

La zona del euro se enfrentó durante 2011 a un agravamiento de la crisis de la deuda soberana, que afectó severamente a la estabilidad financiera del área y pospuso las perspectivas de recuperación económica. El deterioro de la situación en Grecia, la lentitud en la implementación de los acuerdos alcanzados en sucesivas cumbres europeas y las dudas de los mercados sobre la suficiencia de los compromisos adquiridos por los Gobiernos constituyeron los detonantes inmediatos de la agudización durante el verano de una crisis que, tal como se explica en detalle en el capítulo 1, tiene sus causas más profundas en la interacción de un conjunto complejo de factores.

En este capítulo se revisan los acontecimientos que fueron sucediéndose desde 2011, las respuestas que han adoptado hasta el momento las instituciones europeas, los Gobiernos y el Eurosistema, y los retos a los que se enfrenta la zona del euro para alcanzar una senda de crecimiento sostenible a corto y medio plazo y recuperar un entorno de estabilidad financiera que permita restaurar la confianza en el proyecto europeo.

## **1 Carácter sistémico de la crisis de la deuda soberana**

La agudización de la crisis de la deuda soberana durante el verano de 2011 interrumpió la frágil recuperación económica

Durante la primera mitad del año, las tensiones afectaron principalmente a Grecia, Irlanda y Portugal

Mientras Irlanda cumplía con relativa holgura su programa de ajuste en 2011...

El período de grave inestabilidad financiera que se inició en el verano exacerbó las primas de riesgo y supuso un endurecimiento de las condiciones de financiación de la mayoría de las economías del área, así como un deterioro de la confianza de los agentes, en un contexto complejo de cierta ralentización de la actividad económica mundial, en el que la mayoría de los Gobiernos carecían de margen para la adopción de políticas de estímulo de la demanda agregada y no mostraron la determinación necesaria para afrontar los desafíos que la situación requería. Todo ello impidió que se consolidara la frágil recuperación que se había iniciado en 2010. Aunque en el conjunto de 2011 el PIB del área del euro se expandió un 1,5 %, la actividad perdió gran dinamismo en la segunda mitad del año, hasta registrar una contracción en el último trimestre y un estancamiento en el primero de 2012 (véase cuadro 4.1). Por países, el avance del producto fue muy desigual.

Durante la primera parte de 2011, el foco de las tensiones en los mercados de deuda pública se mantuvo en buena medida concentrado en Grecia e Irlanda, que habían requerido asistencia financiera en 2010, y Portugal, que hubo de hacerlo en abril del pasado ejercicio (véase gráfico 4.1). En el caso de esta última economía, las dudas sobre la solidez de sus cuentas públicas y su capacidad de crecimiento, junto con tensiones políticas de índole interna, derivaron en dificultades crecientes del Tesoro luso para financiarse en los mercados, que obligaron al Gobierno a solicitar asistencia financiera al resto de socios de la UEM. La cuantía del programa, en conjunción con el FMI y sujeto a estricta condicionalidad, fue de 78 mm de euros, destinados a cubrir las necesidades de financiación del país para el período 2011-2014.

De los otros dos países bajo asistencia financiera, Irlanda mostró un comportamiento relativamente favorable en 2011, registrando avances tanto en la corrección del desequilibrio fiscal como en la reestructuración de su sector bancario. Las medidas efectivas de control del gasto público y el impulso económico procedente de las exportaciones permitieron cumplir con relativa holgura los objetivos exigidos y, a mediados del año, la rentabilidad de la deuda pública irlandesa descendió hasta estabilizarse en niveles en torno al 7 % para la referencia a diez años. La refinanciación de la deuda pública en forma de Promissory Notes, vinculada a la recapitalización de parte de la banca, supone, no obstante, un elemento de presión que el Gobierno trata de solucionar en negociaciones con la Troika.

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS DEL ÁREA DEL EURO

CUADRO 4.1

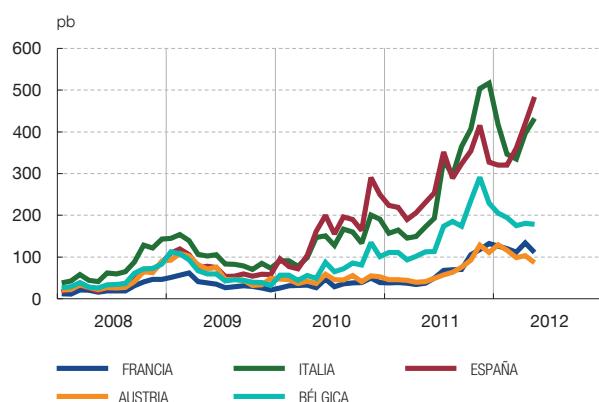
	2009	2010	2011	2011			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
<b>Demanda y producto (variación intertrimestral)</b>							
Producto interior bruto	-4,3	1,9	1,5	0,7	0,1	0,1	-0,3
Consumo privado	-1,2	0,9	0,2	0,0	-0,5	0,2	-0,5
Consumo público	2,6	0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,3
Formación bruta de capital fijo	-12,0	-0,7	1,5	1,6	-0,2	-0,2	-0,5
Inversión privada no residencial	-15,6	2,3	4,6	2,3	1,1	0,7	-0,5
Inversión residencial	-11,6	-2,9	1,0	2,0	-0,4	0,0	-0,1
Inversión pública	3,9	-6,4	-4,9	-0,3	-2,9	-2,1	-1,9
Exportaciones	-12,7	11,1	6,3	1,3	1,2	1,4	-0,4
Importaciones	-11,6	9,4	3,9	0,7	0,4	0,7	-1,4
<b>Contribuciones al crecimiento del PIB en puntos porcentuales</b>							
Demandada interna	-2,7	0,5	0,4	0,3	-0,3	0,0	-0,4
Variación de existencias	-1,0	0,7	0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,3
Demandada externa	-0,6	0,7	1,0	0,3	0,4	0,4	0,4
<b>Precios y costes (variación interanual):</b>							
Precios de consumo (media anual)	0,3	1,6	2,7	2,5	2,8	2,7	2,9
Deflactor del PIB	0,9	0,7	1,3	1,2	1,3	1,3	1,4
Costes laborales unitarios	4,0	-0,8	0,9	0,0	1,0	1,2	1,3
Remuneración por asalariado	1,4	1,6	2,3	2,2	2,3	2,3	2,2
Productividad del trabajo	-2,5	2,4	1,4	2,2	1,3	1,1	0,9
<b>Administraciones públicas (% del PIB)</b>							
Gastos totales	51,2	50,9	49,4				
Gastos corrientes	46,9	46,6	46,0				
Inversión pública	2,8	2,5	2,3				
Ingresos totales	44,8	44,7	45,3				
Déficit (-) / superávit (+) primario	-3,5	-3,4	-1,2				
Déficit (-) / superávit (+)	-6,4	-6,2	-4,1				
Deuda pública	79,8	85,6	88,0				
<b>Mercado de trabajo</b>							
Empleo total (variación intertrimestral)	-1,8	-0,5	0,1	0,0	0,2	-0,2	-0,2
Paro (% de población activa)	9,6	10,1	10,2	10,0	10,0	10,2	10,6
<b>Balanza de pagos (% del PIB)</b>							
Cuenta corriente	-0,2	-0,1	0,0	-0,9	-0,8	0,1	1,4
<b>Ratios de endeudamiento</b>							
Hogares (% de la RBD)	98,7	100,2	99,3	99,6	99,8	99,6	99,3
Sociedades no financieras (% del EBE)	541,1	516,7	516,9	512,9	514,6	516,2	516,9

FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea y OCDE.

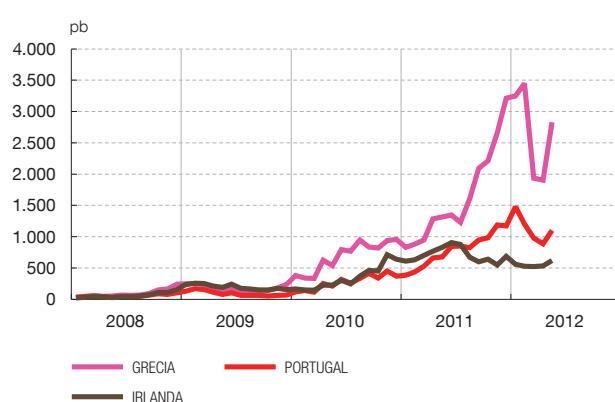
... Grecia fue el principal foco de inestabilidad y requirió un segundo programa de asistencia, que involucró al sector privado

El principal foco de inestabilidad continuó siendo la economía griega, que, sumida en una espiral recesiva y en un clima político y social complicado, no pudo cumplir los compromisos de su programa de ajuste (véase recuadro 4.1). Los bonos griegos cotizaron de manera creciente la posibilidad de que se produjera una reestructuración de la deuda, disipando las esperanzas de que Grecia volviera a financiarse en los mercados en los plazos previstos. En julio, el Eurogrupo estableció las bases para un segundo programa, condicionado a la participación de los acreedores privados —a través de lo que se ha conocido como PSI, acrónimo de *Private Sector Involvement*—, que debían aceptar una quita suficiente para que las finanzas públicas helenas volvieran a una senda sostenible y

BONOS A DIEZ AÑOS



BONOS A DIEZ AÑOS



FUENTE: Banco Central Europeo.

para reducir la carga potencial sobre los contribuyentes de los países aportadores de fondos.

En la segunda parte de 2011, las tensiones adquirieron un carácter sistémico...

El proceso de concreción del PSI y de la nueva asistencia a Grecia fue largo y estuvo rodeado de gran incertidumbre, que alimentó la desconfianza de los inversores sobre otros países del área que pudieran tener que enfrentarse en el futuro a situaciones similares, sin que existiera todavía un mecanismo de resolución de crisis con capacidad de financiación suficiente. Ello se tradujo en un primer momento en un aumento de las primas de riesgo de economías grandes y con fundamentos económicos vulnerables, como la española o la italiana, en las que el diferencial soberano con respecto al bono alemán a diez años llegó a niveles en torno a los 500 pb a mediados de noviembre. Pero la crisis acabó afectando también a países del centro de Europa, como Bélgica, donde el diferencial de la deuda pública llegó a superar los 350 pb, o Francia y Austria, donde alcanzó los 180 pb. Esta inestabilidad vino acompañada de rebajas en la calificación crediticia, que afectaron a trece países del área, incluyendo estos dos últimos, que, en enero de 2012, perdieron la calificación máxima AAA asignada por S&P.

