

### 1 La crisis del área del euro y el contexto macroeconómico

La crisis financiera y de deuda soberana condicionó la evolución económica de la zona del euro durante 2012

La inestabilidad se agravó por las dudas sobre la propia continuidad del euro, que provocaron salidas de capital de los países más vulnerables

Entre los países sujetos a programa, Grecia siguió siendo un foco de tensión. La continuidad de la ayuda oficial estuvo condicionada a una reestructuración de la deuda pública...

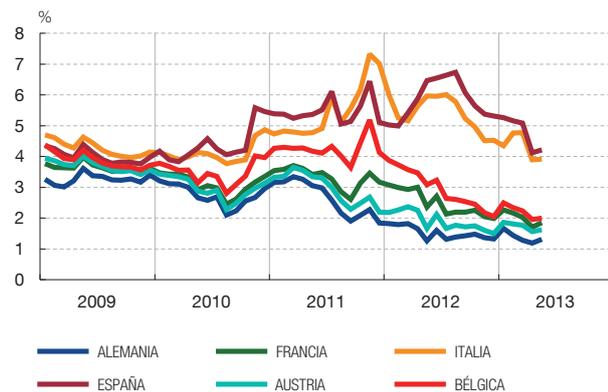
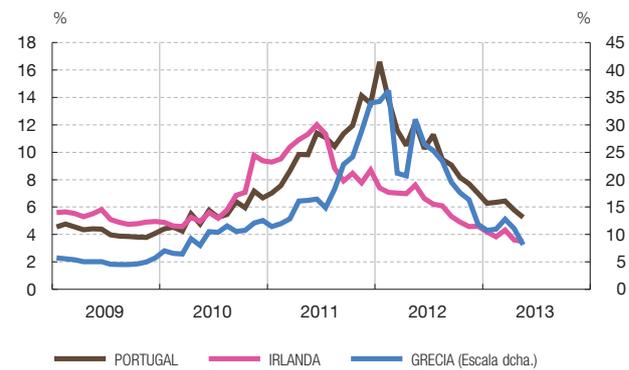
... tras la cual se aprobó un segundo programa de asistencia, que, sin embargo, no fue suficiente para atajar la inestabilidad

El desarrollo de la crisis determinó en el año 2012 la evolución económica de la zona del euro, a la vez que planteó grandes desafíos de política económica a las autoridades. Las tensiones en los mercados de capitales y la fragmentación financiera dentro del área se recrudecieron a partir de la primavera, en un momento en el que la economía no se había repuesto aún de los efectos del anterior brote de inestabilidad en 2011, cuando la crisis adquirió un carácter sistémico en un contexto de realimentación entre la percepción de riesgo soberano, los riesgos bancarios y la debilidad de la actividad económica (véase gráfico 4.1). En el capítulo 2 de este Informe se analizan con detalle la génesis y la evolución de esta crisis, así como los principales retos que plantea.

A las crisis bancaria y de deuda soberana en marcha se superpuso una crisis de balanza de pagos en algunos países de la zona del euro, que se enfrentaron a restricciones a la financiación exterior y a salidas de capital. Para paliar esta grave situación, sus sistemas bancarios tuvieron que apelar de manera creciente a la financiación del Eurosistema. Las tensiones de balanza de pagos fueron, en buena parte, el reflejo de la fragmentación financiera que se produjo por las dudas sobre la continuidad del euro y tuvieron como contrapartida la afluencia de capital hacia los países del núcleo del área. La percepción creciente de que la Unión Monetaria podría no ser completamente irreversible impidió, además, una transmisión uniforme de la orientación expansiva de la política monetaria, como ilustra el recuadro 4.1.

Entre los países bajo programa de asistencia financiera, Grecia siguió siendo un foco importante de tensión. A comienzos del año, y como requisito para la continuidad de la ayuda oficial, el Estado griego realizó una reestructuración de su deuda en manos de los acreedores privados con el objeto de restaurar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Esta operación de participación del sector privado (PSI, por sus siglas en inglés) tardó en concretarse y derivó en un cambio fundamental en la percepción del riesgo que entrañaba la exposición soberana en la zona del euro, contribuyendo a aumentar las primas de riesgo de los países más vulnerables del área.

