentas de las Administraciones Públicas sufrieron un notable deterioro como consecuencia de la actuación durante la crisis de los estabilizadores automáticos y el despliegue de medidas discrecionales de estímulo y, en algunos países, por la pérdida de los ingresos extraordinarios asociados al *boom* inmobiliario y la movilización de recursos públicos para estabilizar el sector bancario. Además, en algunos casos se partía ya de niveles muy altos de deuda pública, situación que se veía agravada por la existencia de pasivos contingentes elevados provenientes del previsible impacto que el progresivo envejecimiento de la población tiene sobre el sistema público de pensiones y, en varios países, por la incertidumbre acerca del retorno de los fondos invertidos en los procesos de reestructuración bancaria. Pero, al margen de estos desarrollos puramente fiscales, las perspectivas de crecimiento de algunas economías del área eran poco halagüeñas, debido a la acumulación de desequilibrios macroeconómicos en la década anterior, que se materializaron en elevados niveles de endeudamiento privado, pérdidas de competitividad sustanciales y elementos de fragilidad en los sistemas bancarios.

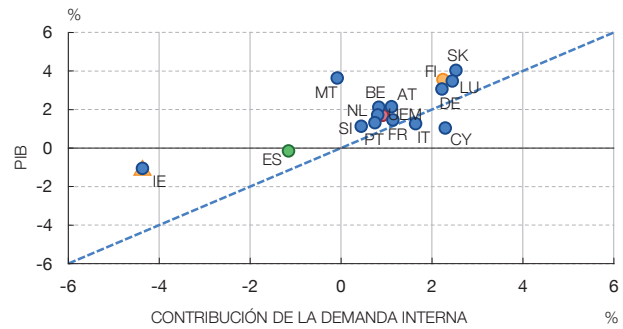
La crisis puso también de manifiesto fragilidades fundamentales en los instrumentos de coordinación y supervisión macroeconómica de la UEM, que se revelaron insuficientes para promover el grado necesario de disciplina y prestar la atención debida a los desequilibrios macrofinancieros que se gestaban en algunas economías y que habrían requerido actuaciones correctivas de política económica. Asimismo, se evidenció que las autoridades de la zona del euro no disponían de mecanismos formales de gestión y resolución coordinadas de crisis, lo que obligó a que se diseñara e instrumentara de forma apresurada la asistencia financiera que se requería. Ambos elementos adquieren una mayor relevancia en un contexto en el que, como la crisis actual ha demostrado, se han elevado sustancialmente la velocidad y la intensidad con que se propagan las perturbaciones entre los países del área: la drástica revaluación del riesgo soberano de un Estado se transformó rápidamente en un aumento de la percepción de vulnerabilidad de la banca, en un cambio en la valoración de la situación económica en otros países y en una crisis de confianza generalizada sobre la UEM.

La calificación crediticia de la deuda pública fue rebajada de manera general en los países más afectados y los diferenciales soberanos se elevaron súbitamente, si bien con distinta intensidad en función de la situación y las perspectivas fiscales y económicas de

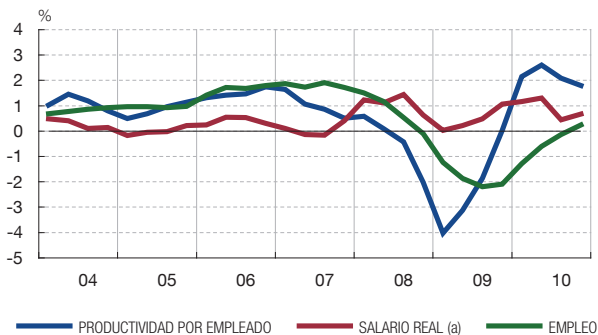
TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE SUS COMPONENTES



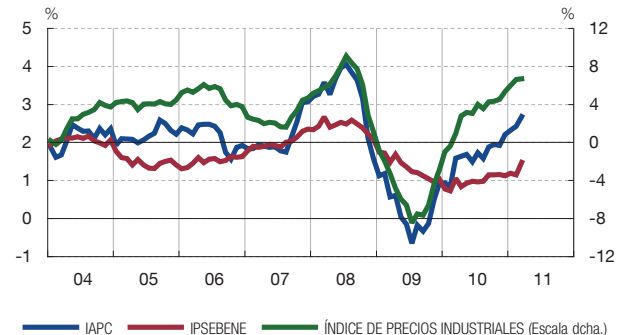
CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIÓN DE LA DEMANDA INTERNA EN 2010



SALARIO REAL Y PRODUCTIVIDAD
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO E INDUSTRIALES
Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

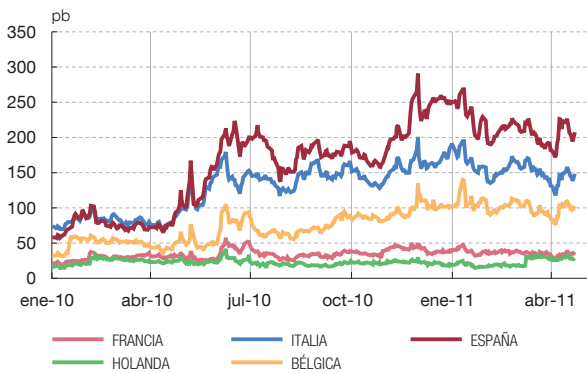
a Diferencia entre la variación de la remuneración por asalariado y el deflactor del PIB.

los países (véase gráfico 4.2). En el caso de la deuda pública griega, la rebaja de su calificación fue hasta grado especulativo y su diferencial con el *Bund* alemán sobrepasó los 1.200 puntos básicos (pb), a pesar de la ayuda financiera recibida en mayo. En Irlanda y en Portugal los tipos alcanzaron los 700 pb y los 600 pb, respectivamente, por encima de la referencia alemana. El deterioro en las primas de riesgo soberanas en España, Italia y Bélgica fue más acotado, pero significativo en algunos momentos, sobre todo en el primer caso.

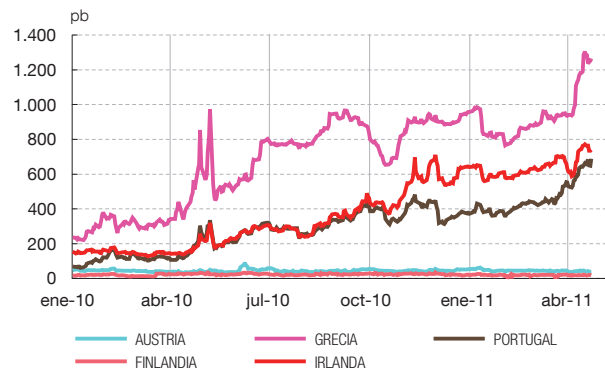
... y las tensiones se dejaron sentir en otros mercados financieros

Las tensiones afectaron también a otras variables financieras, en algunos casos de manera muy desigual por sectores y países. El tipo de cambio del euro se depreció más de un 10 % en términos efectivos nominales desde octubre de 2009 hasta finales de 2010, dentro de un contexto de alta volatilidad. El índice EUROSTOXX 50 se redujo un 6 % en el año y, salvo el DAX alemán, que se revalorizó más de un 16 %, las principales bolsas europeas experimentaron descensos intensos, particularmente en el sector financiero y en los países más golpeados por la crisis (véase gráfico 4.3). Además, la caída en el precio de los bonos públicos expuso al sector bancario de la UEM a pérdidas en sus carteras de activos para la venta, al tiempo que la mayor fragilidad percibida del sector público debilitaba la garantía explícita o implícita que este puede proporcionar al sistema financiero. Las entidades de los países más afectados vieron limitado el acceso a los mercados de financiación mayorista y afrontaron serios problemas de liquidez, teniendo que recurrir a los fondos del Eurosistema y, en casos

BONOS A DIEZ AÑOS



BONOS A DIEZ AÑOS



FUENTE: Eurostat.

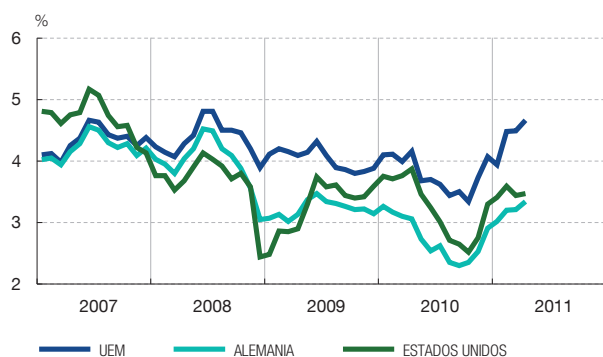
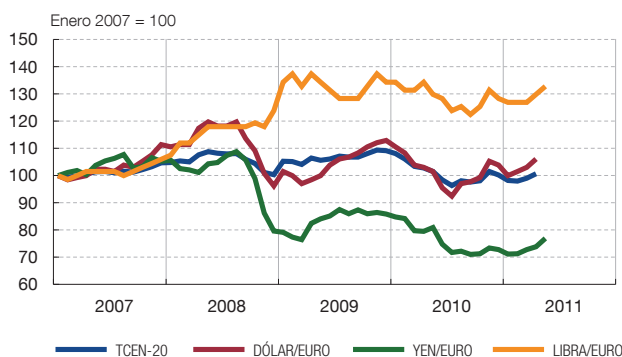
extremos, a la provisión urgente de liquidez del correspondiente banco central nacional. En cambio, las sociedades no financieras y, sobre todo, los hogares se vieron comparativamente menos afectados por estas tensiones, ya que apenas se trasladaron a la disponibilidad y coste de la financiación bancaria, aunque existió cierta heterogeneidad por países. En un contexto de notable debilidad de la demanda, la evolución del crédito siguió un patrón cíclico similar al observado históricamente.