... y afectaron al conjunto del sistema financiero

La inestabilidad en los mercados de deuda soberana se extendió pronto al resto del sistema financiero y agravó la fragilidad de la banca, generándose —tal como se describe en el recuadro 4.2— un aumento en el sesgo nacional de los mercados. Los diferenciales de los bonos de empresas no financieras repuntaron y las cotizaciones bursátiles experimentaron retrocesos generalizados (véase gráfico 4.2). El índice EUROSTOXX 50 llegó a perder más de un 25 % durante el tercer trimestre del año. La «huída hacia la calidad» de los inversores empujó la rentabilidad de la deuda alemana hasta valores inferiores al 2 % en el bono a diez años, y el tipo de cambio del euro mostró un comportamiento volátil, y en el conjunto del año se depreció moderadamente, un 2,2 % en términos efectivos nominales.

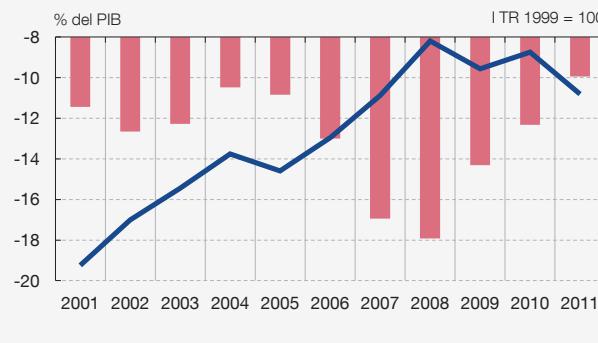
Se puso en marcha una dinámica de realimentación entre los riesgos soberanos, los bancarios y la actividad económica

La activación de mecanismos de realimentación entre el riesgo soberano, la vulnerabilidad del sector bancario y la debilidad de la actividad económica incrementó la virulencia de la crisis (véase el recuadro 1.1). A pesar de la aprobación de programas ambiciosos de consolidación fiscal en algunos países, se produjo una notable revisión al alza del riesgo soberano, que se terminó trasladando al coste de financiación del resto de los sectores de la economía. Los problemas de financiación fueron particularmente agudos

En los años recientes, Grecia ha constituido el principal foco de inestabilidad en el área del euro, al actuar como catalizador de una crisis de confianza en el proyecto europeo. La economía helena es, probablemente, el ejemplo más evidente de los costes que, tarde o temprano, entraña una inadecuada adaptación a las exi-

gencias que conlleva la pertenencia a una unión económica monetaria. Su experiencia ilustra también la debilidad de los esquemas de supervisión europeos y las dificultades que conlleva diseñar un mecanismo eficiente de gestión de crisis y de provisión de apoyo financiero a los Estados miembros en dificultades.

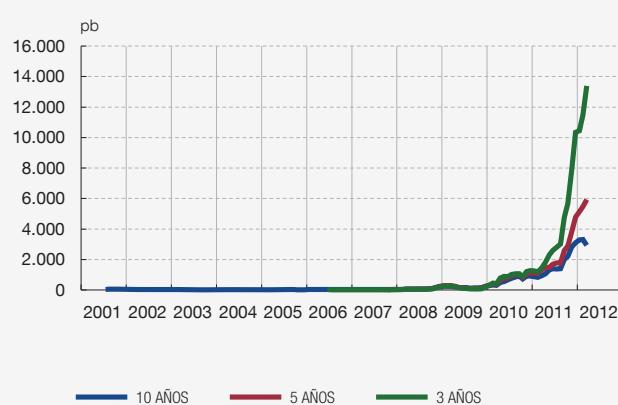
1 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y TIPO DE CAMBIO (a)



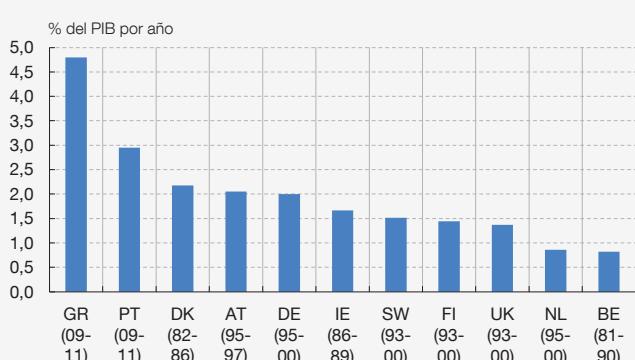
2 PIB, DÉFICIT PÚBLICO Y DEUDA PÚBLICA



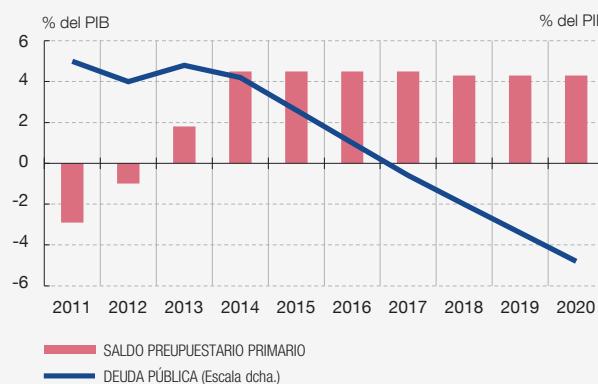
3 DIFERENCIALES DE TIPOS DE BONOS SOBERANOS CON ALEMANIA



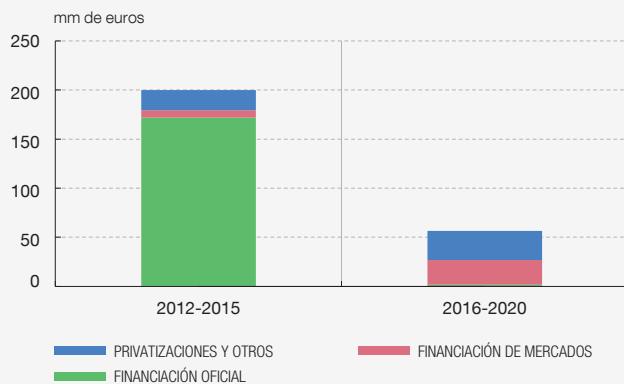
4 COMPARACIÓN DE LAS CONSOLIDACIONES FISCALES MÁS RÁPIDAS (b)



5 EVOLUCIÓN PREVISTA DEL DÉFICIT Y LA DEUDA PÚBLICOS (programa de asistencia)



6 NECESIDADES Y FUENTES DE FINANCIACIÓN (Estimadas por la Troika)



FUENTES: Banco de España, Banco Central Europeo y AMECO.

a Tipo de cambio efectivo real con costes laborales unitarios.

b Reducción del déficit estructural realizada en promedio anual durante el periodo de consolidación.

Al igual que otros países, desde su entrada en la UEM en 2001, Grecia experimentó una expansión notable de la demanda interna, que se financió con facilidad por la afluencia de capital exterior a tipos de interés bajos, atraído por las favorables expectativas de crecimiento. Pero la presión de la demanda excedió con creces la capacidad de respuesta de una economía que hizo muy poco para corregir sus rigideces estructurales, lo que provocó una continua erosión de la competitividad, ritmos de avance reducidos de la productividad y un crecimiento salarial que superó el promedio de la zona euro. En 2008, la apreciación del tipo de cambio real respecto a su valor de equilibrio era, según estimaciones del FMI, de entre el 20 % y el 30 %; los déficits por cuenta corriente superaban el 10 % del PIB, y el endeudamiento frente al exterior ascendía a niveles comparativamente muy elevados (véase gráfico 1).

Las Administraciones Públicas también acumularon fuertes desequilibrios (véase gráfico 2). El crecimiento continuado de los gastos, la generosidad de los sistemas de pensiones y sanitario, las ineficiencias de la recaudación impositiva y la evasión fiscal hicieron que el déficit y la deuda públicos superaran de manera persistente los valores de referencia establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los problemas de fiabilidad de sus estadísticas fiscales complicaban adicionalmente la situación. Aunque en 2004 la Comisión Europea había abierto a Grecia un procedimiento de déficit excesivo y había llamado la atención sobre la escasa calidad de sus estadísticas fiscales, se decidió cerrar este procedimiento en 2007, al estimarse que Grecia había adoptado las medidas necesarias para alcanzar un déficit inferior al 3 % del PIB en 2006 y 2007. Tampoco los mercados financieros globales, dominados por un clima de infravaloración generalizada del riesgo, reaccionaron ante esta acumulación de vulnerabilidades. De hecho, en los meses que precedieron a la crisis, los diferenciales de la deuda soberana griega frente al bono alemán fueron de 10-40 puntos básicos (véase gráfico 3), muy por debajo de lo observado en los años previos a la integración.

La situación experimentó un giro radical a finales de 2009, cuando el Gobierno recién elegido revisó las estimaciones de déficit para ese año desde el 6,7 % del PIB hasta el 12,7 % (después superaría el 15 %). En el contexto de crisis financiera internacional en que se produjo, esta revisión fue el detonante de una súbita reevaluación del riesgo de esta economía, que dificultó su acceso a los mercados de capitales, sumiéndola en una crisis de liquidez, que precipitó su solicitud de asistencia financiera. Ante la falta de instrumentos en el marco de gobernanza de la UEM que permitieran canalizar la ayuda a este país, los países de la zona del euro decidieron, tras un proceso no exento de dificultades, facilitarle préstamos bilaterales por importe de 80 mm de euros, que se añadieron a los 30 mm concedidos por el FMI, hasta sumar un importe total de casi un 50 % del PIB griego. Este préstamo inicial estaba condicionado al cumplimiento de un ambicioso programa de ajuste fiscal y de reforma estructural y estipulaba unos intereses y plazos «no concesionales», que, a la poste, resultaron demasiado gravosos y tuvieron que ser revisados.

El programa de ajuste tuvo un comienzo satisfactorio. Entre 2009 y 2011, Grecia realizó una de las consolidaciones fiscales más

rápidas e intensas de la historia económica reciente al reducir su déficit fiscal estructural en casi 10 pp del PIB (véase gráfico 4). Pero, en el ámbito de las reformas, la implementación fue un fracaso por la falta de capacidad administrativa y de voluntad política, lo que contribuye a explicar que la inflación y el déficit corriente permanecieran en niveles elevados, pese a la prolongada recesión. El programa, concebido como un puente temporal para que Grecia llevase a cabo la transformación y el saneamiento oportunos y recuperase el crecimiento, infravaloró las disfuncionalidades de la economía. Tampoco anticipó el recrudecimiento de las tensiones y el limitado alcance de la recuperación económica al nivel del área. La economía griega, en definitiva, se vio sumida en una espiral recesiva cada vez más profunda, que hacía difícil cumplir los objetivos fiscales y recuperar la confianza de los mercados. La crisis adquirió una dimensión social y política, que acabó propiciando la caída del Gobierno y la formación de un Gobierno de coalición.