La PSI se completó con éxito en marzo, logrando una reducción de más de 100 mm de euros del valor nominal de la deuda soberana, lo cual permitió que se aprobara el segundo programa de asistencia a Grecia, financiado por el FMI y la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), con una cuantía aproximada de 164 mm euros para los años 2012-2014. De esta dotación, unos 50 mm estarían destinados a la recapitalización y reestructuración del sector bancario. Sin embargo, la nueva estrategia de consolidación fiscal y de reforma económica del país se vio negativamente afectada por una grave crisis política, que trajo consigo la celebración de dos elecciones generales consecutivas y el ascenso de fuerzas políticas contrarias a las condiciones exigidas en el programa de asistencia aprobado. En estas circunstancias, el desembolso de los fondos oficiales se bloqueó y los mercados asignaron una probabilidad elevada a la posibilidad de que Grecia se declarase en bancarrota y abandonara el euro. Finalmente, el nuevo Gobierno de coalición que emergió tras las elecciones en junio dio prioridad a la implementación del programa, lo que permitió retomar su curso y derivó en un acuerdo que suavizó la senda de consolidación fiscal, relajó el plazo y el coste de los préstamos dentro del programa de asistencia e introdujo medidas adicionales para la reducción de la deuda, como la recompra de bonos que el Tesoro heleno realizó en diciembre. Todo ello ha abierto paso a una oportunidad

RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS  
Media mensualRENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS  
Media mensualÍNDICES BURSÁTILES  
Fin de períodoTIPOS DE CAMBIO DEL EURO  
Fin de período

FUENTE: Banco Central Europeo.

para que se apliquen las reformas necesarias y se encauce el proceso de recuperación de esta economía.

Otros focos de incertidumbre se localizaron en España —que solicitó un programa de asistencia sectorial para recapitalizar la banca—, Italia y...

Las economías española e italiana, que vieron rebajadas sus calificaciones crediticias soberanas y las de sus bancos, se situaron también en el centro de las tensiones. En España, los inversores mostraron una preocupación creciente por la salud del sistema financiero, lo que se sumó al debilitamiento económico y a las dudas sobre la consecución de los objetivos fiscales. En este contexto, el Gobierno solicitó en junio un programa de asistencia sectorial para recapitalizar el sistema bancario. En el caso de Italia, la presión sobre los tipos de interés reflejó las dificultades de la economía para impulsar el crecimiento económico, lo que impedía, a pesar de las medidas de consolidación, una contención de la deuda pública —que se elevó por encima del 125 % del PIB en 2012—, situación a la que se añadió una creciente incertidumbre política.

... Chipre, que en junio se convirtió en el cuarto país en necesitar un programa completo de asistencia financiera

Paralelamente, en el mes de julio, el impacto de la crisis griega y la debilidad del sector bancario convirtieron a Chipre en el cuarto país del área en solicitar un programa completo de asistencia financiera. El diseño de las condiciones y de la cuantía de la ayuda vino dificultado por el hecho de que, si las necesidades de capital de la banca se hubiesen atendido exclusivamente con fondos públicos, la ratio de deuda pública sobre el PIB —que partía de un 86 %— se habría situado en niveles insostenibles. La excesiva prolongación de las negociaciones fomentó salidas de capital y contribuyó también a la inestabilidad en