La respuesta institucional de la UEM tuvo inicialmente un efecto disuasorio sobre las tensiones...

Tras la detección de graves deficiencias en la información estadística sobre las cuentas públicas y varios meses de vacilaciones y reticencias, Grecia solicitó, finalmente, asistencia financiera en mayo. La ayuda ascendió a 110 mm de euros, mediante un programa de préstamos bilaterales de los países de la UEM —de 80 mm de euros— y del FMI, sujeto a una estricta condicionalidad. Además, para reducir los riesgos de contagio se diseñó un nuevo dispositivo de asistencia financiera que, con unas condiciones asimilables a las del programa griego, estaría disponible hasta mediados de 2013 para cualquier miembro de la UEM que lo necesitase. Este dispositivo estaba integrado por el nuevo Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF), instrumento de la UE que podría movilizar hasta 60 mm de euros; por la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), con capacidad para otorgar préstamos con un aval máximo de 440 mm de euros de los Estados miembros de la zona del euro, y por la financiación del FMI hasta un 50 % de la cantidad dispuesta de la FEEF y del MEEF. El establecimiento de estos instrumentos, junto con el inicio de los trabajos para la mejora de la gobernanza europea, la publicación de pruebas de resistencia de la banca y el adelanto y refuerzo de los planes de consolidación fiscal con el firme compromiso de introducir reformas estructurales en algunos Estados miembros del área, aliviaron las tensiones durante el verano.

... pero el agravamiento de la situación del sector bancario y de las finanzas públicas irlandesas, y las dificultades para acordar un programa interno de ajuste económico en Portugal, ya en 2011, requirieron la activación de los nuevos mecanismos de ayuda

Sin embargo, la situación cambió cuando en Irlanda el deterioro patrimonial de la banca nacional desencadenó un nuevo episodio de tensiones. La sobredimensión de este sector en relación con el tamaño de la economía, la concentración de riesgo inmobiliario y la dependencia de la financiación mayorista hicieron que fuera extremadamente vulnerable a la crisis financiera internacional desde 2008, a la intensa recesión económica del país y al ajuste de su sector inmobiliario. Las circunstancias obligaron a activar los mecanismos de ayuda financiera a finales de noviembre, con un programa de asistencia por valor de 85 mm de euros, incluyendo los fondos que aportarían el propio Estado irlandés y los préstamos bilaterales de Reino Unido, Suecia y Dinamarca.

ÍNDICES BURSÁTILES
Fin de períodoDIFERENCIAL DE LOS BONOS CORPORATIVOS
Asset swap spread. Media mensualRENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS
Media mensualTIPOS DE CAMBIO DEL EURO
Fin de período

FUENTES: Banco Central Europeo y JP Morgan.

Más tarde, en abril de este año, Portugal también solicitó asistencia financiera a las instituciones europeas y al FMI. La parálisis institucional que protagonizó esta economía tras la dimisión de su Gobierno, al ser rechazado en el parlamento un nuevo plan de ajuste fiscal, atrajo hacia ella el foco de las tensiones. Previamente ya se habían puesto de relieve sus problemas para alcanzar los objetivos de consolidación fiscal, en un contexto en el que los desequilibrios competitivos acumulados durante los últimos años y el elevado endeudamiento de las empresas y de las familias dificultaban la consecución de un ritmo de crecimiento sostenido. El programa de asistencia aprobado en mayo asciende a 78 mm de euros, que se distribuirán a partes iguales entre la FEEF, el MEEF y el FMI, y, al igual que los anteriores, está sujeto a una estricta condicionalidad, con medidas de reforma estructural relativamente ambiciosas.

En marzo de 2011 se adoptaron cambios sustanciales en el marco institucional de la UEM, pero el área sigue enfrentada al mayor reto de su historia

Los episodios recurrentes de inestabilidad durante los primeros meses de 2011 se vieron alimentados también por la falta de determinación de los Gobiernos para clarificar algunos detalles de los mecanismos de asistencia presentes y futuros. En ese contexto, el Consejo Europeo sancionó en marzo las reformas legislativas en marcha para reforzar los mecanismos de coordinación y supervisión mutua de las políticas económicas nacionales y adoptó medidas significativas para avanzar en el diseño del futuro Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), que comenzará a funcionar en julio de 2013. Asimismo, para reforzar el compromiso de los Gobiernos a la hora de instaurar políticas más favorecedoras del crecimiento y más coherentes con el entorno de integración financiera que se ha alcanzado en el

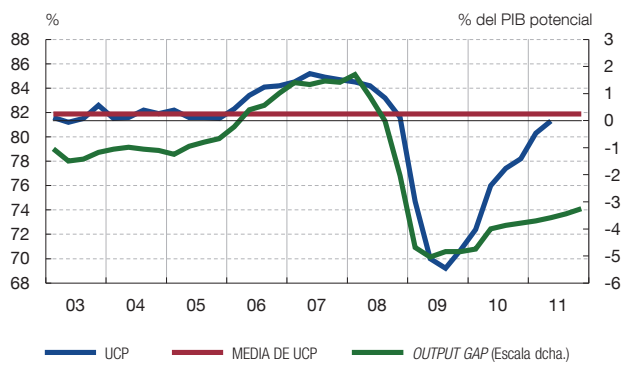
	2008	2009	2010	2010			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
DEMANDA Y PRODUCTO (variación intertrimestral):							
Producto interior bruto	0,3	-4,1	1,7	0,4	1,0	0,4	0,3
Consumo privado	0,4	-1,1	0,8	0,3	0,2	0,2	0,4
Consumo público	2,3	2,5	0,7	-0,1	0,2	0,4	0,1
Formación bruta de capital fijo	-1,0	-11,2	-1,0	-0,2	2,1	-0,2	-0,5
Inversión privada no residencial	0,3	-14,9	0,7	0,7	2,5	0,4	0,8
Inversión residencial	-5,3	-10,7	-3,6	-0,6	0,7	-0,3	-0,2
Inversión pública	1,6	5,1	-3,4	-3,8	-0,1	-0,4	-1,5
Exportaciones	0,7	-13,1	10,9	3,0	4,5	2,1	1,5
Importaciones	0,6	-11,7	9,0	3,6	4,2	1,5	1,0
Contribuciones al crecimiento del PIB en puntos porcentuales:							
Demanda interna	0,5	-2,5	0,4	0,1	0,5	0,1	0,1
Variación de existencias	-0,2	-0,9	0,5	0,4	0,3	0,0	-0,1
Demanda externa	0,0	-0,7	0,8	-0,1	0,2	0,3	0,4
PRECIOS Y COSTES (variación interanual):							
Precios de consumo (media anual)	3,3	0,3	1,6	1,1	1,6	1,7	2,0
Deflactor del PIB	2,1	1,0	0,8	0,5	0,8	1,1	1,0
Costes laborales unitarios	3,7	3,8	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,2
Remuneración por asalariado	3,2	1,4	1,7	1,6	2,1	1,5	1,6
Productividad del trabajo	-0,4	-2,3	2,2	2,2	2,6	2,1	1,8
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (% del PIB):							
Gastos totales	46,9	50,8	50,4				
Gastos corrientes	43,1	46,6	46,4				
Inversión pública	2,6	2,8	2,7				
Ingresos totales	44,8	44,5	44,4				
Déficit (-) / superávit (+) primario	1,0	-3,5	-3,2				
Déficit (-) / superávit (+)	-2,0	-6,3	-6,0				
Deuda pública	69,9	79,3	85,1				
MERCADO DE TRABAJO:							
Empleo total (variación intertrimestral)	0,8	-1,8	-0,4	0,0	0,1	0,0	0,2
Paro (% de población activa)	7,7	9,5	10,1	10,0	10,1	10,1	10,0
BALANZA DE PAGOS (% del PIB)							
Cuenta corriente	-1,4	-0,3	-0,4	-0,8	-0,8	-0,3	0,2
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO:							
Hogares (% de la RBD)	95,6	97,4	98,7	97,3	98,4	98,4	98,7
Sociedades no financieras (% del EBE)	494,4	555,5	538,1	554,3	549,4	545,8	538,1

FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea y OCDE.

seno de la UEM, los Jefes de Estado y de Gobierno de la UEM decidieron establecer el Pacto del Euro Plus. De este modo, quedaba prácticamente configurado el nuevo marco de gobernanza reforzado, que, a medio plazo, reducirá la probabilidad de que se repitan situaciones como la actual y dota al área de las herramientas necesarias para, en caso de que ocurran, gestionarlas eficazmente.

No obstante, a más corto plazo, los diferenciales de riesgo soberano han seguido estando sujetos a fuertes vaivenes, reflejo de las complejidades que plantea la situación en Irlanda, en Portugal y, fundamentalmente, en Grecia. Las dificultades que se han revelado para cumplir

UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD PRODUCTIVA Y OUTPUT GAP



TASA DE PARO Y NAIRU



FUENTES: Comisión Europea y OCDE.

con los calendarios previstos en su programa están enfrentando al área a un reto sin precedentes en su corta historia, que requiere un esfuerzo importante para alejar del debate la posibilidad de escenarios traumáticos imprevisibles para el proyecto común europeo.