En los primeros meses de 2011 crecieron las dudas sobre la posibilidad de que Grecia pudiera volver a financiarse en los mercados en los plazos previstos y se planteó la necesidad de ampliar la asistencia financiera. Las discusiones sobre este segundo programa tuvieron lugar en el contexto de importantes tensiones políticas, que terminaron por trasladarse a los mercados, ante la insistencia por parte de algunos países de la necesidad de compartir los costes de la ayuda con el sector privado (PSI). En un principio, en la Cumbre de 21 de julio se acordó un mecanismo de reestructuración «suave», basado en la participación voluntaria del sector privado, para no agravar las dificultades del sistema bancario griego y de otras entidades europeas. Pero pronto se constató que, para restablecer la sostenibilidad de la deuda griega, era necesaria una reestructuración de más alcance. En marzo de 2012 se llevó a cabo una quita del 53,5 % del valor nominal de los títulos y próxima al 78 % en términos del valor presente descontado, que se extendió al 95 % de la deuda griega en manos privadas.

Tras la reestructuración se aprobó el segundo programa de ayuda oficial, por importe de 130 mm de euros, adicionales a los del primer programa, y se revisó la estrategia de consolidación y reforma. Para no agudizar la recesión económica, el nuevo programa retrasa parte del ajuste fiscal pendiente a 2013-2014 y ha supuesto un impulso de reforma en el mercado de trabajo y en los servicios, que ahora estará asistida por un grupo técnico de expertos internacionales. Una buena parte de los fondos (50 mm de euros) irá destinada a la recapitalización de las entidades financieras. Con todo ello, se espera que Grecia recupere tasas de crecimiento positivas a partir de 2013 y que la deuda pública descienda por debajo del 120 % del PIB en 2020.

Aun así, persisten elementos de riesgo. Para conseguir reducir la deuda por debajo del 120 %, Grecia deberá perseverar en una austерidad fiscal que tiene pocos precedentes históricos<sup>1</sup>, mantenien-

<sup>1</sup> *Fiscal Consolidations: lessons from past experiences*, OECD Economic Outlook, 2007.

do superávits primarios superiores al 4 % hasta 2020 y más allá (véase gráfico 5), así como un extenso programa de privatizaciones. Por otra parte, la reestructuración de la deuda pública griega ha entrañado una de las mayores quitas aplicadas en los años recientes, y la evidencia empírica disponible sugiere que cuanto mayor es el tamaño de esta, más tiempo se tarda en recuperar la confianza de los inversores privados<sup>2</sup>, lo que se podría agravar por el hecho de que una buena parte de la deuda estará en manos de acreedores oficiales, que pueden ser percibidos como acreedores preferentes respecto a cualquier nuevo bono griego. Finalmente,

<sup>2</sup> J. Cruces y C. Trebesch (2011), *Sovereign default: the price of haircuts*, CESIFO working paper 3604.

las dificultades para formar un Gobierno estable tras las elecciones del 6 de mayo arrojan dudas sobre el grado de compromiso con el programa del Gobierno que surja en la convocatoria prevista para junio. Con todo, tras varios años en los que la economía ha estado atenazada por la incertidumbre acerca de cuestiones fundamentales que afectaban al país, incluida la posibilidad de un impago desordenado o en relación con su propia permanencia en la UEM, la implementación rigurosa del nuevo programa por parte del Gobierno heleno debe contribuir a despejar incertidumbres y ofrece una oportunidad para que Grecia afronte una transformación radical, que le permita mejorar la competitividad, restaurar el crecimiento y asegurar la sostenibilidad de sus finanzas públicas. Si esa oportunidad es aprovechada, la confianza de los inversores podría restaurarse más rápidamente.

en el caso de la banca, porque el sector, inmerso en un proceso de reestructuración y desapalancamiento, debía atender vencimientos voluminosos de deuda en un contexto en el que el mercado interbancario permanecía fracturado, las primas de riesgo repuntaron hasta valores próximos a los observados tras la quiebra de Lehman Brothers y las emisiones llegaron a paralizarse. Todo ello hizo que aumentara el temor a que las entidades se vieran forzadas a vender activos y a restringir el crédito, lo que actuaría como un elemento desestabilizador adicional sobre los mercados financieros y la economía. Como empezó a reflejar la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, las políticas crediticias de la banca acentuaron su carácter restrictivo en la segunda mitad del año. La contracción de la oferta y la menor demanda de fondos que suponía el deterioro económico y la incertidumbre futura determinaron una ruptura en la suave tendencia de recuperación de los préstamos al sector privado (véase gráfico 4.3).

La respuesta de las autoridades fue decisiva, tanto por parte de Gobiernos e instituciones europeas...

Para detener la dinámica de realimentación entre el sector público, la banca y la actividad económica y reducir los riesgos para la estabilidad financiera, los Gobiernos nacionales y las autoridades de la UEM adoptaron varias líneas de defensa. Así, los primeros renovaron su compromiso con la consolidación fiscal y las reformas estructurales, al tiempo que los jefes de Estado y de Gobierno de la UE, como se explica con más detalle en el apartado 3, reforzaron los mecanismos de gestión de crisis, aumentando su capacidad de préstamo y flexibilizando sus posibilidades de actuación frente a la crisis. Asimismo, para recuperar la confianza sobre la banca, se aprobó en octubre el «paquete bancario», que prolongaba la posibilidad de que el sector público avalara las emisiones de deuda y elevaba temporalmente las ratios de capital exigidas, incluyendo la necesidad de construir un colchón adicional de recursos propios frente a las exposiciones de deuda soberana, que podrían satisfacerse con apoyo de los Gobiernos, recurriendo, si fuera necesario, a los préstamos de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF).

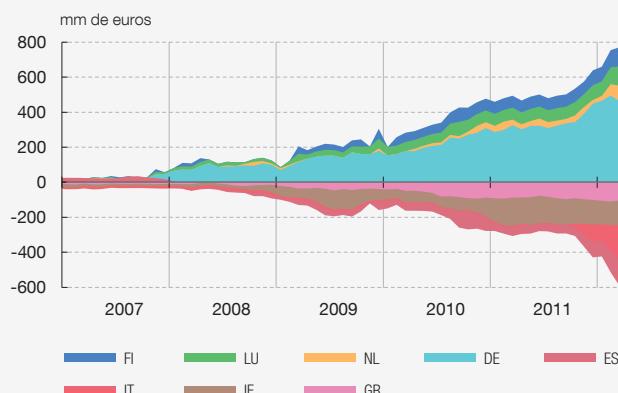
... como, especialmente, por parte del Eurosistema

Sin embargo, los pasos dados no fueron todo lo contundentes que la situación requería, por lo que la actuación del BCE fue clave para la estabilización de la situación. Como se detalla en el siguiente epígrafe, durante el último trimestre de 2011 el BCE recuperó la orientación expansiva de la política monetaria y amplió y fortaleció la batería de medidas no convencionales (véase gráfico 4.4).

Los beneficios que se derivan de la integración financiera son bien conocidos: facilitar la correcta canalización de los fondos desde

los agentes económicos y los países con excedentes de ahorro hacia los que registran déficit, y permitir compartir y diversificar los

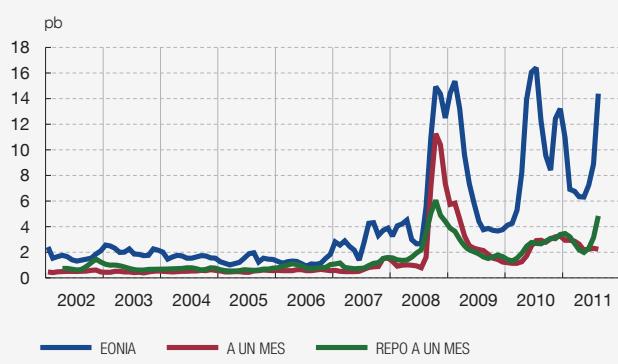
1 SALDOS TARGET2 DE LOS BANCOS CENTRALES NACIONALES EN EL EUROSISTEMA



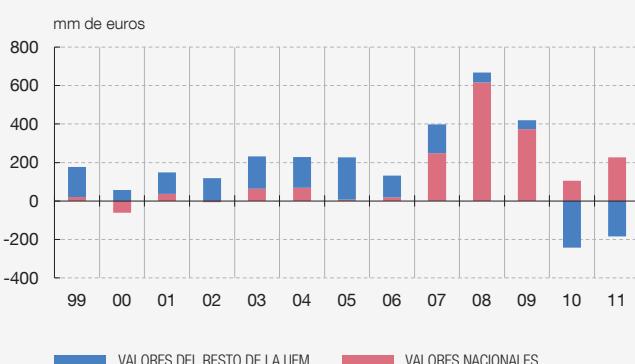
2 PORCENTAJE DE PRÉSTAMOS CONCEDIDOS POR LAS ENTIDADES DE CRÉDITO A SECTORES NACIONALES RESPECTO AL TOTAL DE LA UEM



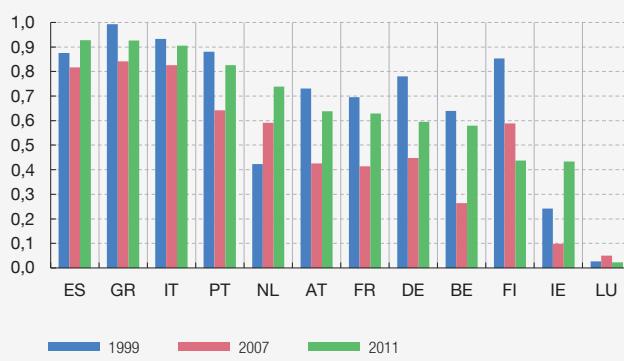
3 DESVIACIÓN TÍPICA POR PAÍSES DE LOS TIPOS DE INTERÉS INTERBANCARIOS (Media móvil de 61 días)



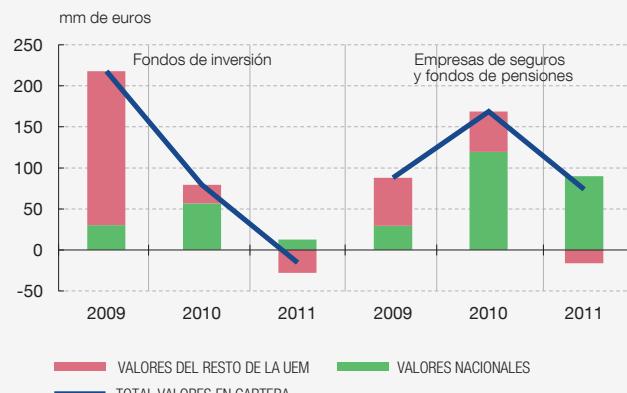
4 FLUJOS NETOS DE VALORES DE RENTA FIJA EN PODER DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO



5 INDICADOR DEL SESGO PAÍS EN LA CARTERA DE VALORES DE RENTA FIJA DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO (a)



6 FLUJOS NETOS DE VALORES EN LA CARTERA DE INVERSORES INSTITUCIONALES



FUENTES: Banco Central Europeo y Bancos Centrales Nacionales.

a El indicador de sesgo nacional en la cartera de renta fija de las entidades de crédito ha sido calculado como uno menos el cociente entre la proporción en las carteras de renta fija de las instituciones financieras monetarias de valores del resto de países de la UEM y el tamaño relativo de las emisiones de renta fija del resto de los países de UEM sobre el total de la UEM. Valores del indicador cercanos a 1 evidencian una elevada presencia de valores nacionales en la cartera de las entidades de crédito (alto sesgo nacional), y próximos a cero, una importante tenencia de valores no nacionales (bajo sesgo nacional).

riesgos de una forma más eficiente. Desde su creación, la Unión Monetaria ha desempeñado un papel clave como catalizador en dicho proceso de integración en el área del euro. En el conjunto del período, los avances en este campo han generado un aumento de los flujos financieros transfronterizos dentro del área, así como de los volúmenes de activos y pasivos externos acumulados por los países de la UEM.