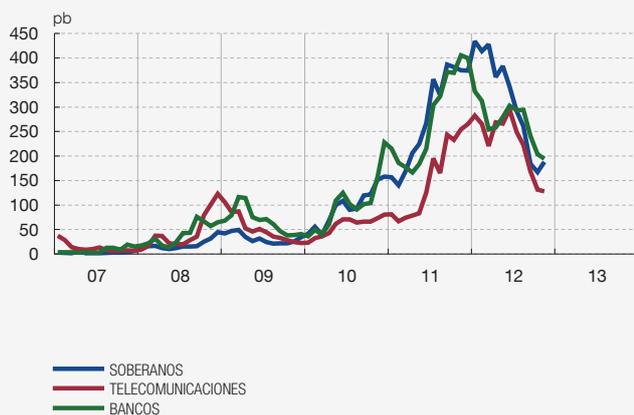
La integración financiera es un pilar básico de la política monetaria común, porque permite que el efecto expansivo o restrictivo que ejercen las decisiones del banco central sobre la actividad económica se transmita de manera efectiva y uniforme a todos los Estados miembros. Cuando los mercados financieros están integrados, la nacionalidad de los agentes económicos deja de ser un factor determinante de las condiciones de acceso a la financiación. En la zona del euro, aunque la actividad de la banca minorista se ha mantenido mayoritariamente confinada dentro de las fronteras nacionales y la presencia transfronteriza ha sido muy limitada, la integración que se había alcanzado en los mercados interbancarios y de deuda fue suficiente para garantizar, antes de la crisis, una traslación uniforme del tono de la política monetaria al coste de la financiación bancaria de las empresas, las familias, las Administraciones Públicas y los intermediarios financieros de toda el área.

La crisis financiera ha introducido un cambio fundamental en esta situación al desencadenar una fragmentación pronunciada del

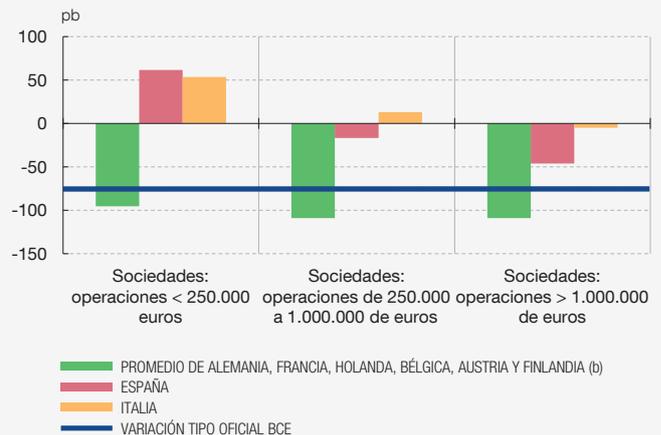
sistema financiero de la UEM y ha puesto en riesgo la unicidad de la política monetaria. En su primera fase, la crisis incidió sobre un canal primordial de transmisión de los impulsos de la política monetaria, los mercados interbancarios, que perdieron su capacidad para intermediar la liquidez dentro de la UEM. Las medidas no convencionales que desplegó el BCE a través de una provisión amplia de liquidez le llevaron a reemplazar esta función de intermediación y a mitigar los posibles efectos restrictivos sobre la oferta de crédito.

El desarrollo de la crisis y su transformación en 2010 en una crisis de deuda soberana intensificó la segmentación de los mercados, proceso que, una vez desencadenado, se realimentó como consecuencia de la interrelación creciente entre los riesgos soberanos, los bancarios y la evolución económica a escala nacional (véase gráfico 1). La nacionalidad del emisor se convirtió en un determinante fundamental del coste y del acceso a la financiación.

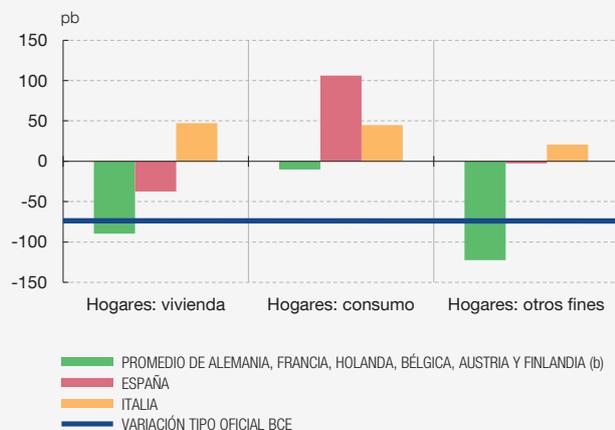
1 DISPERSIÓN ENTRE PAÍSES DE PRIMAS DE RIESGO (a)