2 Evolución macroeconómica: consolidación de la recuperación

En 2010 se afianzó la recuperación en el área del euro, apoyada en el comercio exterior y en el cambio de ciclo de la variación de existencias...

A lo largo de 2010 continuó en el área del euro la recuperación de la actividad económica iniciada a mediados del año anterior, de modo que el PIB creció un 1,7 %, tras el retroceso del 4,1 % en 2009. Como se observa en el cuadro 4.1, las exportaciones de bienes y servicios avanzaron notablemente, tras el desplome registrado el año anterior, gracias al impulso del comercio mundial, mientras que el incremento fue algo más contenido en el caso de las importaciones, en línea con su menor retroceso en la etapa recesiva. Por ello, la contribución de la demanda exterior neta fue muy positiva, la mayor desde el inicio de la UEM. La aportación de la variación de existencias fue también elevada en términos históricos.

... mientras que la demanda interna mostró un crecimiento más tenue

La demanda interna se recuperó también, aunque de forma más débil. Entre sus componentes, destaca por su importancia relativa el consumo privado, que aumentó a pesar de la reducción experimentada por la renta disponible, impulsado por el avance de la riqueza financiera y no financiera y por la mejora de las expectativas sobre la situación económica. La consolidación fiscal en los países del área se tradujo en una notable desaceleración del consumo público y en una fuerte caída de la inversión pública. Por último, se registró un repunte de la inversión de las empresas, favorecida por la expansión de la demanda final, mientras que la inversión residencial cayó por tercer año consecutivo, ya que todavía no ha concluido el ajuste del sector inmobiliario en algunos países del área.

El empleo se estabilizó

Aunque en el conjunto de 2010 el empleo en la UEM registró un ligero retroceso, su evolución a lo largo del año mostró una tendencia a estabilizarse a medida que las horas trabajadas fueron recuperando los niveles previos a la crisis (véanse gráficos 4.1 y 4.4, y recuadro 4.1). No obstante, la tasa de paro volvió a incrementarse, con una concentración del desempleo entre los jóvenes y los parados de larga duración, lo que implica una pérdida de capital humano.

Las divergencias en la evolución de la actividad entre los países del área han sido muy marcadas

Por países, se registraron diferencias significativas en la evolución de la actividad, con un incremento vigoroso del PIB en Alemania y caídas significativas en Grecia y en Irlanda, como consecuencia del desplome generalizado de los componentes de su demanda interna, asociado, en gran medida, a los bajos niveles de confianza y a la aplicación

Durante la reciente crisis económica y financiera, la destrucción de empleo en el conjunto de la UEM ha sido, en relación con la caída de la actividad observada, menor que en el pasado (véase cuadro adjunto). Sin embargo, esta evolución agregada esconde comportamientos muy heterogéneos. En Austria, Bélgica y Alemania, a pesar de la contracción sufrida en la actividad, los retrocesos del empleo han sido muy limitados o incluso nulos, en contraste —sobre todo, en Alemania— con la experiencia de la crisis de comienzos de los noventa. En el extremo opuesto, España e Irlanda destacan no solo por la sobre-reacción que ha registrado el empleo a la caída de la actividad, con retrocesos del número de trabajadores superiores al 8 %, sino también por la mayor duración del período de destrucción de empleo (véase gráfico 3).

La heterogeneidad que ha mostrado la respuesta del empleo a la caída de la actividad parece responder a una combinación de tres factores¹: el carácter idiosincrásico que ha tenido la recesión en algunos países, más allá de la perturbación financiera global; la propia estructura de los mercados laborales nacionales, y las distintas respuestas de política económica que han implementado los Gobiernos.

En España y en Irlanda la contracción de la actividad ha venido acompañada de una perturbación específica del sector inmobiliario. Así, en Irlanda, el retroceso del sector de la construcción habría explicado directamente la mitad de la destrucción de empleo (véase gráfico 1), con una disminución, a lo largo del período de crisis, de más de 4 pp en el peso que este sector tiene en la fuerza laboral del país. Por su parte, en España, el 40 % de los puestos de trabajo que se han destruido se desempeñaban en la construcción², cuando este sector representaba un 12 % del empleo total de la economía al comienzo de la crisis.

El marco legislativo del mercado de trabajo de cada país también ha desempeñado un papel relevante a la hora de limitar o potenciar la magnitud de la contracción del empleo³. En línea con la literatura económica, aquellos países con mayor estabilidad en los contratos, asociada a mayores costes de despido, así como con unos sistemas de negociación colectiva más flexibles, han registrado una evolución más contenida de la destrucción de empleo. Este efecto positivo del marco institucional sobre los incentivos a mantener empleo ha sido especialmente relevante en aquellos

países con mayor demanda de fuerza laboral cualificada y en los que, por tanto, los costes potenciales para la empresa de despedir trabajadores son mayores. Este ha sido el caso de Alemania y de Austria, donde, a pesar de que en las nuevas generaciones que se incorporan al mercado laboral la proporción de trabajadores cualificados es cada vez mayor, la inversión de la pirámide poblacional hace que, en términos absolutos, estos no sean suficientes para reemplazar a los salientes (véase gráfico 2, donde la cualificación se aproxima por nivel de educación).

Finalmente, todos los Gobiernos de la zona del euro han llevado a cabo nuevas medidas de política económica, o han reforzado las existentes, con un doble fin. Por un lado, el de estimular la demanda de empleo, ya sea a través de políticas específicas de empleo —programas de reducción de horas trabajadas, reducción de las cotizaciones sociales—, o a través de los programas de estímulo fiscal —reducción de impuestos directos, creación de empleo público, ayudas a determinados sectores, como el del automóvil—. Por otro lado, el de mitigar los efectos adversos de las situaciones de desempleo —programas de formación, refuerzo de las agencias de búsqueda de empleo, aumento de los subsidios de desempleo—. Sin embargo, la coyuntura y el marco estructural de cada país han propiciado que determinados Gobiernos hayan recurrido más intensamente a uno o a otro tipo de medidas. Así, países como Alemania, Bélgica o Italia han reforzado en mayor medida sus programas de sostenimiento del empleo mediante la reducción de la jornada, lo que se ha reflejado en la contracción sufrida en las horas trabajadas por empleado —hasta el 4 % en Alemania y el 2 % en Italia y Bélgica—. Por su parte, en países con perturbaciones más específicas, el esfuerzo gubernamental se ha dirigido hacia el complemento de rentas a los desempleados, la actualización de la formación de los desempleados o el fomento de nuevas actividades.

En definitiva, la heterogeneidad de la respuesta en términos de empleo que han mostrado los distintos países de la UEM ante la reciente contracción de la actividad ha puesto de manifiesto la importancia que tiene, dentro de una unión monetaria, un mercado de trabajo institucionalmente flexible. Encaminarse hacia modelos de negociación salarial que permitan un ajuste flexible ante cambios en la situación coyuntural de las empresas, modelos de contratación que fomenten la inversión en el capital humano de los trabajadores, y sistemas educativos que potencien la adaptabilidad y movilidad de los futuros trabajadores se ha convertido en una pieza clave, no solo para amortiguar los efectos negativos de una recesión, sino también para impulsar la recuperación de la actividad. En este sentido, aquellos países que mejor resistieron la recesión en términos de empleo —Alemania, Austria, Bélgica y Francia— son los que ya han empezado a registrar los primeros signos de creación de empleo en el año 2010 (véase gráfico 3).

1 Véase *OECD Employment Outlook 2010*.

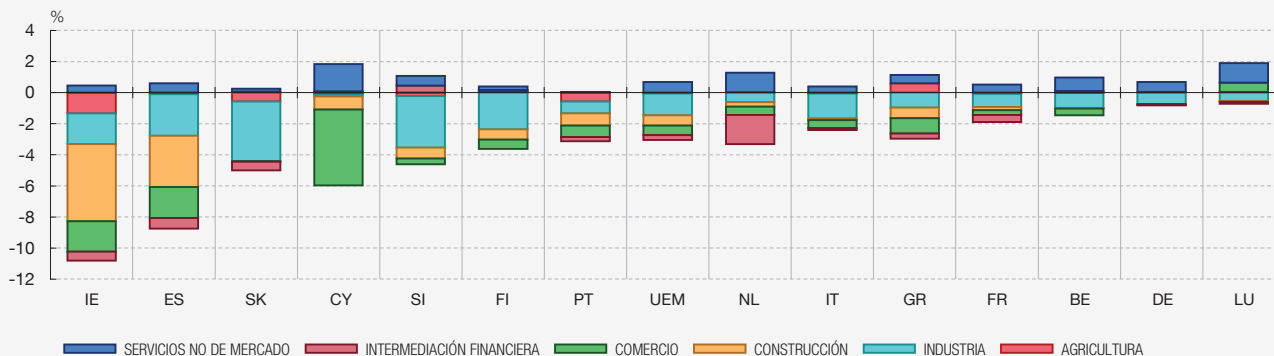
2 En el *Boletín Económico* de diciembre de 2010 se estima que la contracción de la inversión en vivienda explicaría el 60 % del empleo destruido durante la crisis en España, si se tienen también en cuenta los efectos arrastre sobre el resto de sectores de la economía.