Sin embargo, la crisis iniciada en 2007 ha supuesto una interrupción de la trayectoria de integración financiera europea en un contexto en el que, a nivel internacional, el proceso de globalización se ha visto también severamente afectado. La agudización de las tensiones en los mercados de deuda soberana de mediados de 2011 ha desacelerado la actividad financiera transfronteriza entre países del área del euro y ha dado lugar a una segmentación e, incluso, a una renacionalización de algunos mercados. Una de las consecuencias de esta interrupción de los flujos de pagos e ingresos privados transfronterizos dentro de la UEM ha sido la necesidad de que el Eurosistema lleve a cabo la labor de intermediación que antes realizaba el mercado interbancario, lo que se ha reflejado en una importante acumulación de saldos deudores y acreedores de los BCN frente al BCE en TARGET2 (véase gráfico 1). Esta vuelta de los inversores a los mercados financieros nacionales ha puesto de manifiesto algunas de las debilidades de la arquitectura financiera e institucional de la UE.

Una medida habitual de integración financiera es el denominado «sesgo nacional» (*home bias*), que se traduce en la presencia, en las carteras de los inversores, de un volumen relativo de activos nacionales frente a los extranjeros más elevado de lo que sugerían los modelos de diversificación internacional de las carteras. French y Poterba (1991), en *Investor Diversification and International Equity Markets*, documentan este fenómeno. Sin embargo, durante la década de los noventa del siglo pasado y los primeros años del corriente, se había registrado una disminución del sesgo nacional tanto en los balances de los bancos como en el de los sectores institucionales de los países de la OCDE, y muy especialmente en los del área del euro.

La crisis financiera ha paralizado e, incluso, revertido esta dinámica de las dos últimas décadas, y ya en 2007 se hicieron evidentes los primeros síntomas del aumento del peso relativo de los activos nacionales. Uno de los mercados donde esta evolución ha sido más evidente es en el interbancario. Así, después de un largo período de retroceso, el porcentaje de la financiación negociada con entidades de crédito nacionales aumentó en tan solo un año desde el 65 % hasta alcanzar cifras por encima del 70 % en 2008, incremento que se vio reforzado en el segundo semestre de 2011, a raíz de la intensificación de las tensiones soberanas, hasta aproximarse al 75 % a principios de 2012 (véase gráfico 2). Estas distorsiones también se vieron reflejadas en los tipos de interés negociados en dicho mercado, afectando al primer eslabón de la transmisión de la política monetaria (véase gráfico 3). Pero, incluso en el caso de los préstamos bancarios, el suave perfil decreciente que mostraba desde el inicio del euro la proporción de la actividad

nacional —a pesar de que la naturaleza minorista de este segmento hace que estas operaciones se realicen de forma mayoritaria entre prestamistas y prestatarios con la misma residencia— se detuvo en 2007 (véase gráfico 2).

Las carteras de valores de renta fija de los bancos registraron un comportamiento similar en este período. Tras un importante aumento de las adquisiciones de deuda de emisores con la misma nacionalidad en los años 2007-2009, el agravamiento de las tensiones en los mercados de deuda pública soberana provocó que las entidades de crédito empezaran también a desprenderse de los valores exteriores (véase gráfico 4). Por países, el aumento del sesgo nacional en la cartera de renta fija de las entidades de crédito ha sido generalizado desde 2007 e incluso, en algunos de ellos —como Holanda, España e Irlanda—, la preferencia por los bonos nacionales ha alcanzado niveles superiores a los registrados con anterioridad a la introducción del euro (véase gráfico 5). El sesgo país es más elevado en los países mediterráneos, lo cual ha venido a reforzar la interacción entre el riesgo soberano y el riesgo bancario (véase recuadro 1.1). No obstante, el incremento de la presencia de bonos nacionales ha sido más pronunciado en los países menos afectados por las tensiones soberanas, lo que puede reflejar el mayor riesgo de crédito percibido en los bonos emitidos por otros Estados como consecuencia de la crisis de deuda soberana.

Aunque la información disponible es más limitada, esta misma evolución se refleja en las carteras de los inversores institucionales. Así, en el año 2011 ha disminuido la presencia de activos transfronterizos de la UEM tanto en los fondos de inversión como en los seguros y fondos de pensiones. Si bien los flujos de ambos se han visto reducidos de forma significativa en 2011, la desagregación entre domésticos y resto de la UEM refleja una importante desinversión en los valores no nacionales (véase gráfico 6).

Finalmente, es importante señalar que algunas debilidades del marco institucional del área del euro han tendido a reforzar los efectos de la crisis sobre la estabilidad financiera del área y la actividad financiera transfronteriza en la UEM. La imperfecta armonización a nivel europeo de la regulación y la supervisión bancaria y la práctica ausencia de una dimensión macroprudencial en ambas dificultaron la detección de vulnerabilidades antes de la crisis y, una vez que esta se evidenció, constituyeron un obstáculo para llevar a cabo una gestión eficiente de la misma, coadyuvando a la fragmentación e incluso a una renacionalización de algunos segmentos del mercado. En respuesta a dichas debilidades, la UE ha iniciado una serie de reformas dirigidas a mejorar la coordinación en la regulación y la supervisión financiera tanto a nivel macro como microprudencial y ha impulsado medidas destinadas a fortalecer la resistencia de los bancos, mejorar las infraestructuras y avanzar, en definitiva, en la armonización a nivel europeo. No obstante, resulta esencial que los países pertenecientes al área del euro avancen en solventar las limitaciones que en el contexto de una unión monetaria tienen los marcos existentes, eminentemente nacionales, de gestión y resolución de crisis financieras.

## CONDICIONES FINANCIERAS EN LA ZONA DEL EURO

GRÁFICO 4.2

ÍNDICES BURSÁTILES  
Fin de período



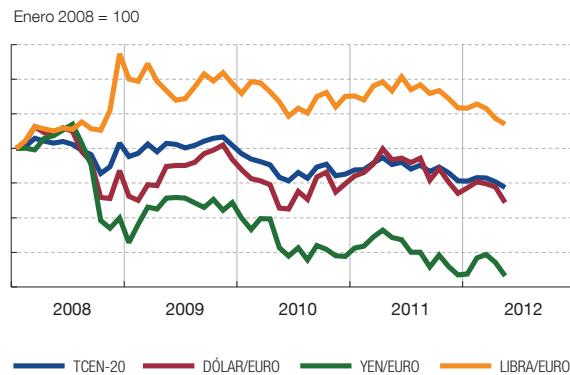
DIFERENCIAL DE LOS BONOS CORPORATIVOS BBB  
*Asset swap spread. Media mensual*



RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS  
Media mensual



TIPOS DE CAMBIO DEL EURO  
Fin de período



FUENTES: Banco Central Europeo y JP Morgan.

Las tensiones comenzaron a aliviarse a finales de 2011, aunque los riesgos no han desaparecido

Todas estas actuaciones contribuyeron al alivio parcial de las tensiones, relajadas también tras la culminación del PSI griego, que logró una reducción de la deuda soberana de más de 100 mm de euros, en torno al 50 % del PIB griego, y la aprobación del segundo programa de ayuda a Grecia, valorado en 130 mm de euros. A pesar de todo ello, los riesgos aún son elevados, ya que las dificultades para formar un Gobierno estable existentes en el momento de finalización de este Informe suponen una amenaza para la buena marcha del programa de asistencia. Los indicadores de estrés financiero permanecieron en niveles altos y volvieron a surgir brotes de inestabilidad en abril y en mayo de este año, evidenciando la necesidad de seguir avanzando en la corrección de los desequilibrios todavía presentes y en el fortalecimiento institucional y de la gobernanza del área del euro.

## 2 Evolución macroeconómica y políticas de demanda

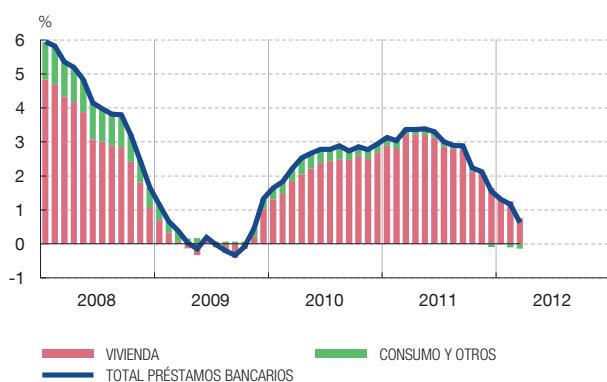
La recuperación económica iniciada a finales de 2009 se interrumpió por los efectos sobre la demanda interna de la crisis de la deuda soberana...