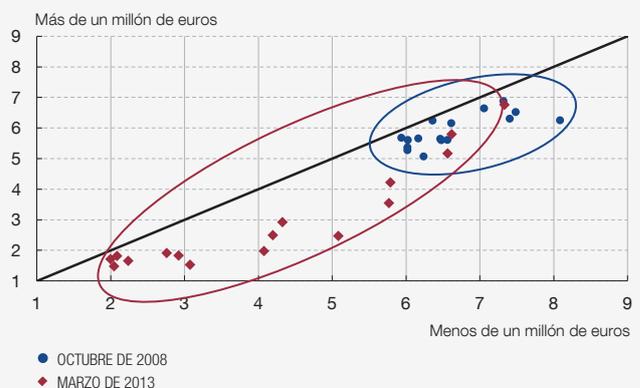
2 TIPOS BANCARIOS EN NUEVAS OPERACIONES DE PRÉSTAMO. VARIACIÓN ENTRE JULIO DE 2011 Y MARZO DE 2013



3 TIPOS BANCARIOS EN NUEVAS OPERACIONES DE PRÉSTAMO. VARIACIÓN ENTRE JULIO DE 2011 Y MARZO DE 2013



4 TIPOS DE INTERÉS POR PAÍSES NUEVAS OPERACIONES DE PRÉSTAMO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS (%)



FUENTE: Banco Central Europeo.

- a Desviación típica de la prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años.
- b Promedio ponderado por volumen de las operaciones nuevas.

La heterogeneidad del coste de la financiación por países refleja, en parte, diferencias genuinas en los niveles de riesgo de crédito. Sin embargo, los diferenciales de tipos de interés alcanzaron niveles muy superiores a los que podrían venir justificados por sus fundamentales económicos [véase, por ejemplo, la evidencia en FMI (2012)<sup>1</sup> o D'Agostino y Ehrman (2013)<sup>2</sup> para el caso de la deuda soberana]. Detrás de ello se encontraba una crisis de confianza hacia el euro en la que llegaron a contemplarse escenarios de ruptura del área monetaria y que condicionaron el comportamiento de los inversores internacionales.

Todas estas circunstancias han impedido una transmisión homogénea de los impulsos de política monetaria a través del canal de tipos de interés. Como se ilustra en los gráficos 2 y 3, por ejemplo, la reducción de 75 pb de los tipos oficiales entre diciembre de 2011 y julio de 2012 se trasladó completamente a los tipos de in-

terés de los nuevos contratos de préstamos en el grupo de países menos expuestos a las tensiones financieras. Por el contrario, en Italia, el coste de los préstamos bancarios, independientemente de su finalidad, se incrementó, lo que también ocurrió en España en el caso de la financiación al consumo y a una parte de las sociedades no financieras. Es precisamente en el tramo de los préstamos a las empresas donde las divergencias en el coste de la financiación son más importantes, como se ilustra en el gráfico 4. Estas divergencias son singularmente relevantes en el caso de los préstamos de menor importe, ya que, en su mayoría, afectan a las pymes, que, a diferencia de las grandes empresas, no cuentan con vías alternativas de financiación externa.

La respuesta de las autoridades (y, en particular, la introducción por parte del BCE de medidas adicionales como el programa de OMC) permitió frenar y corregir parcialmente las tendencias a la fragmentación financiera en la UEM desde mediados de 2012. Recuperar un grado suficiente de integración financiera es indispensable para restituir el buen funcionamiento de los canales de transmisión de la política monetaria. Ello requiere avanzar en frentes muy diversos, que, en última instancia, permitan progresar a la UEM hacia una genuina unión económica.

1 *Global Financial Stability Report*, octubre de 2012, recuadro 2.2, «Why Are Euro Area Periphery Sovereign Spreads So High?».