3 Véanse capítulo 3 del *IMF World Economic Outlook April 2010* y el *Final Report of the Wage Dynamics Network* del BCE (diciembre de 2009).

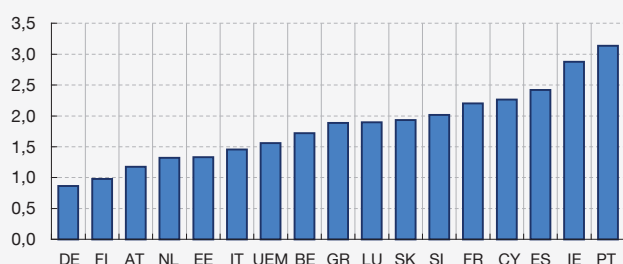
VARIACIÓN Y ELASTICIDAD DEL EMPLEO

	Variación del empleo (%) (d)		Elasticidad del empleo al PIB (b)	
	Crisis III TR 2008 - I TR 2010		Crisis I TR 1992 - II TR 1993	Crisis I TR 2008 - II TR 2009
Irlanda	-10,3		0,5	1,0
España	-8,1		1,8	1,7
Finlandia	-3,2		2,8	0,3
Portugal	-3,1		0,8	0,6
UEM	-2,4		1,0	0,3
Holanda	-2,0		1,1	0,1
Italia	-2,0		1,0	0,2
Grecia (a)	-1,8		n.d.	0,2
Francia	-1,4		0,5	0,1
Austria (a)	-1,0		n.d.	0,3
Bélgica	-0,5		0,5	-0,1
Alemania	-0,1		1,0	0,0

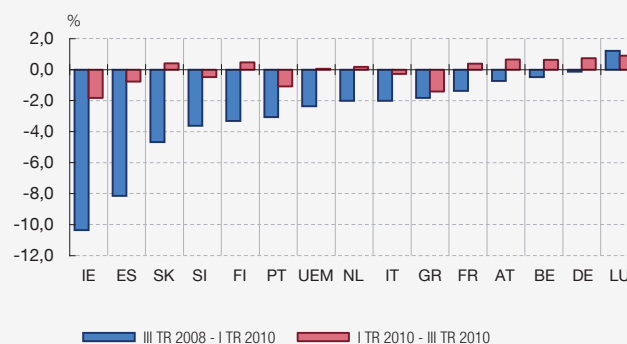
1 CONTRIBUCIÓN SECTORIAL A LA DESTRUCCIÓN DE EMPLEO. III TR 2008 - I TR 2010 (c)



2 POBLACIÓN ACTIVA CON ESTUDIOS UNIVERSITARIOS EN 2010. RATIO ENTRE EL TAMAÑO DE LA COHORTE 25-34 AÑOS Y LA COHORTE 50-59 AÑOS (c)



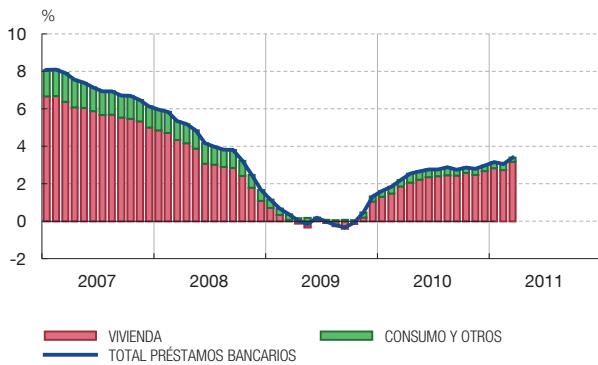
3 DESTRUCCIÓN Y CREACIÓN DE EMPLEO EN LA UEM POR PAÍSES (d)



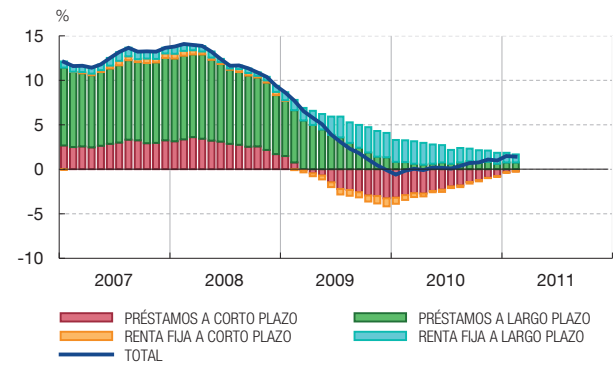
FUENTES: OCDE y Eurostat.

- a Los datos para Austria y Grecia proceden de Eurostat y solo están disponibles hasta el cuarto trimestre de 2009.
- b Las etapas contractivas están definidas como el período entre el último trimestre de crecimiento intertrimestral positivo de la actividad en el conjunto de la UEM y el último trimestre de descenso intertrimestral.
- c Un valor de la ratio inferior a 1 significa que la población activa con estudios universitarios de entre 50 y 59 años de edad es más numerosa que el grupo homólogo de entre 25 y 34 años. Este es el caso de Alemania y de Finlandia. En el extremo opuesto estaría Portugal, donde la población activa con estudios universitarios de entre 25 y 34 años triplica al grupo homólogo de entre 50 y 59 años de edad.
- d La variación del empleo se ha computado desde el último trimestre de crecimiento intertrimestral positivo del empleo en el conjunto de la UEM y el último trimestre de descenso intertrimestral.

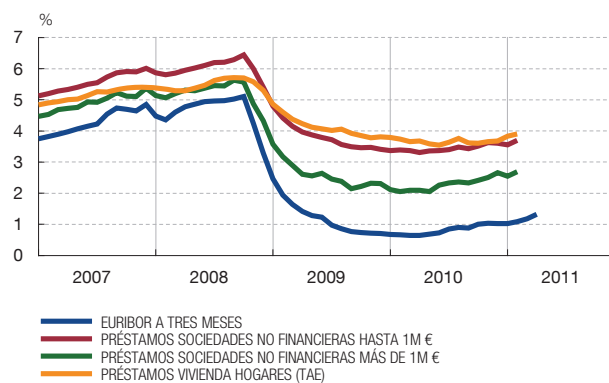
FINANCIACIÓN A HOGARES
Crecimiento interanual y contribuciones



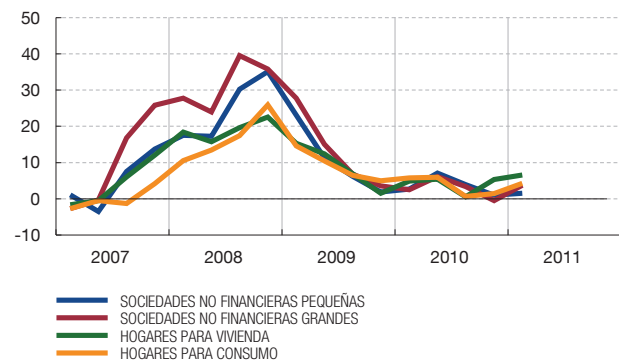
FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Crecimiento interanual y contribuciones



TIPOS DE INTERÉS BANCARIOS



ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS
Endurecimiento de las condiciones de oferta (a)



FUENTE: Banco Central Europeo.

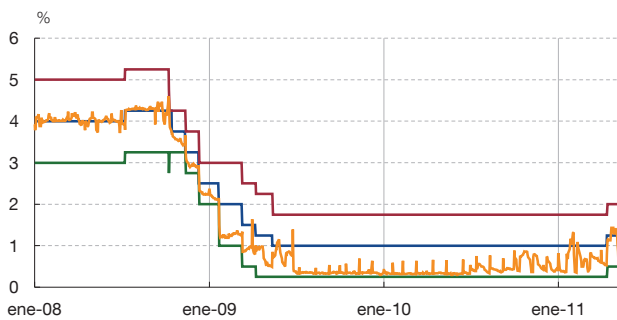
a Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido considerablemente los criterios $\times 1$ + porcentaje de entidades que han endurecido en cierta medida los criterios $\times 1/2$ - porcentaje de entidades que han relajado en cierta medida los criterios $\times 1/2$ - porcentaje de entidades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

de políticas fiscales muy restrictivas necesarias para restaurar la sostenibilidad fiscal y la confianza de los mercados. El mayor dinamismo de la economía alemana se basó, en parte, en la expansión de las exportaciones, propiciada por el robusto crecimiento de la economía mundial, pero también por los procesos de reestructuración empresarial y reformas estructurales acometidos en la última década, que se han traducido en mejoras de su competitividad. Además, su demanda interna mostró una recuperación comparativamente intensa, debido al dinamismo de la inversión en equipo, impulsada por las ventas al exterior, y del consumo público, ya que sus necesidades de ajuste fiscal fueron menores.