En 2011, el PIB del área del euro registró un incremento del 1,5 %, tras el 1,9 % alcanzado en 2010. La actividad económica inició el año con un gran dinamismo, pero fue perdiendo impulso, hasta retroceder en el último trimestre de 2011 y estancarse en el primero de 2012, como consecuencia de los efectos que la crisis de la deuda soberana ejerció sobre la demanda interna a través de diversos canales. El endurecimiento de las condiciones de financiación, agudizado por el necesario proceso de desapalancamiento de las entidades bancarias, y la introducción de planes de consolidación fiscal para cumplir los compromisos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento supusieron un impacto negativo sobre el gasto público y privado. Por otra parte, la persistente incertidumbre sobre el alcance de la crisis y las dudas sobre la falta de determinación

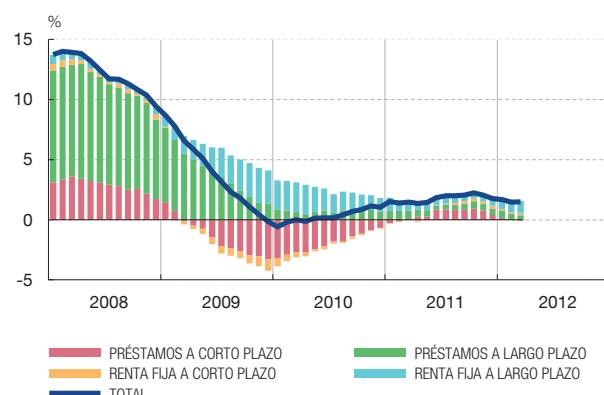
## FINANCIACIÓN AL SECTOR PRIVADO

GRÁFICO 4.3

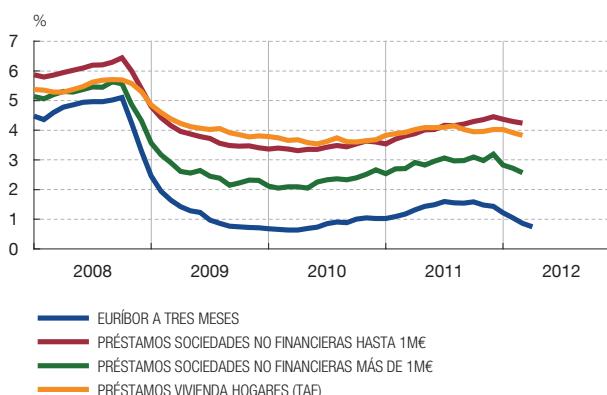
FINANCIACIÓN A HOGARES  
Crecimiento interanual y contribuciones



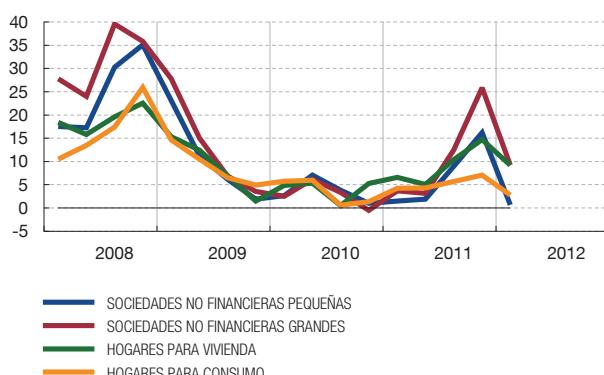
FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Crecimiento interanual y contribuciones



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  $\times 1$ .

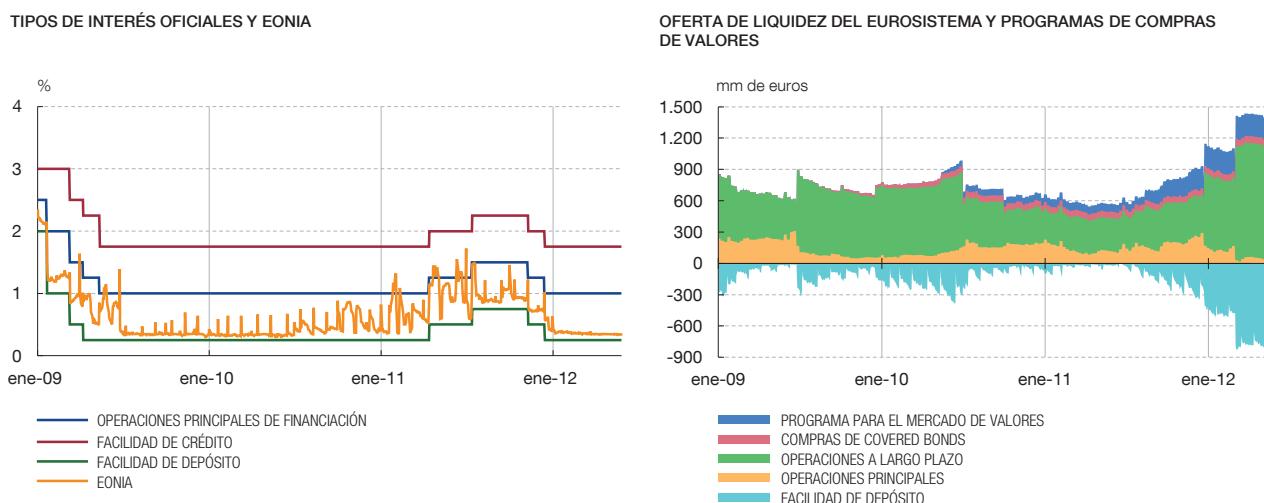
de las instituciones europeas y algunos Gobiernos para enfrentar la crisis debilitaron la confianza de familias y empresas. El consumo privado se vio constreñido también por el reducido aumento de la renta disponible real de los hogares, resultado del escaso dinamismo del empleo —que apenas creció un 0,1 % en 2011— y del repunte de la inflación.

... mientras que la demanda exterior neta amplió su aportación al producto

Las exportaciones de bienes y servicios del área del euro ralentizaron su ritmo de avance en 2011, en consonancia con la evolución del comercio mundial, mientras que las importaciones se desaceleraron más intensamente, debido a la pérdida de impulso de la demanda final. Por ello, la contribución de la demanda exterior neta a la variación del PIB se amplió hasta alcanzar el mayor valor desde el inicio de la UEM.

Las divergencias en la evolución de la actividad y el empleo entre los países del área se acrecentaron

La evolución económica del área del euro vino marcada también por una creciente heterogeneidad entre los distintos países, que reflejó, fundamentalmente, el comportamiento divergente de la demanda interna. Así, en aquellos países, como Alemania y Austria, donde esta variable mostró un mayor dinamismo, se alcanzaron sustanciales crecimientos del producto, superiores al 3 %. En sentido contrario, Grecia y Portugal experimentaron marcados retrocesos de sus PIB —del 6,9 % y el 1,6 %, respectivamente—, ya que los efectos de la crisis de la deuda soberana fueron particularmente severos. La debilidad



FUENTE: Banco Central Europeo.

de la demanda en estos países se reflejó en un marcado descenso de sus importaciones, pero el ajuste de las pérdidas acumuladas de competitividad en términos de precios y costes relativos fue reducido y los déficits por cuenta corriente permanecieron en niveles elevados.

La disparidad creciente entre las economías de la UEM se trasladó al mercado de trabajo. El empleo experimentó un crecimiento vigoroso en Austria, Bélgica, Finlandia y, en especial, Alemania. En esta última economía, la evolución desde el inicio de la crisis de la tasa de paro, que ha descendido por debajo del 6 %, alcanzando el nivel mínimo de las últimas décadas, ilustra los efectos beneficiosos de las reformas del mercado de trabajo que se realizaron en la década anterior. En cambio, en Grecia, Portugal, Irlanda y España, el aumento del desempleo fue muy intenso.

La inflación repuntó a lo largo del año

A lo largo de 2011, la inflación en el área del euro se mantuvo en registros elevados, llegando incluso a alcanzar un nivel del 3 % en otoño, impulsada, en gran medida, por el comportamiento alcista de sus componentes más volátiles —energético y alimenticio— (véase gráfico 4.5). La tasa de variación interanual de los precios de los componentes más estables del IAPC —servicios y bienes industriales no energéticos— también registró un cierto repunte, asociado a los aumentos de la imposición indirecta y de los salarios en algunos países como Alemania, con menor holgura en su mercado de trabajo.

La política monetaria se adaptó a las cambiantes perspectivas de los riesgos para la estabilidad de precios y actuó para superar los bloqueos que la inestabilidad financiera introdujo en su transmisión hacia la economía

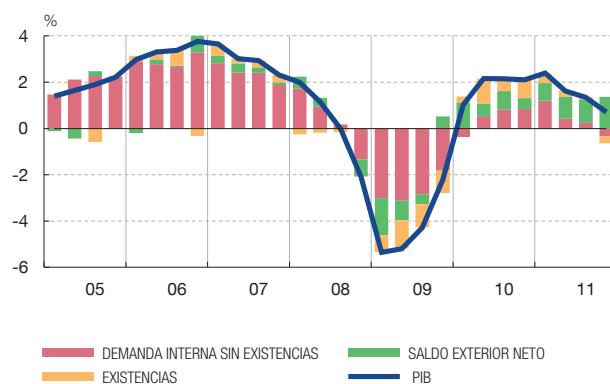
Durante la primera mitad del año, el afianzamiento de una modesta recuperación de la actividad económica en el área, junto con la elevación de los precios de las materias primas y el aumento previsto en los impuestos indirectos y precios administrados, hizo emergir riesgos al alza para el objetivo de mantenimiento de la estabilidad de precios, que requirieron un ajuste moderado en el tono marcadamente expansivo que mantenía la política monetaria. Ante este escenario, el Consejo de Gobierno del BCE decidió en abril y en julio elevar los tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos, respectivamente, hasta situarlos en el 1,5 % para las operaciones principales de financiación, al tiempo que comenzó a retirar algunas de las medidas excepcionales adoptadas hasta ese momento.