2 *The Pricing of G7 Sovereign Bond Spreads: The Times, They Are A-Changin*, Documento de Trabajo del BCE, n.º 1520, marzo de 2013.

el área, volviendo a poner de manifiesto la complejidad y las vacilaciones en la resolución de estos procesos. Finalmente, la cuantía del programa se fijó en 10 mm de euros y, para reducir las necesidades de financiación del país, se acabó realizando, tras diez días de cierre de las entidades, una reestructuración del sector bancario que supuso la asunción de pérdidas por parte de los inversores y grandes depositantes de los dos mayores bancos del país. El acuerdo se logró ya en marzo de 2013 y, por primera vez en la UE, el Gobierno chipriota hubo de introducir, como medida de emergencia, restricciones en las transacciones bancarias nacionales e internacionales.

Los otros dos países bajo asistencia financiera (Irlanda y Portugal) tuvieron una evolución relativamente más favorable

Los otros dos países bajo asistencia financiera (Irlanda y Portugal) lograron avances significativos en la corrección de sus desequilibrios. La caída de la rentabilidad de su deuda pública fue reflejo de una mayor confianza en la recuperación de estas economías y en la capacidad de los Gobiernos de volver a financiarse en los mercados en 2013. En el caso de Portugal, no obstante, algunos factores impidieron una relajación más sustancial de las condiciones de financiación. El cumplimiento de los objetivos fiscales descansó en medidas con efectos temporales (como privatizaciones) y en el aumento de los impuestos, lo que vinculaba muy estrechamente la consecución de los objetivos a la evolución económica. A pesar de que la senda de consolidación fiscal se relajó tras constatarse el agravamiento de la recesión, el ajuste presupuestario requerido sigue siendo notable y viene dificultado por las limitaciones estructurales de esta economía para recuperar dinamismo y por la decisión del Tribunal Constitucional luso en abril de 2013 de rechazar algunas medidas de austeridad acometidas. En ese mismo mes, el Eurogrupo alcanzó un acuerdo para alargar el plazo de las ayudas concedidas.

En cambio, la percepción de que Irlanda finalizará el programa de asistencia de manera exitosa en noviembre de 2013 se vio reforzada, además de por el cumplimiento

holgado de los objetivos fiscales, por el aplazamiento del vencimiento de la deuda en forma de *Promissory Notes*. Estos pasivos, que el Estado había asumido específicamente para la recapitalización de entidades no viables nacionalizadas —Anglo e INBS—, se intercambiaron por bonos soberanos a muy largo plazo, lo que permitió una considerable reducción de las necesidades de financiación del Estado en los próximos años, aunque el impacto sobre la sostenibilidad de la deuda pública fue marginal. El acuerdo sobre el alargamiento de los vencimientos de las ayudas antes citado también se aplicó a este país.

La inestabilidad financiera introdujo gran incertidumbre sobre el alcance de la crisis

El recrudecimiento de las tensiones financieras volvió a introducir gran incertidumbre sobre el alcance de la crisis y sus consecuencias últimas, generó una notable caída de la confianza y un deterioro de las perspectivas de crecimiento, y provocó un endurecimiento de las condiciones de financiación bancaria cuyos efectos sobre la debilidad del crédito se vinieron a sumar a los asociados al proceso de desapalancamiento del sector privado. Por otra parte, la actividad económica exterior, como se analiza en el capítulo 3 de este Informe, experimentó una ralentización, que no fue ajena a la propia crisis de la zona del euro; y la inflación medida por el IAPC se vio presionada al alza por el creciente precio de la energía y de los alimentos en los mercados internacionales, aunque en términos del IPSEBENE tuvo un comportamiento más estable.