La inflación repuntó, afectada por el rebrote de los precios de las materias primas

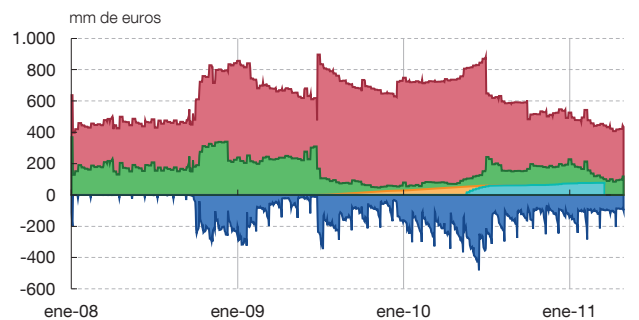
Desde el inicio de 2010, la evolución del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) estuvo condicionada por el fuerte repunte de sus componentes energético y alimenticio, ligado al progresivo aumento de las cotizaciones de las materias primas. Esa tendencia se intensificó a partir de finales de año, como consecuencia del repunte del precio del petróleo originado por los episodios de inestabilidad política en algunos países productores de crudo, de modo que la inflación alcanzó el 2,8% en abril de 2011, desde el 1% registrado en enero de 2010 (véase gráfico 4.1). La tasa de variación interanual de los precios de los componentes más estables del IAPC —servicios y bienes industriales no energéticos— se mantuvo en niveles reducidos, que se explican por la persistencia de un elevado grado de holgura económica en el área y la moderación salarial, que han compensado los incrementos de

TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y EONIA



— OPERACIONES PRINCIPALES DE FINANCIACIÓN — FACILIDAD DE CRÉDITO
 — FACILIDAD DE DEPÓSITO — EONIA

OFERTA DE LIQUIDEZ DEL EUROSISTEMA Y PROGRAMAS DE COMPRAS DE VALORES



— FACILIDAD DE DEPÓSITO — OPERACIONES A LARGO PLAZO
 — OPERACIONES PRINCIPALES — COMPRAS DE COVERED BONDS
 — PROGRAMA PARA EL MERCADO DE VALORES

FUENTE: Banco Central Europeo.

la imposición indirecta y la recuperación de los márgenes empresariales, tras su fuerte caída durante el período recesivo.

Los préstamos al sector privado se expandieron de manera contenida

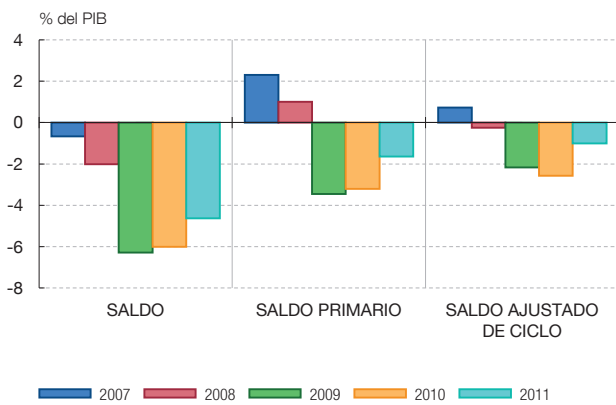
En este contexto, y con cierta heterogeneidad por países, los préstamos tanto a hogares como a empresas no financieras mostraron una suave tendencia de recuperación, que ha proseguido en el presente año, mientras que los criterios de oferta para la aprobación de préstamos mantuvieron el tono restrictivo acumulado en el pasado (véase gráfico 4.5). Este incremento de la financiación, junto con la atonía en las rentas de estos sectores, provocó que la ratio de endeudamiento de los hogares se elevara ligeramente, mientras que la de las empresas experimentó una leve corrección a la baja (véase cuadro 4.1).

3 El papel de las políticas económicas de demanda: reacción y limitaciones

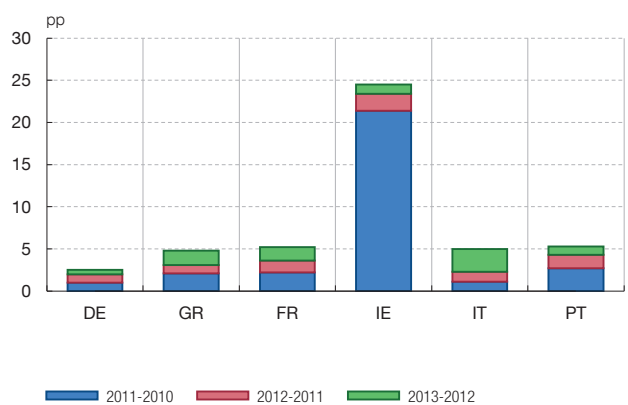
La capacidad expansiva de las políticas de demanda se fue desvaneciendo. La política monetaria mantuvo el tono expansivo y un conjunto amplio de medidas no convencionales

A lo largo de 2010 se puso de manifiesto que las políticas expansivas de demanda desplegadas en toda su intensidad para combatir la crisis financiera en el período anterior habían alcanzado sus límites de actuación. La política monetaria prolongó su orientación expansiva, en un contexto de ausencia de presiones inflacionistas a medio plazo y de crecimiento lento. El Consejo de Gobierno del BCE mantuvo el tipo de interés oficial en el 1% hasta su reunión del 7 de abril, en la que decidió elevarlo 25 pb (véase gráfico 4.6). Por otra parte, la situación en los mercados hizo que el Eurosistema fuera extendiendo la vigencia de las subastas de liquidez con adjudicación plena de las cantidades demandadas. Los préstamos extraordinarios a seis y a doce meses introducidos en los momentos de mayor tensión en los mercados financieros fueron venciendo sin que se generaran fricciones, dando lugar a una reducción de la liquidez bruta. Asimismo, el programa de adquisición de *covered bonds* (cédulas hipotecarias en el mercado español) culminó en junio tras la compra escalonada de 60 mm de euros. Esta medida había sido establecida en 2009 para paliar las distorsiones que la crisis ocasionó en este segmento del mercado y evitar, así, una repercusión sobre el flujo y los tipos de interés del crédito otorgado por los bancos. En esta misma línea, las fuertes tensiones en algunos mercados de deuda pública y su impacto negativo sobre el mecanismo de transmisión llevaron a poner en marcha en mayo de 2010 el Programa para el Mercado de Valores, concentrado en la compra esterilizada de bonos públicos en los mercados secundarios de los países más afectados. En los primeros meses de vigencia del programa, las adquisiciones ascendieron a 60 mm de euros. Más adelante, las compras

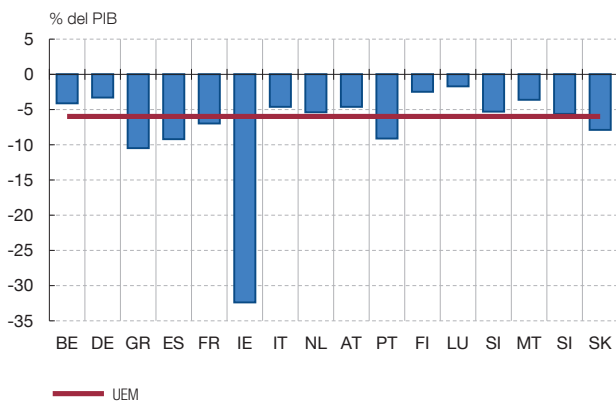
SALDOS PRESUPUESTARIOS (a)



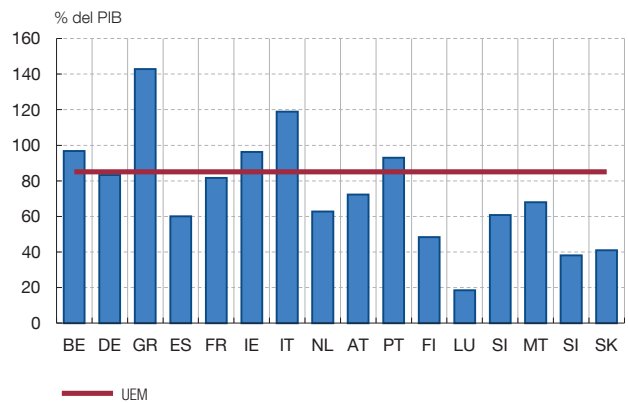
VARIACIÓN PREVISTA DEL SALDO PRESUPUESTARIO (b)



SALDO PRESUPUESTARIO EN 2010



DEUDA PÚBLICA EN 2010



FUENTE: Programas de Estabilidad y Convergencia, Comisión Europea.

- a Previsión de la CE para 2011.
- b Programas de estabilidad elaborados en 2010.

La política fiscal contribuyó a la recuperación, pero inició un cambio de rumbo hacia la consolidación fiscal...

se reactivaron, por importes menores, y la cartera adquirida se elevaba a algo más de 76 mm de euros a finales de abril.

En el año 2010, en el conjunto del área, la política fiscal siguió contribuyendo de manera determinante a la recuperación de la actividad económica, mediante la actuación de los estabilizadores automáticos y el apoyo al sistema bancario. No obstante, desde los primeros meses del año las medidas discrecionales de estímulo de la demanda y de apoyo al mercado de trabajo desplegadas a lo largo de 2009 fueron desapareciendo y la situación de déficit excesivo de la mayoría de los países del área obligó a establecer planes de consolidación a medio plazo, en un contexto en el que la recuperación económica comenzaba a afianzarse. Este cambio de rumbo de la política fiscal propició que el déficit de la UEM se mantuviera prácticamente estabilizado, en relación con el año anterior, situándose en el 6 % del PIB, aunque ello representa un deterioro de casi 6 puntos porcentuales (pp) respecto a 2007. Por su parte, el déficit ajustado de ciclo apenas aumentó frente al incremento de 1,8 pp registrado el año anterior (véase gráfico 4.7). La ratio de deuda del conjunto del área alcanzó el 85,4 % del PIB, un nivel históricamente muy elevado.