Pronto se hizo patente, sin embargo, que las perspectivas de recuperación económica del área —muy dependiente del entorno exterior y del apoyo que proporcionaba la política monetaria— se disipaban, y a partir del verano las tensiones en los mercados financieros

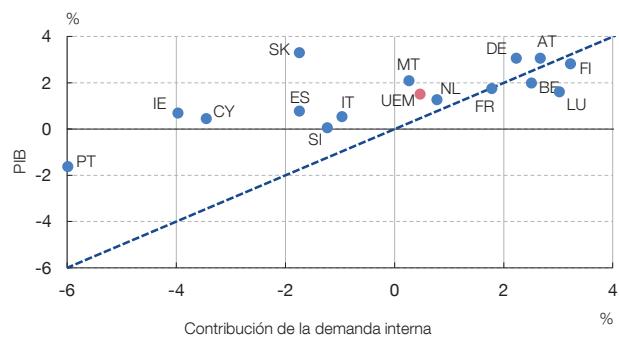
## UEM: CRECIMIENTO, MERCADO DE TRABAJO Y PRECIOS

GRÁFICO 4.5

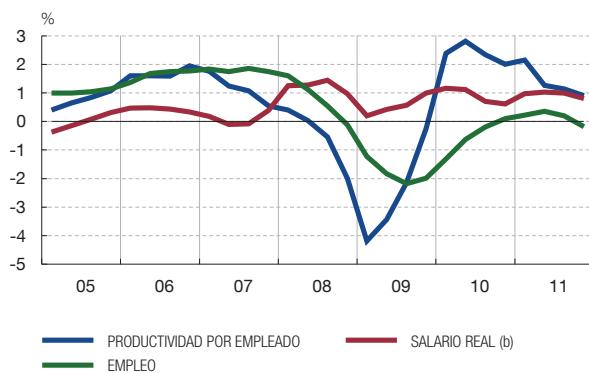
TAZA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE SUS COMPONENTES



CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIÓN DE LA DEMANDA INTERNA EN 2011 (a)



SALARIO REAL Y PRODUCTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO E INDUSTRIALES  
Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

- a No se representan Grecia y Estonia porque distorsionan el gráfico. Los valores para Grecia son una caída del PIB del 6,9 % y una contribución negativa de la demanda interna de 9,3 pp . Para Estonia son un crecimiento del PIB del 7,6% y una contribución positiva de la demanda interna de 7,5 pp.
- b Diferencia entre la variación de la remuneración por asalariado y el deflactor del PIB.

se recrudecieron, afectando de forma severa al mecanismo de transmisión de la política monetaria. Ante estas nuevas circunstancias, el BCE relajó el tono de la política monetaria, al tiempo que introdujo una ambiciosa batería de medidas de carácter no convencional. Así, el Consejo de Gobierno redujo los tipos de interés en 25 puntos básicos en noviembre y diciembre, hasta situar en el 1 % el que se aplica en las operaciones principales de financiación. Los tipos de las facilidades de depósito y de crédito quedaron establecidos en el 0,25 % y el 1,75 %. De manera complementaria, y para proteger la efectividad de la política monetaria, el BCE extendió las medidas de carácter no convencional de apoyo al crédito a tres mercados claves en el mecanismo de transmisión: el interbancario, el de los bonos garantizados (o de cédulas, en el mercado español) y el de la deuda pública.

El BCE reforzó su posición de intermediador en la distribución de liquidez ampliando hasta tres años el plazo al que suministra liquidez al mercado...

El funcionamiento deficiente del mercado interbancario y los problemas de financiación de la banca, lastrada por la falta de confianza, hicieron que el BCE siguiera reforzando su posición de intermediador en la distribución de la liquidez e intensificara algunas de las medidas adoptadas en el pasado. Por un lado, prorrogó en agosto —y de nuevo en octubre— la modalidad de subastas con adjudicación plena en todas sus operaciones. De manera coordinada con otros bancos centrales, prolongó la vigencia y redujo el coste de los acuerdos de provisión de liquidez en dólares estadounidenses, y, como medida de continencia, introdujo mecanismos para proveer liquidez en otras divisas. En tercer lugar, el

... reanudó el Programa para la Compra de Valores e introdujo un nuevo programa de adquisiciones de bonos bancarios garantizados

Los Gobiernos diseñaron una consolidación fiscal ambiciosa, en la que hubo que perseverar pese al deterioro de las perspectivas de crecimiento

La política fiscal adquirió un carácter marcadamente contractivo a medida que avanzaba el año

BCE amplió sustancialmente el horizonte de sus préstamos, hasta abarcar tres años en dos subastas realizadas en diciembre de 2011 y febrero de 2012, con las que, en términos brutos, inyectó más de un billón de euros. Finalmente, la autoridad monetaria redujo el coeficiente de caja hasta el 1 % (desde el 2 % anterior) y extendió el colateral admisible en sus operaciones de préstamo.

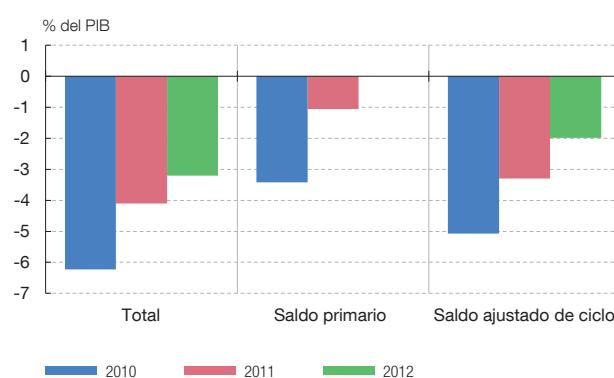
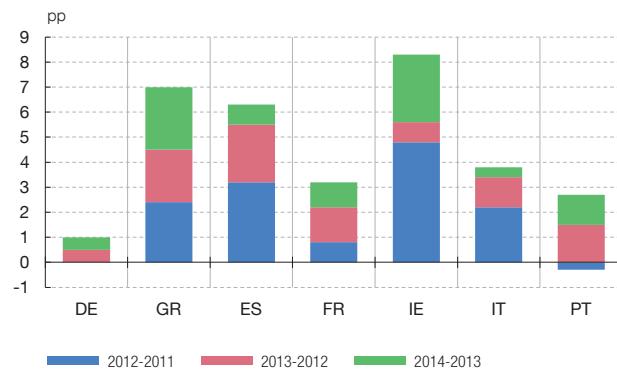
Las condiciones en los mercados determinaron también que en agosto, tras el anuncio de nuevas medidas de política fiscal y estructural por parte de los Gobiernos italiano y español, el BCE reactivara el Programa para la Compra de Valores (SMP, por sus siglas en inglés), que había permanecido inactivo desde abril. Las adquisiciones acumuladas de deuda en los mercados secundarios bajo este Programa —que no cuenta con objetivos cuantitativos específicos— llegaron a superar los 200 mm de euros. En relación con el mercado de bonos bancarios garantizados —como las cédulas del mercado español—, el BCE puso en marcha un segundo programa de adquisiciones (el CBPP2, por sus siglas en inglés) similar al CBPP que se desplegó en julio de 2009 y con un objetivo de inversiones por valor de 40 mm de euros en mercados primarios y secundarios entre noviembre de 2011 y octubre de 2012.

La recaída de la actividad económica añadió mucha complejidad al diseño y ejecución de la política fiscal en la zona del euro. El margen para establecer políticas fiscales expansivas había quedado totalmente exhausto en los primeros momentos de la crisis, cuando la aplicación de amplias políticas de estímulo de la demanda, la actuación de los estabilizadores automáticos y la asistencia a las entidades financieras propiciaron un deterioro muy significativo de los saldos presupuestarios, elevando los niveles de deuda pública hasta máximos históricos. Por ello, los programas de estabilidad elaborados en mayo proyectaban una consolidación fiscal muy ambiciosa para los años 2011-2014, que aprovechaba las perspectivas de recuperación económica existentes. En la segunda mitad del ejercicio, pese a que ya se evidenciaban signos de deterioro de las condiciones económicas y de las perspectivas de crecimiento, muchos Estados se vieron obligados a profundizar en esa estrategia para cumplir los compromisos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, en un contexto de extrema tensión de los mercados de deuda soberana.

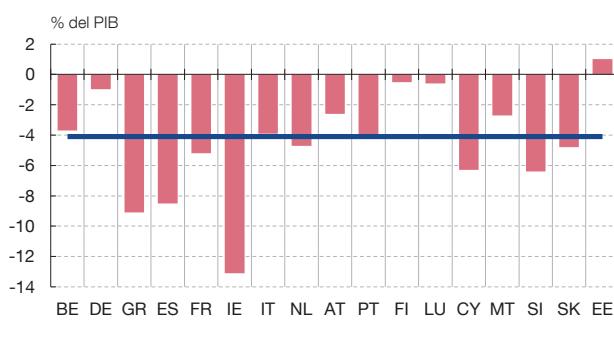
Así, el déficit público del conjunto de la zona del euro se aproximó al 4 % del PIB en 2011, dos puntos por debajo del observado en 2010, con una disminución similar del saldo ajustado del ciclo (véase gráfico 4.6). La mayor parte del ajuste del déficit provino de la contención del gasto público en términos del PIB, con medidas muy diversas, entre las que destacan las reformas en los sistemas de pensiones y las rebajas de los salarios y del empleo público, además de la retirada de los estímulos implementados durante la fase inicial de la crisis. También algunos países llevaron a cabo subidas de los impuestos indirectos. Por su parte, la deuda pública siguió aumentando, reflejando sobre todo mayores pagos por intereses.

De acuerdo con los compromisos adquiridos tras la revisión del Pacto de Estabilidad y Crecimiento en 2012, el déficit del conjunto de la UEM continuará reduciéndose, aunque a un ritmo inferior, y podría situarse en niveles próximos al 3 % del PIB, según los programas de estabilidad presentados en abril. Esta consolidación conlleva recortes adicionales en los salarios públicos y un nuevo aumento de los impuestos indirectos. Alemania, Bélgica, Italia y Austria podrían registrar un déficit inferior al 3 % del PIB en este año, uniéndose a Finlandia, Luxemburgo y Estonia, que en la actualidad son los únicos países de la UEM que no están sujetos al procedimiento de déficit excesivo. Con todo, la ratio de deuda seguirá aumentando en 2012, hasta situarse por encima del 90 % del PIB.

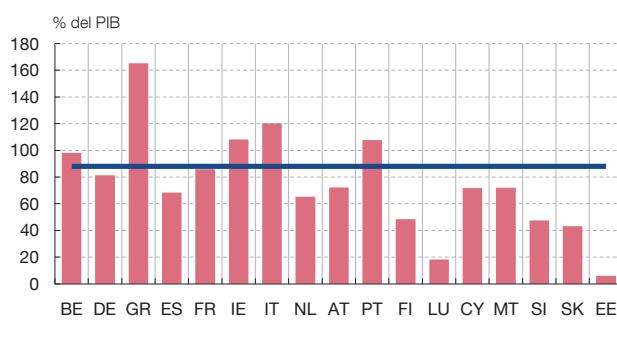
DÉFICIT (-) / SUPERAVIT (+) PÚBLICO (a)

PROGRAMAS DE ESTABILIDAD:  
VARIACIÓN DEL SALDO PRESUPUESTARIO (b)

SALDO PRESUPUESTARIO EN 2011



DEUDA PÚBLICA EN 2011



FUENTE: Programas de Estabilidad y Convergencia, Comisión Europea.

- a) Previsiones de primavera-2012 de la CE.
- b) Programas de estabilidad elaborados en 2012.

### 3 Avances en la reforma de la gobernanza europea

En 2011 se produjeron reformas ambiciosas en la arquitectura de la gobernanza europea

En el terreno fiscal, las actuaciones abarcaron diversos ámbitos: se culminó la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento...