La economía volvió a entrar en recesión y el deterioro económico alcanzó a todos los Estados miembros

Todos estos factores contribuyeron a deprimir intensamente el gasto privado, afectado también por el proceso de consolidación fiscal en que se hallan inmersos la mayor parte de los países de la zona del euro, de manera que el área entró de nuevo en recesión en 2012, con una contracción del PIB del 0,5 %, tan solo tres años después del gran declive de la actividad experimentado al inicio de la crisis (véase cuadro 4.1). El deterioro económico se extendió a todos los Estados miembros, y no solo a los sujetos a un mayor grado de tensión financiera, con una desaceleración de casi 2 puntos porcentuales (pp) en los dos países de mayor tamaño del área. En cualquier caso, las divergencias en la evolución del PIB continuaron siendo elevadas (véase gráfico 4.2). La contracción de la actividad prosiguió en el primer trimestre de 2013, lo que supone seis trimestres consecutivos de registros negativos, en los que se acumula un retroceso de la producción del 1,5 %.

La caída de la producción respondió, fundamentalmente, al ajuste de la demanda interna

La caída de la producción tuvo como principal origen el ajuste de la demanda interna, que afectó a todos sus componentes y ocasionó una intensa pérdida de puestos de trabajo. La tasa de paro escaló, por primera vez desde el inicio de la UEM, a niveles superiores al 11 %. La caída de las importaciones permitió una contribución positiva de la demanda exterior al producto, a pesar de que las exportaciones se debilitaron por el retroceso de los mercados exteriores y la apreciación del euro en la segunda parte del año.

El clima de incertidumbre, la escasa capacidad de generación de renta disponible y la pérdida de valor de los activos —en particular, de los inmobiliarios— debilitaron el consumo privado y la inversión residencial. Aun así, el ahorro de los hogares también disminuyó, hasta situarse en una tasa relativamente reducida, inferior al 13 % de la renta bruta disponible, lo que contribuyó a sostener el gasto, aunque dificultó notablemente su proceso de desapalancamiento. La atonía de la demanda final y el elevado nivel de incertidumbre desalentaron la inversión empresarial, hasta el punto de que este sector volvió a registrar una poco habitual capacidad de financiación. La debilidad de la actividad y la necesidad de seguir avanzando en el proceso de desendeudamiento de las sociedades frenaron la demanda de crédito. No obstante, la caída de los préstamos bancarios a las empresas no financieras reflejó también factores de oferta, que en el caso de las compañías de mayor tamaño pudieron paliarse con emisiones de deuda en los mercados (véase gráfico 4.3).

	2009	2010	2011	2012	2012			
					I TR	II TR	III TR	IV TR
<b>Demanda y producto (variación intertrimestral)</b>								
Producto interior bruto	-4,3	1,9	1,5	-0,5	-0,1	-0,2	-0,1	-0,6
Consumo privado	-0,9	1,0	0,1	-1,3	-0,2	-0,5	-0,2	-0,5
Consumo público	2,6	0,8	-0,2	-0,3	-0,1	-0,3	-0,1	0,1
Formación bruta de capital fijo	-12,7	-0,5	1,6	-3,9	-1,4	-1,6	-0,8	-1,2
Exportaciones	-12,4	11,0	6,4	2,9	0,5	1,7	0,9	-0,8
Importaciones	-11,0	9,5	4,3	-0,8	-0,4	0,6	0,1	-0,9
<b>Contribuciones al crecimiento del PIB en puntos porcentuales</b>								
Demanda interna	-2,7	0,6	0,3	-1,6	-0,4	-0,7	-0,3	-0,5
Variación de existencias	-0,9	0,6	0,2	-0,6	-0,1	0,0	-0,2	-0,1
Demanda externa	-0,7	0,7	0,9	1,6	0,4	0,5	0,4	0,0
<b>Precios y costes (variación interanual)</b>								
Precios de consumo (media anual)	0,3	1,6	2,7	2,5	2,7	2,5	2,5	2,3
Deflactor del PIB	1,0	0,8	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Costes laborales unitarios	4,2	-0,7	0,9	1,7	1,6	1,6	2,0	1,6
Remuneración por asalariado	1,5	1,8	2,2	1,8	2,0	1,8	1,9	1,4
Productividad del trabajo	-2,6	2,5	1,2	0,1	0,3	0,3	-0,1	-0,2
<b>Administraciones Públicas (% del PIB)</b>								
Gastos totales	51,2	51,0	49,5	49,9				
Gastos corrientes	47,0	46,6	46,0	46,3				
Inversión pública	2,8	2,6	2,3	2,1				
Ingresos totales	44,9	44,8	45,3	46,2				
Déficit (-) / superávit (+) primario	-3,5	-3,4	-1,1	-0,6				
Déficit (-) / superávit (+)	-6,4	-6,2	-4,1	-3,7				
Deuda pública	80,0	85,6	88,0	92,7				
<b>Mercado de trabajo</b>								
Empleo total (variación intertrimestral)	-1,8	-0,5	0,3	-0,6	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3
Paro (% de población activa)	9,6	10,1	10,2	11,4	10,9	11,3	11,5	11,8
<b>Balanza de pagos (% del PIB)</b>								
Cuenta corriente	-0,2	0,0	0,2	1,2	-0,1	0,8	1,7	2,5
<b>Ratios de endeudamiento</b>								
Hogares (% de la RBD)	98,6	100,6	100,0	99,7	99,3	99,6	99,5	99,7
Sociedades no financieras (% del EBE)	525,1	505,8	501,2	511,2	502,6	508,3	514,0	511,2