... intensificado por la crisis de la deuda soberana, que obligó a que algunas economías adelantaran sus planes de consolidación fiscal

Las tensiones en los mercados de deuda soberana en abril y en mayo pusieron el foco de atención sobre los riesgos inherentes a una situación generalizada de déficits excesivos y obligaron a tomar medidas correctivas decididas y relativamente rápidas para atajar las dudas de los inversores sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas. De este modo, la crisis de deuda soberana provocó no solo la necesidad de abandonar el enfoque expansivo con el que la política fiscal había respondido en Europa a los primeros embates de la crisis financiera internacional, sino también una cierta urgencia por revertirlo para reducir los tipos de interés a largo plazo (a través de la reducción de la prima de riesgo), liberando espacio para que el gasto privado recupere dinamismo y contribuya a la reactivación de la actividad. La primera economía en intensificar sus esfuerzos fue Grecia, como contrapartida de la concesión de ayuda financiera. Tras la reunión extraordinaria del ECOFIN de principios de mayo, España introdujo medidas de consolidación complementarias a las contempladas en sus programas de estabilidad y adelantó algunas de las que había previsto para 2011. En los meses finales del año, fue Irlanda la que, tras reconocer un déficit próximo al 32 % del PIB en 2010, ligado en buena medida al coste de las operaciones de rescate bancario, tuvo que elaborar un plan de consolidación fiscal. Y Portugal adoptó también paquetes de medidas adicionales en distintas ocasiones. Las restantes economías diseñaron programas de austeridad que, con carácter general, han comenzado a aplicarse este ejercicio. De acuerdo con los planes de consolidación establecidos, se espera que el déficit de las Administraciones Públicas en la UEM disminuya hasta casi un 4 % del PIB en 2011, situándose por debajo del 3 % en 2013.

4 Revisión de la gobernanza europea y otras iniciativas de política económica

La crisis ha puesto de manifiesto debilidades estructurales en la arquitectura institucional de la UEM

Las turbulencias en los mercados de deuda soberana han puesto de manifiesto debilidades estructurales en la arquitectura institucional de la Unión Monetaria, a las que se prestó insuficiente atención durante los años de expansión y que ahora plantean un desafío sin precedentes para la estabilidad del área. Desde el comienzo de la UEM, se consensuó un esquema de gobernanza económica basado en el principio de subsidiariedad, de acuerdo con el cual cada Estado mantenía la soberanía de las decisiones de política económica distintas de la monetaria, si bien quedaban sujetas a mecanismos de coordinación más o menos estrictos, que trataban de reducir las externalidades negativas que las medidas introducidas en una economía pueden tener sobre el resto de los países del área. En el caso de las políticas fiscales, se estableció el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) para mantener la disciplina presupuestaria, mientras que las políticas macroeconómica y estructural quedaban sujetas a mecanismos de coordinación más laxos, basados en una vigilancia mutua (*peer review*). Este marco ha resultado insuficiente para lograr la consistencia de las políticas económicas necesaria en una unión monetaria. Por un lado, el PEC no ha sido capaz de promover un saneamiento sostenido de las cuentas públicas durante la fase de expansión, que permitiera disponer de un margen de maniobra suficiente para afrontar la etapa recesiva. La discrecionalidad existente en la aplicación de este procedimiento consintió que muchos de los países de la UE incumplieran de manera reiterada los umbrales de déficit y de deuda establecidos, sin que se pusiera en marcha ningún mecanismo efectivo para revertir la situación (sanciones o incentivos de cualquier otro tipo). Fuera del ámbito fiscal, en numerosas economías se fueron gestando niveles de endeudamiento privado altos, pérdidas de competitividad sustanciales y debilidades de los sistemas bancarios a los que no se prestó la atención debida. Tampoco se disponía de instrumentos de asistencia financiera que permitieran canalizar de una manera rápida y transparente ayudas financieras a los países que las pudiesen necesitar como parte de un proceso ordenado de gestión de crisis. Y todo ello en un contexto de integración comercial y financiera de dimensiones sin precedentes, que ha elevado notablemente la velocidad y la potencia con las que las dificultades se propagan de unas economías a otras.

Está en marcha un proceso de reforma de alcance de la gobernanza, centrado en tres frentes

Las instituciones y los Gobiernos europeos decidieron acometer una profunda revisión de este régimen de gobernanza para corregir los problemas detectados y evitar que vuelvan a producirse situaciones similares. Con este propósito, en la primavera de 2010 se creó el «Grupo Especial de Van Rompuy», con el mandato de estudiar cómo dotar de mayor solidez a la arquitectura de la UEM. Este grupo de trabajo contó con la participación de la CE, del BCE y de todos los Estados miembros de la UE. La revisión del marco institucional que se ha puesto en marcha a raíz de las conclusiones del grupo se centra en tres áreas fundamentales: el fortalecimiento del PEC para aumentar la disciplina fiscal, una mejor supervisión de los desequilibrios macroeconómicos y la creación de un mecanismo permanente para la gestión de crisis. Aunque todavía hay aspectos que pueden experimentar cambios en el proceso de aprobación en el Parlamento Europeo, que deberá concluir en junio de 2011, los elementos fundamentales están ya bien definidos.

El fortalecimiento de la disciplina fiscal a través de la reforma del PEC

En el ámbito fiscal, la reforma otorga una mayor relevancia al criterio de la deuda pública, tal y como contemplaba originalmente el PEC. Por un lado, se propone una senda de ajuste más rápida hacia los objetivos a medio plazo para los países con un nivel de deuda superior al 60 % del PIB y, por otro, se establece que, en los casos en que se supera dicho umbral, se abrirá un procedimiento de déficit excesivo (PDE) o no se cerrará uno ya abierto, aunque el déficit sea inferior al 3 % del PIB, si la ratio de deuda sobre PIB no se está reduciendo de un modo satisfactorio. Además, se refuerzan los incentivos para lograr un mayor grado de cumplimiento por parte de los Gobiernos, al introducirse un sistema de sanciones más amplio y transparente, que se activarían en una fase más temprana. También se trata de conseguir un mayor automatismo en la aplicación de esas sanciones mediante el procedimiento de voto inverso, que supone una aprobación automática de las propuestas de la Comisión, salvo rechazo en plazo de una mayoría cualificada de los Gobiernos. Además, se propone una reforma de los marcos fiscales nacionales que incluye la necesidad de que la contabilidad, las estadísticas y las prácticas de previsión se adapten a las normas de la UE, de que se adopte una planificación fiscal plurianual para garantizar los objetivos a medio plazo acordados, del establecimiento de reglas que limiten la expansión del gasto público y del endeudamiento, y de la creación de consejos fiscales independientes que supervisen el diseño y la ejecución de la política presupuestaria.

Se introduce un nuevo procedimiento para supervisar y corregir los desequilibrios macroeconómicos

La reforma introduce un nuevo marco para la prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos excesivos, incluyendo un mecanismo de alerta temprana capaz de detectarlos con suficiente antelación, para evitar que puedan poner en peligro la estabilidad financiera de la UEM. En su vertiente preventiva, este nuevo mecanismo tratará de identificar los países con un riesgo potencial de «desequilibrio excesivo», utilizando un conjunto de indicadores económicos, complementado por el análisis de expertos. El procedimiento de desequilibrio excesivo se abrirá cuando se considere que el desajuste alcanza una magnitud excesiva, recomendará al país en cuestión la adopción de una serie de medidas correctivas en un plazo determinado y podría concluir con la imposición de sanciones si se incumplieran de manera reiterada las recomendaciones.

Y se crea un mecanismo permanente para la gestión y resolución de crisis, el Mecanismo Europeo de Estabilidad

El fortalecimiento de los instrumentos de supervisión fiscal y macroeconómica minimizará la posibilidad de que en el futuro se gesten vulnerabilidades que puedan poner en peligro la estabilidad de la UEM. Sin embargo, no es razonable pensar que este o cualquier otro marco es capaz de anular esa probabilidad. El tercer pilar de la reforma, por tanto, descansa en el establecimiento de un mecanismo permanente de gestión de crisis, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), que entrará en vigor a mediados de 2013 sustituyendo a la FEEF. Su introducción ha requerido una modificación del artículo 136 del Tratado de la UE, dejando intacto el artículo 125, referido a la

cláusula de prohibición de rescates o *no bail out*. Este mecanismo estará dotado con una capacidad efectiva de préstamo de 500 mm de euros y tendrá como finalidad proporcionar fondos a las economías solventes que se enfrenten a problemas de liquidez, bajo una condicionalidad estricta y a tipos de interés no concesionales. La asistencia financiera se instrumentará, normalmente, a través de préstamos y, en casos excepcionales, mediante compras de deuda en el mercado primario, sin llegar por tanto a alcanzar la flexibilidad operativa que proponía el Eurosistema. En los casos excepcionales de insolvencia, el mecanismo facilitará un proceso de reestructuración ordenada de la deuda, que se afrontará caso por caso, mediante la negociación con los acreedores privados.