Desde 2008, las instituciones europeas y los Gobiernos han venido adoptando un amplio conjunto de iniciativas encaminadas a corregir las deficiencias que la crisis ha ido desvelando en el marco institucional de la UE. En un primer momento, los esfuerzos fueron dirigidos sobre todo a la creación del nuevo Sistema Europeo de Supervisión Financiera, que entró en funcionamiento en 2011 y está formado por tres autoridades europeas encargadas de labores microprudenciales (bancos, seguros y mercados) y por la Junta Europea de Riesgo Sistémico (ESRB, por su acrónimo en inglés), encargada de la política macroprudencial. A partir de 2010, se profundizó en esa línea de actuación y se emprendieron acciones en tres áreas claves para la gobernanza del área del euro: el fortalecimiento de los mecanismos de estabilidad fiscal; la extensión del perímetro de supervisión económica al resto de los desequilibrios macroeconómicos, y la creación de un mecanismo de asistencia financiera a países que pudieran sufrir restricciones en el acceso a la financiación en los mercados o crisis de liquidez.

En el ámbito fiscal, la estrategia de revisión de la gobernanza se desplegó en diversos frentes, con el propósito final de dar mayor solidez a los mecanismos de supervisión existentes a nivel europeo y de mejorar las instituciones y las estadísticas fiscales nacionales. En particular, en diciembre de 2011 entró en vigor el nuevo Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), que fortalece los instrumentos de prevención mediante la incorporación de

... la Comisión Europea presentó nuevas propuestas legislativas...

límites al gasto público y el establecimiento de un conjunto más amplio de sanciones, que se aplicarían en una fase más temprana del procedimiento. También se presta mayor atención a la deuda pública, estableciendo criterios de corrección cuando esta supera los niveles de referencia del 60 % del PIB. Para mejorar el cumplimiento de los compromisos, las recomendaciones y sanciones se adoptarán, en general, mediante un procedimiento de votación inversa, en el que las propuestas de la Comisión Europea se consideran aceptadas, a no ser que el Consejo se pronuncie en contra de ellas por mayoría cualificada.

... y se firmó el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza

También a finales de año, la Comisión Europea presentó dos propuestas legislativas, que en la actualidad se encuentran en fase de discusión parlamentaria. Estas directivas incorporan la posibilidad de que la Comisión pueda emitir una opinión más temprana sobre los presupuestos nacionales, en caso de que estos no garanticen el cumplimiento de los compromisos del PEC, al tiempo que establecen mayores controles y requisitos de información para los países en procedimiento de déficit excesivo y un refuerzo adicional de la supervisión económica y presupuestaria de los Estados miembros que padecen —o corren el riesgo de padecer— dificultades financieras. También incorporan disposiciones para la mejora de las instituciones fiscales nacionales, recomendando la creación de consejos fiscales independientes a nivel nacional y otras modificaciones que ahondan en las directrices iniciales establecidas en la Directiva sobre marcos fiscales.

Otro elemento esencial en la reforma de la gobernanza fue la aprobación del Mecanismo de Alerta y del Procedimiento de Desequilibrio Excesivo, para la supervisión del resto de políticas macroeconómicas

Finalmente, una de las principales innovaciones fue la aprobación del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, todavía pendiente de ratificación, que establece una primera línea de defensa de la disciplina fiscal a nivel nacional al incorporar la obligación de trasladar los compromisos del PEC a los ordenamientos jurídicos nacionales, preferiblemente a la Constitución. Su principal elemento consiste en la introducción de un nuevo pacto presupuestario por el que los países se comprometen a mantener un saldo presupuestario equilibrado a lo largo del ciclo económico, lo que se materializa en la obligación de alcanzar un déficit estructural inferior al 0,5 % del PIB nominal. No obstante, se deja margen de maniobra para establecer políticas fiscales discrecionales en circunstancias excepcionales o crisis severas. En la práctica, este pacto no introduce nuevos requisitos respecto a los compromisos adquiridos en el marco de vigilancia europeo —donde los países tienen el objetivo de medio plazo de mantener un saldo estructural que varía entre el -0,5 y el 0,5 % del PIB—, pero otorga carácter legal a estos compromisos —que hasta el momento habían recibido una atención menor— e incorpora un mecanismo automático de corrección de las desviaciones, todavía pendiente de especificar. Este Tratado posee inicialmente un carácter intergubernamental, si bien está previsto que se incorpore al Tratado de funcionamiento de la UE tan pronto como sea posible. Su ratificación constituye una condición indispensable para poder acceder a la asistencia del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE).

Otro elemento importante de la revisión de la gobernanza ha sido la extensión del perímetro de vigilancia al resto de las políticas macroeconómicas y estructurales, que antes estaban sujetas a mecanismos de supervisión muy laxos. La reforma introduce un nuevo procedimiento formal para la vigilancia de los desequilibrios macroeconómicos internos y externos. El procedimiento posee un brazo preventivo, el Mecanismo de Alerta, compuesto por un conjunto de indicadores económicos, financieros y estructurales que tienen como objetivo permitir detectar con antelación la gestación de desequilibrios que puedan suponer un riesgo para la estabilidad de la UEM. También posee un brazo correctivo, el Procedimiento de Desequilibrio Excesivo, en cuyo marco se establecerán recomendaciones de política económica a los Estados miembros que presenten desequilibrios elevados. El incumplimiento reiterado de estas recomendaciones podrá concluir con la imposición de sanciones.

La CE adoptó el primer informe del Mecanismo de Alerta, que señala a siete economías de la zona euro como aquellas con riesgos potenciales de desequilibrios excesivos

Finalmente, se continuó avanzando en el diseño de mecanismos de gestión de crisis

A lo largo del año se pusieron de manifiesto las limitaciones del diseño inicial del mecanismo de gestión de crisis...

... se amplió su capacidad operativa y se buscaron fórmulas para potenciar su capacidad de préstamo...

... y, finalmente, se aceleró la entrada en funcionamiento del Mecanismo Europeo de Estabilidad

El primer informe del Mecanismo de Alerta se presentó en febrero de 2012 en el contexto del segundo Semestre Europeo. El informe señala a Bélgica, España, Francia, Italia, Chipre, Eslovenia y Finlandia (además del Reino Unido, Suecia, Bulgaria, Dinamarca y Hungría) como las economías que podrían estar en riesgo de desequilibrio excesivo. La Comisión Europea deberá realizar un análisis en profundidad de la situación económica de estos países y de las decisiones adoptadas para corregir los desequilibrios. El procedimiento no se aplica a Grecia, a Portugal y a Irlanda al encontrarse sujetos ya a supervisión reforzada en el marco de los programas de asistencia.

Por último, a lo largo de 2011 se han producido también avances importantes para el establecimiento de un mecanismo de gestión de crisis, aunque todavía quedan aspectos significativos pendientes de completar. La crisis de Grecia, que se atajó inicialmente a través de los préstamos bilaterales de todos los Estados miembros de la UEM, puso en evidencia la necesidad de disponer de un marco institucional de gestión de crisis en el área del euro que permitiera afrontar y superar los problemas con rapidez. El diseño de este marco ha sido muy complejo, porque, en esencia, se trata de establecer mecanismos de solidaridad y de asistencia financiera con la potencia suficiente para afrontar las tensiones que pueden registrar algunos Estados miembros y los procesos de contagio, sin que ello desincentive que los Gobiernos mantengan políticas económicas consistentes con las exigencias de la UEM.

A mediados de 2010 se creó la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera, con carácter provisional, y se establecieron los principios generales de funcionamiento del MEDE. En un principio, estos mecanismos se concibieron como una última salvaguarda para afrontar problemas de liquidez localizados en países con fuertes desequilibrios, y la asistencia llevaba aparejada una condicionalidad estricta y elevados costes económicos, que había que añadir a los costes políticos. Pero esta concepción inicial pronto quedó desbordada por la virulencia de las sucesivas oleadas de tensiones, que evidenciaron la necesidad de establecer con urgencia cortafuegos mucho más potentes y flexibles.

En la Cumbre europea de julio, se consensuó una significativa ampliación de la capacidad operativa de la Facilidad, otorgándole la posibilidad de conceder asistencia financiera con carácter precautorio, de adquirir deuda soberana en los mercados primarios y secundarios, y de facilitar a los Gobiernos préstamos destinados a la recapitalización bancaria. También se dieron pasos para reducir los tipos de interés aplicados a los préstamos y ampliar sus plazos. Y posteriormente, en octubre, se acordaron medidas para, sin tener que comprometer recursos adicionales, maximizar la capacidad de préstamo mediante dos opciones de apalancamiento, que no serían mutuamente excluyentes: la primera consiste en la posibilidad de otorgar un aseguramiento o garantía parcial a las nuevas emisiones de bonos soberanos de Estados miembros en dificultades, y la segunda supone la creación de un vehículo financiero (*special purpose vehicle*) con el fin específico de atraer inversiones de instituciones financieras privadas y públicas. La implementación de estos acuerdos todavía no se ha completado y su viabilidad está sujeta a mucha incertidumbre.

Por ello, en diciembre de 2011, se acordó acelerar la puesta en funcionamiento del MEDE, de modo que entre en vigor en julio de 2012 (véase recuadro 2 del «Informe trimestral de la economía española», del Boletín Económico del Banco de España de abril de 2012). Este mecanismo dispondrá de la flexibilidad operativa que se otorgó a la Facilidad, con la ventaja de que su estructura de capital es más sólida. Frente a la estructura de garantías en cascada de la Facilidad, la existencia de un capital inicial desembolsado hace que el MEDE sea menos vulnerable al riesgo de que la solicitud de asistencia financiera por parte de un Estado miembro pueda desencadenar sucesivas rebajas de calificaciones

#### **4 Las prioridades de las políticas económicas nacionales en el contexto de la UEM**

La crisis ha puesto de manifiesto la necesidad de cambiar el rumbo de las políticas económicas nacionales

Los países bajo programa han introducido reformas de calado en los mercados de trabajo y de servicios

A medida que avanzaba el año, se extendió la agenda reformadora a otros países

A nivel intergubernamental, el Semestre Europeo refuerza la coordinación *ex ante* de las políticas económicas de los Estados miembros

El *Informe Anual de Crecimiento* publicado por la CE fija las prioridades de las políticas económicas nacionales para los próximos meses...

crediticias del resto de sus socios. Durante los primeros años, el MEDE coexistirá con la Facilidad, con una capacidad efectiva conjunta de financiación de 700 mm de euros.