FUENTES: Banco Central Europeo y Comisión Europea.

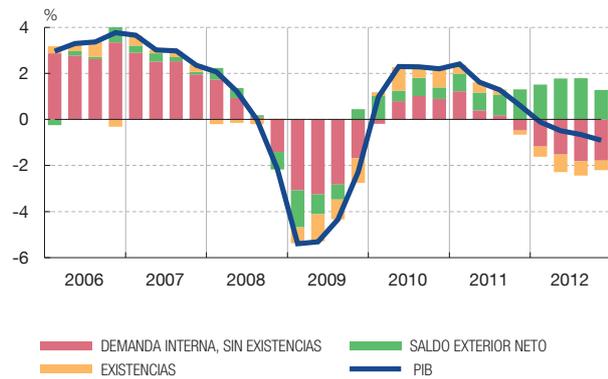
Los esfuerzos de consolidación fiscal fueron notorios

El sector público mejoró por segundo año consecutivo el saldo presupuestario, hasta situar el déficit en el 3,7 % del PIB (véase gráfico 4.4). El esfuerzo en términos estructurales fue elevado, teniendo en cuenta el empeoramiento de las condiciones macroeconómicas, y descansó tanto en medidas de gasto público como en el aumento de la presión fiscal. El nivel de déficit y la caída del PIB determinaron, no obstante, que el endeudamiento público continuara incrementándose, hasta superar el 90 % del PIB, de modo que doce países del área del euro registraron una ratio superior al 60 %.

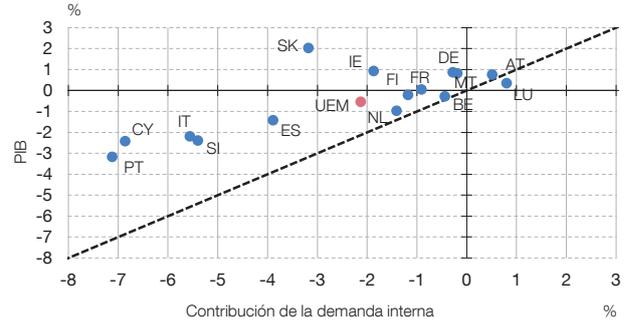
La inflación se mantuvo por encima del 2 %

El curso de la inflación vino muy condicionado por la evolución de los componentes más volátiles del IAPC y por la contribución de la imposición indirecta y de los precios administrados (véase recuadro 4.2). A medida que estos factores se fueron desvaneciendo, la tasa

TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE SUS COMPONENTES



CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIÓN DE LA DEMANDA INTERNA EN 2012 (a)