En enero de 2011 se inició el Semestre Europeo, para la coordinación de las distintas políticas económicas

Para facilitar una mejor coordinación de las distintas decisiones de política económica en este nuevo marco, se acordó establecer el Semestre Europeo, que se desarrollará durante los primeros seis meses de cada año y que concluirá con el establecimiento de recomendaciones específicas para cada país en los ámbitos fiscal, macroeconómico y estructural. En enero de este año, la CE presentó su *Informe Anual de Crecimiento*, que contiene una hoja de ruta para la política económica del conjunto de la zona del euro que los distintos Gobiernos deberán tener en consideración a la hora de establecer sus respectivos Programas de Estabilidad y sus Planes Nacionales de Reforma. En este nuevo instrumento se integra también la revisión de los avances de las reformas estructurales que tienen lugar en el marco de la estrategia Europa 2020, aprobada en la primavera de 2010 y que mantiene como objetivos principales el aumento de las tasas de empleo y la cohesión social, el fomento de la innovación —donde apenas se han observado mejoras desde la implantación de la estrategia de Lisboa—, el uso de energías renovables y la eficacia energética, la reducción de las tasas de abandono escolar y la ampliación del porcentaje de la población que finaliza estudios superiores. El objetivo es relanzar el establecimiento de políticas impulsoras del crecimiento que atenúen el impacto sobre el PIB potencial que ha podido tener la crisis y eviten la reaparición de desequilibrios.

Se da prioridad a las reformas de los sistemas de pensiones y la mejora de las instituciones fiscales...

Entre las recomendaciones de este informe destaca, en el terreno fiscal, la conveniencia de proseguir con el proceso de reforma de los sistemas de pensiones que numerosas economías de la UEM han afrontado en los años recientes, adaptando las prestaciones a los cambios en la esperanza de vida y en la pirámide demográfica, al tiempo que se incentiva la prolongación de la vida laboral. También se enfatiza la necesidad de que los marcos y las instituciones fiscales nacionales incorporen reglas que limiten los niveles de gasto y endeudamiento públicos, en línea con los compromisos del PEC.

... así como a la revisión de los sistemas de negociación colectiva en algunos países, la traslación completa de la Directiva de Servicios y la mejora de las políticas activas de empleo

Para avanzar en la corrección de los desequilibrios macroeconómicos, las economías que acumulan deterioros de competitividad deberán revisar sus sistemas de negociación colectiva para alcanzar una mayor coherencia entre los incrementos salariales y la evolución de la productividad. Por su parte, los países con superávits por cuenta corriente persistentes han de analizar las causas que frenan el dinamismo de su demanda. Se considera, asimismo, pertinente impulsar el potencial del mercado único mediante la completa traslación de la Directiva de Servicios en todos los Estados miembros, la liberalización de los servicios profesionales y el desarrollo de instrumentos para atraer capital privado que financie el crecimiento, como los fondos de capital-riesgo. Y, finalmente, se recomienda una reducción de las cotizaciones sociales compensada con otras figuras impositivas, la flexibilización de los contratos de trabajo y la eliminación de desincentivos para incorporar al mercado laboral a un segundo miembro de la unidad familiar, presentes en algunos sistemas de imposición sobre la renta.

Los Jefes de Estado y de Gobierno firmaron el Pacto por el Euro Plus

Aunque todas las medidas anteriores suponen una mejora sustancial en el marco de gobernanza europeo, es obvio que los resultados finales seguirán dependiendo en buena medida de la voluntad de los Gobiernos para cumplir los compromisos adquiridos. Para reforzar este compromiso, en marzo de 2011 los Jefes de Estado y de Gobierno de la UEM firmaron el Pacto por el Euro Plus, con el propósito de fomentar la competitividad y el empleo, contribuir a la sostenibilidad de las finanzas públicas y reforzar la estabilidad financiera. Las prioridades y las medidas consideradas en el Pacto coinciden, en su mayor parte, con las contempladas en el *Informe Anual de Crecimiento* de la CE y con los procedimientos e instrumentos para la supervisión de su cumplimiento comentados. Pero el Pacto eleva el compromiso de los Gobiernos al máximo nivel político.

El Consejo Europeo de Riesgo Sistémico será responsable de la supervisión macroprudencial en la UE

En el ámbito financiero, finalmente, la crisis ha puesto de manifiesto también las deficiencias de un marco regulatorio basado exclusivamente en la supervisión prudencial de entidades individuales, insuficiente para apreciar en su totalidad las complejas interrelaciones entre activos e intermediarios financieros que terminan generando riesgos de carácter sistémico. Estas consideraciones han llevado a definir una nueva área específica de política económica, la macroprudencial, con una orientación eminentemente preventiva y con el doble objetivo de hacer que el sistema financiero en su conjunto sea más resistente a perturbaciones y minimizar el impacto sobre la economía real en los casos de crisis. El desarrollo de la política macroprudencial está siendo abordado a través de numerosas iniciativas nacionales e internacionales. En la Unión Europea, esta tarea ha sido asumida por el Consejo Europeo de Riesgo Sistémico (o ESRB, por sus siglas en inglés), en pleno funcionamiento desde enero de 2011. Este organismo es parte del Sistema Europeo de Supervisión Financiera, del que forman parte también las tres nuevas autoridades supervisoras europeas encargadas de las labores microprudenciales. El ESRB, en el que participan el BCE y los bancos centrales del SEBC, vigilará el sistema financiero europeo en su conjunto, para lo que deberá identificar vulnerabilidades sistémicas y emitir alertas y recomendaciones, sin carácter vinculante, para la adopción de medidas correctivas.

5 Perspectivas y retos

La velocidad del proceso de salida de la crisis dependerá de las acciones que se adopten

Las proyecciones disponibles apuntan, en general, a que la recuperación de la actividad seguirá afianzándose durante el año en curso y el siguiente, aunque a un ritmo lento y en un entorno de, todavía, notable incertidumbre, que plantea retos de gran complejidad en un doble frente: el nacional y el europeo.

Las economías que acumularon mayores desequilibrios deberán corregirlos en un entorno de crecimiento débil

En el ámbito de las políticas nacionales, son varias las economías que deben acometer un proceso de reajuste del gasto que permita reconducir sus niveles de endeudamiento público y privado hacia registros más sostenibles, al tiempo que restauran la competitividad perdida mediante incrementos de productividad y la contención salarial. Asimismo, el cumplimiento estricto de los compromisos de consolidación fiscal, que constituye un requisito para el conjunto del área, plantea un desafío que resulta tanto mayor cuanto menores sean las perspectivas de crecimiento de cada país. Por ello, es esencial también llevar a buen término reformas estructurales de alcance que, además de facilitar los ajustes, incrementen el potencial de crecimiento, eviten que la crisis tenga un impacto duradero sobre los mercados de trabajo y mejoren la capacidad para exportar en unos mercados donde las presiones competitivas procedentes de las economías emergentes son cada vez más exigentes.

Afrontar diligentemente la reestructuración del sector bancario permitirá preservar la estabilidad financiera

Las posibilidades de que el crecimiento se extienda a toda la UEM dependen también de que los procesos en marcha de reestructuración, redimensionamiento y recapitalización de los sistemas bancarios europeos se completen satisfactoriamente. Preservar la estabilidad financiera ayudará a romper los círculos viciosos en los que se combinan riesgos

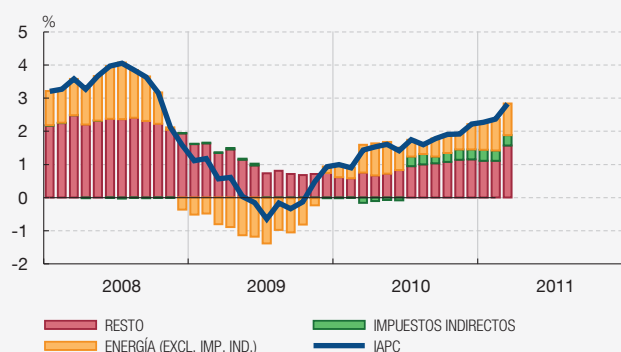
En los últimos meses, la inflación del área del euro se ha incrementado notablemente, debido, en gran medida, al encarecimiento de las materias primas en los mercados internacionales y a las subidas de algunos impuestos indirectos, determinadas por los esfuerzos de consolidación fiscal. En particular, según una descomposición contable del crecimiento interanual del IAPC, el impacto directo del comportamiento de estos componentes explicaría en torno al 60 % del aumento observado en la tasa de inflación entre febrero de 2010 y febrero de 2011 (véase gráfico 1). De acuerdo con la evidencia histórica, estos factores podrían generar presiones al alza sobre los precios de forma indirecta. Así, algunas estimaciones apuntan a que una subida permanente del precio del petróleo del 10 % supondría, en promedio, al cabo de tres años, un incremento del IAPC del área del euro de 0,5 pp, de los que una décima se debería a las subidas de precios de los bienes que utilizan algunos de los *inputs* que se han encarecido, y otra, a los efectos de segunda vuelta que se producen cuando la revisión de las expectativas de inflación lleva a los agentes a demandar

aumentos de salarios y de márgenes¹. No obstante, según la teoría económica, la inflación depende positivamente de las expectativas de inflación futura, pero depende negativamente también del grado de holgura económica, por lo que estos efectos indirectos podrían tener un impacto más limitado en una situación como la actual.