Una de las principales lecciones que se pueden extraer de la crisis en el área del euro es la necesidad de que los Estados miembros adapten sus políticas económicas a las exigencias que se derivan de la pertenencia a la UEM, ya que fue precisamente esa falta de adaptación la que, en última instancia, propició la gestación de desequilibrios de naturaleza muy diversa, que acabaron enquistándose por la complacencia con que los observaron las autoridades y los mercados. El denominado Pacto por el Euro Plus, firmado en marzo de 2011, trata precisamente de reforzar el grado de compromiso de los Gobiernos con el establecimiento de políticas orientadas a impulsar el crecimiento y la mejora de la competitividad.

Desde esta óptica, los programas vigentes de asistencia financiera de Grecia, Irlanda y Portugal contemplan la necesidad de afrontar una profunda revisión de las estructuras económicas de estos países, incluyendo avances en la consolidación fiscal y en la reestructuración de sus sistemas bancarios. Así, en Portugal, el Gobierno puso en marcha un amplio conjunto de reformas en el ámbito de las relaciones laborales, con acuerdos para la flexibilización del tiempo de trabajo y para una reducción de los costes de despido y de la extensión temporal de las prestaciones por desempleo, e iniciativas orientadas a mejorar el funcionamiento del sistema judicial y a aumentar la competencia en las industrias de red. En Irlanda, se produjeron avances significativos en la recapitalización y la reestructuración del sistema bancario, y se introdujeron medidas para la reducción del desempleo. En el caso de Grecia (véase recuadro 4.1), tras algunos avances y retrocesos, la concesión del segundo programa de ayuda ha llevado aparejada la exigencia de medidas efectivas de reforma del mercado de trabajo —con una reducción de los salarios mínimos y de las cotizaciones sociales de los empresarios y modificaciones sustanciales en los procedimientos de negociación colectiva— y para la introducción de la competencia en las industrias de red y en las actividades de servicios.

Las reformas se han extendido a otros países que, sin haber precisado de asistencia financiera, han estado en el epicentro de las tensiones financieras o se vieron afectados por las mismas tras la agudización de la crisis en el verano de 2011. Dejando al margen España, que se trata extensamente en el capítulo 5, destaca el caso de Italia, que profundizó en la reforma de su sistema de pensiones, introdujo una liberalización ambiciosa en los servicios profesionales e impulsó medidas adicionales de flexibilización de su mercado de trabajo, con una modificación de las condiciones de despido y de la contratación temporal. Otras economías de menor tamaño, como Chipre, también han aprobado medidas de reforma estructural.

Por otra parte, la introducción del Semestre Europeo pretende mejorar la coordinación y la discusión en los foros europeos de los requisitos que se derivan del PEC y del nuevo procedimiento de vigilancia de los desequilibrios y de los planes de reformas nacionales donde, entre otras cosas, se plasman los compromisos adquiridos en el marco del Pacto por el Euro Plus y la Estrategia Europa 2020, si bien el grado de efectividad de este dispositivo dependerá de la determinación con que se instrumente.

El segundo Semestre Europeo se inició a finales de 2011, con la presentación por parte de la Comisión Europea del *Informe Anual de Crecimiento*, donde se establece una hoja de ruta para la política presupuestaria y de reforma estructural de los países de la UE en los próximos meses. De acuerdo con este Informe, refrendado en el Consejo Europeo de primavera, los esfuerzos de la política económica deberán concentrarse en alcanzar una consolidación fiscal compatible con el crecimiento, completar el saneamiento del sistema finan-

ciero prestando una atención especial a la mejora de las condiciones de financiación de las pequeñas y medianas empresas, impulsar la competencia en los mercados de servicios y en las industrias de red, eliminar las barreras administrativas pendientes y lograr una mayor eficiencia en las Administraciones Públicas. También se deberá afrontar una revisión de los sistemas de negociación colectiva, para conseguir que los salarios mantengan una relación más estrecha con la productividad, al tiempo que se defiende una política equilibrada de «flexiguridad», donde la relajación de las regulaciones que impiden un ajuste más flexible de los mercados laborales venga acompañada de políticas activas de empleo y de una mejora de la formación para asegurar una mayor integración de los jóvenes y de otros colectivos especialmente afectados por la crisis. En el contexto del análisis de los desequilibrios, también se prestará atención a los factores que subyacen a los superávits por cuenta corriente de algunos países.

... así como compromisos de reforma a nivel europeo

También se identifican algunas iniciativas que deberán llevarse a cabo a nivel europeo. Entre ellas, destacan en particular la traslación plena de la Directiva de Servicios y la creación del Mercado Único Digital, para corregir la excesiva fragmentación que aún existe en el mercado europeo. Asimismo, se acordó acelerar la implementación de las doce acciones prioritarias identificadas en el Acta del Mercado Único (aprobada en abril de 2011), que tratan de aumentar la movilidad de los ciudadanos europeos, mejorar el acceso a la financiación de algunas empresas y la protección del consumidor, y de preservar los derechos de la propiedad intelectual. Por último, se llama la atención sobre la necesidad de alcanzar una mayor coordinación impositiva entre los países de la UE, estableciendo una base común en el impuesto de sociedades y armonizando los impuestos sobre las transacciones financieras y sobre la energía.

## 5 Perspectivas y retos

Las políticas económicas adoptadas han permitido superar momentos de tensión muy graves y se anticipa una moderada recuperación a lo largo de 2012...

... si bien subsisten importantes elementos de riesgo

Las respuestas de política económica por parte de las autoridades monetarias y los Gobiernos, el fortalecimiento de los mecanismos de gestión de crisis y la culminación con éxito del proceso de reestructuración de la deuda griega han permitido superar episodios muy críticos, que podrían haber derivado en una crisis de confianza generalizada en el proyecto de la UEM. Así, las previsiones disponibles apuntan a una recuperación modesta de la actividad de la zona del euro a partir de mediados de 2012, que se apoyaría en la mejora de las perspectivas económicas globales, la relajación de las condiciones de financiación propiciada por las medidas de política monetaria y los avances en el saneamiento de las entidades bancarias.

Este escenario central, no obstante, es frágil y está sujeto a elevados riesgos, predominantemente a la baja. A corto plazo, es inevitable que surjan tensiones entre el crecimiento económico, la necesaria reducción de los elevados niveles de endeudamiento público y privado, la consecución del ajuste competitivo requerido por algunas economías, y la culminación con éxito del saneamiento del sistema financiero y su adaptación al nuevo entorno regulatorio, lo cual exigirá, seguramente, un período prolongado de vigilancia extraordinaria por parte de las autoridades económicas. Además, un eventual reavivamiento de las tensiones financieras o su excesiva prolongación en el tiempo aumentarían el riesgo de que el ajuste necesario de los balances bancarios termine recayendo sobre la oferta de préstamos al sector privado. También parece prioritario recuperar la dinámica de la integración financiera, que, como recoge el recuadro 4.2, ha sufrido un serio retroceso con la crisis. En este sentido, resulta de especial relevancia reparar la segmentación que se ha producido en algunos mercados fundamentales para la transmisión efectiva de la política monetaria única. Para ello, se debe fortalecer la resistencia de los bancos y avanzar en la coordinación de la regulación y supervisión financiera tanto a nivel macro como microprudencial, y en los procesos de gestión y resolución de crisis financieras.

La política fiscal se enfrenta a retos relevantes en el corto y en el medio plazo

El proceso de consolidación fiscal debe realizarse en un escenario extraordinariamente complejo, donde predominan los riesgos a la baja sobre el crecimiento y donde los mercados financieros pueden valorar de manera negativa tanto la falta de compromiso de los Gobiernos con la disciplina fiscal como el impacto que esta puede tener a corto plazo sobre la actividad económica. Por ello resulta más relevante que nunca el diseño de planes de consolidación fiscal que tengan en cuenta el impacto diferencial que las distintas medidas de ajuste pueden ejercer sobre el crecimiento. Más a medio plazo, el cumplimiento de los compromisos adquiridos en el nuevo marco de gobernanza fiscal plantea un desafío importante para las economías europeas, dada la desfavorable situación de partida. Los actuales niveles de deuda pública y la magnitud de los pasivos contingentes asociados al envejecimiento de la población y al apoyo de los sistemas bancarios harán necesario un período prolongado de austeridad fiscal, en un entorno de crecimiento potencial previsiblemente moderado.

Y es preciso recuperar tasas de crecimiento más dinámicas

Las políticas encaminadas a la mejora de la productividad constituyen, en este entorno, el engranaje fundamental para recuperar el crecimiento y avanzar en la corrección de los desequilibrios. Las iniciativas más recientes impulsadas por las instituciones europeas que tratan no solo de dar celeridad a la estrategia Europa2020, sino también de accionar otros mecanismos que permitan canalizar con relativa prontitud los fondos estructurales y otros flujos de financiación públicos y privados hacia proyectos con elevado impacto en el crecimiento, son ejemplos relevantes del tipo de acciones que cabe acometer en este ámbito. Estas y otras acciones cuyos detalles son en estos momentos objeto de discusión y debate podrían servir para dar forma a lo que ha venido en denominarse un Pacto de Crecimiento (*Growth Compact*, en inglés) para el área del euro. De manera progresiva, se ha ido forjando un importante consenso en Europa sobre la necesidad de articular un paquete de medidas que permita complementar los avances conseguidos en el terreno de la consolidación fiscal con un mayor progreso en la creación de empleo y la rápida recuperación del dinamismo económico. Las medidas, naturalmente, deberán ajustarse a las condiciones singulares de las distintas economías del área. En sus reuniones de mayo en Chicago y Bruselas, respectivamente, los jefes de Estado del G 8 y de la UE asumieron estos planteamientos.

Más allá de los logros obtenidos, la reforma de gobernanza europea requiere avances hacia una mayor integración

El área del euro ha dado pasos decisivos hacia una mayor corresponsabilidad y coordinación en el diseño y la vigilancia de las políticas fiscales y estructurales. No obstante, la revisión de la gobernanza constituye un proceso inacabado. La efectividad del renovado entramado institucional dependerá, a corto plazo, de la eficacia con que se pongan en funcionamiento los nuevos mecanismos y del grado en que los Gobiernos internalicen las exigencias que se derivan de la pertenencia a la UEM, muchas de las cuales implican restricciones al margen de autonomía de las políticas económicas nacionales. Sin embargo, dado el grado de interdependencia alcanzado por las economías que comparten la moneda común, el éxito a largo plazo de la unión monetaria dependerá, tal como ha ilustrado la crisis que experimenta el área, de la voluntad política de los Gobiernos para seguir avanzando en el camino de una mayor integración económica, particularmente en áreas tan sensibles como son la política fiscal y los sistemas bancarios.