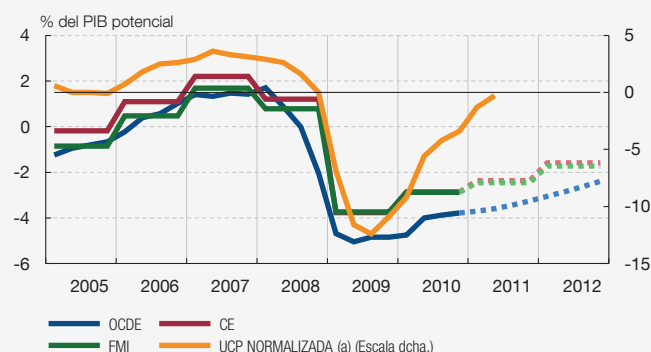
Los estudios empíricos más recientes, que aproximan el grado de holgura por la brecha de producción o distancia entre el crecimiento registrado y el potencial, han mostrado que, en la práctica, resulta difícil encontrar una relación estable entre estas tres variables. Esto se puede atribuir, fundamentalmente, a tres factores. En primer lugar, el crecimiento potencial se mide con una elevada imprecisión. En este sentido, el gráfico 2 muestra que, en un momento de elevada incertidumbre como el actual, las discrepancias

1 Véase Strauch et ál. (2010), *Energy Markets and the Euro Area Macroeconomy*, Documento Ocasional n.º 113, Banco Central Europeo.

1 CONTRIBUCIÓN DE LA ENERGÍA Y DE LOS IMPUESTOS INDIRECTOS A LA TASA INTERANUAL DEL IAPC



2 ESTIMACIONES DE LA BRECHA DE PRODUCCIÓN



3 IAPC: PREVISIONES A CORTO Y A LARGO PLAZO (b)

	2011	2012	Largo plazo
Consensus (jul-10)	1,5	1,5	1,9
Consensus (oct-10)	1,6	1,5	2,1
Consensus (mar-11)	2,3	1,8	2,1
Eurobarómetro (jul-10)	1,5	1,6	1,9
Eurobarómetro (oct-10)	1,4	1,7	1,9
Eurobarómetro (mar-11)	2,2	1,8	2,0

4 VARIACIÓN DEL DEFLACTOR DEL CONSUMO PRIVADO Y CONTRIBUCIONES

	2009	2010	2010			
			I TR	II TR	III TR	IV TR
Resto del mundo (c)	-0,5	-0,1	-0,6	0,1	0,1	0,0
Precios del petróleo	-0,2	0,4	1,0	0,3	0,2	0,3
Factores financieros	0,3	0,2	0,3	0,3	0,0	0,1
Salarios y precios	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0
Demanda privada	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
Demanda pública	0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Productividad	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0
Deflactor consumo privado	-0,4	0,5	0,9	0,7	0,3	0,2

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Utilización de la capacidad productiva.

b En el Consensus de julio de 2010 no había previsiones para 2012 ni para el largo plazo, por lo que se han tomado las publicadas en abril de 2010. En el Consensus de marzo de 2011 no había previsiones a largo plazo, por lo que se han tomado las publicadas en octubre de 2010. En el Eurobarómetro de marzo de 2011 no había previsiones para el largo plazo, por lo que se han tomado las publicadas en enero de 2011.

c Resto del mundo incluye la demanda mundial, los precios mundiales y el tipo de interés mundial.

entre las previsiones que hacen los organismos internacionales sobre el grado de holgura de la economía del área del euro para el período 2010-2012 pueden ser elevadas. En todo caso, todas las estimaciones coinciden en que el nivel de actividad de la UEM se sitúa aún claramente por debajo del potencial y seguirá así durante los próximos dos años. Esto se ve confirmado por el comportamiento del indicador sobre la utilización de la capacidad productiva y de las diversas medidas de holgura en el mercado de trabajo.

En segundo lugar, resulta difícil estimar qué parte de las variaciones transitorias en los precios se acaban trasladando a las expectativas de inflación de los hogares y las empresas. En este sentido, el cuadro 3 muestra que, aunque las previsiones de inflación para el año 2011 se han revisado al alza por las recientes subidas del precio del petróleo, tanto las previsiones para 2012 como las expectativas de inflación a largo plazo permanecen estables en torno al 2 %.

Finalmente, cabe destacar que el grado de correlación entre la inflación y la brecha de producción depende de la naturaleza de las perturbaciones que afecten a la economía. En particular, perturbaciones que elevan los costes de producción, como es el caso del precio del petróleo, tienden a reducir en una magnitud similar el *output* corriente y el potencial, por lo que el aumento de precios no viene acompañado de variaciones significativas en la brecha de producción.

En este sentido, según el modelo BEMOD del Banco de España², que permite distinguir entre distintos tipos de perturbaciones, la subida del precio del petróleo explica una parte muy significativa del repunte de la inflación europea —aproximada en este caso por el deflactor del consumo privado— durante la segunda mitad de 2010 (véase cuadro 4). Asimismo, en los tres primeros trimestres del año los salarios han crecido ligeramente por encima de lo que sugerirían sus determinantes, frente a la moderación observada durante la primera década de este siglo. En sentido contrario, los planes de consolidación fiscal y la tímida recuperación de la demanda privada están ayudando a contener los aumentos de precios, lo que sugiere que la brecha de producción sigue siendo negativa. Finalmente, la política monetaria acomodaticia ha contribuido a la recuperación de la actividad durante 2010, así como a contener las presiones deflacionistas. De este modo, las perturbaciones originadas en la oferta de la economía parecen explicar una porción relevante del aumento de inflación, en una situación de relativa holgura de la producción.

Por lo tanto, los efectos finales sobre la inflación del repunte actual de los precios, estrechamente vinculado al aumento del coste del petróleo, dependerán crucialmente de la capacidad de la política económica para mantener ancladas las expectativas de inflación.

2 Véanse J. Andrés, P. Burriel y Á. Estrada (2006), *Bemod: a DSGE model for the Spanish economy and the rest of the euro area*, Documentos de Trabajo, n.º 0631, Banco de España, y J. Andrés, S. Hurtado, E. Ortega y C. Thomas (2010), «Spain in the euro: a General Equilibrium Analysis», *SERIEs Journal of the Spanish Economic Association*, vol. 1, pp. 1 y 2.

sobre el crecimiento económico, desequilibrios fiscales y dificultades para la financiación bancaria, que deterioran la confianza de los agentes y se traducen en endurecimientos indeseados de las condiciones de financiación.

La política monetaria se enfrenta a un escenario complejo de recuperación económica lenta y tensiones latentes en los mercados de deuda

En el ámbito europeo, la actuación de la política monetaria se enfrenta también a un horizonte complejo, en el que habrá de ir adaptando progresivamente su actual tono acomodaticio al momento cíclico de recuperación del conjunto del área, garantizando el anclaje de las expectativas de inflación para evitar que las recientes tensiones provenientes del incremento del precio de las materias primas y los alimentos lleguen a generar efectos de segunda vuelta en los salarios (véase recuadro 4.2). Además, se deberá culminar el proceso de retirada de las medidas no convencionales que fueron introducidas en los momentos más críticos de la crisis financiera, ya que su mantenimiento más allá de lo necesario podría llegar a interferir en la eficacia de su propia actuación y restar credibilidad al banco central, producir distorsiones en los precios relativos de los activos o retrasar las reformas del sector bancario. Esta labor requerirá, no obstante, calibrar de forma cuidadosa el ritmo de las decisiones, para evitar generar tensiones en los mercados cuya situación es aún de fragilidad relativa.

Las reformas del entramado institucional deben ser ambiciosas y no se deben

El nivel de integración financiera y de interdependencia económica alcanzado en la UEM obliga a mantener un grado de ambición elevado en el proceso de revisión de la gobernanza europea. En esta línea, el Eurosistema ha reclamado la incorporación de criterios

descuidar los retos que se derivan de la situación singular que atraviesa Grecia

más exigentes para la corrección de los desequilibrios y —especialmente, en el terreno fiscal— un mayor automatismo de los procedimientos de supervisión y sanción, que los haga menos vulnerables a la voluntad coyuntural de los Gobiernos nacionales para cumplir con los compromisos adquiridos. Resulta esencial también que los diferentes mecanismos establecidos por los Gobiernos de la UEM para preservar la estabilidad financiera en el conjunto del área cuenten con los recursos suficientes y los instrumentos adecuados que les permitan desempeñar de forma efectiva sus funciones. Finalmente, sería conveniente también que se abriera una reflexión sobre cómo desplegar el resto de instrumentos de los que dispone la UE (incluido el presupuesto) para apoyar los procesos de ajuste y de reforma en los países con dificultades.

Con carácter más inmediato, las dificultades constatadas para que el Estado griego pueda retornar a los mercados en 2012, como estaba previsto en su programa de apoyo financiero, han elevado la incertidumbre entre los inversores y han abierto debates inoportunos sobre la verosimilitud de escenarios traumáticos de retroceso en el grado de integración económica alcanzado en Europa y, por tanto, de marcha atrás en el proyecto común europeo. A fin de que los considerables esfuerzos realizados para configurar un nuevo marco de gobernanza más eficaz den sus frutos, será preciso superar previa y definitivamente este reto, quizá el más difícil enfrentado por la UEM desde su creación.