SALARIO REAL Y PRODUCTIVIDAD  
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO  
Tasas de variación interanual

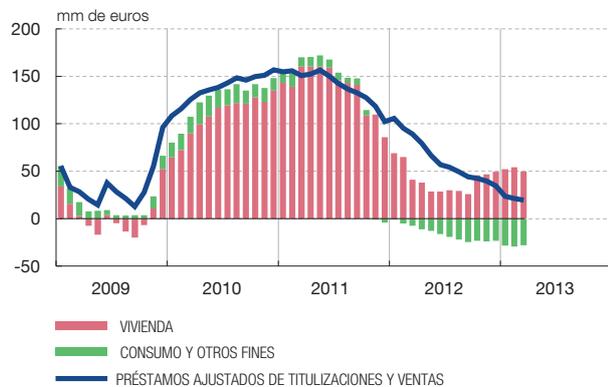


FUENTE: Eurostat.

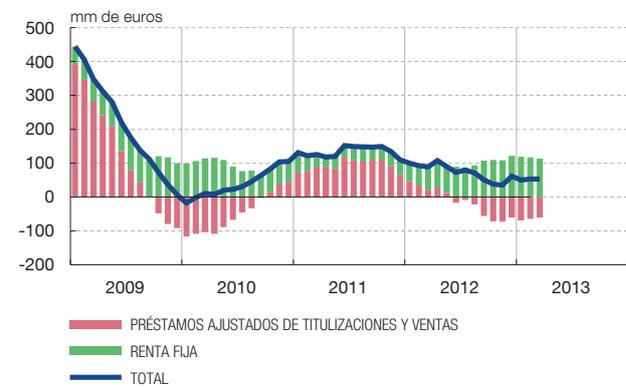
- a No se representan Estonia y Grecia porque distorsionan el gráfico. Los valores para Grecia son una caída del PIB del 6,4 % y una contribución negativa de la demanda interna de 10,4 pp. Para Estonia son un crecimiento del PIB del 3,2 % y una contribución positiva de la demanda interna de 6,1 pp.
- b Diferencia entre la variación de la remuneración por asalariado y el deflactor del PIB.

FINANCIACIÓN AL SECTOR PRIVADO

FINANCIACIÓN A HOGARES  
Flujos netos acumulados de 12 meses

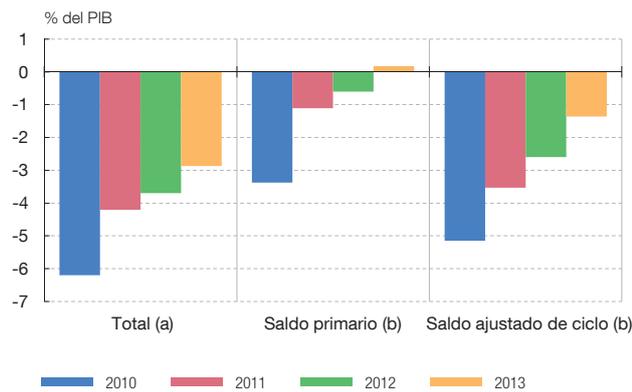


FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS  
Flujos netos acumulados de 12 meses

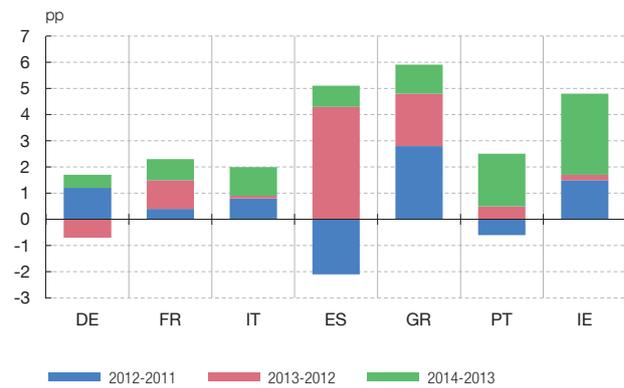


FUENTE: Banco Central Europeo.

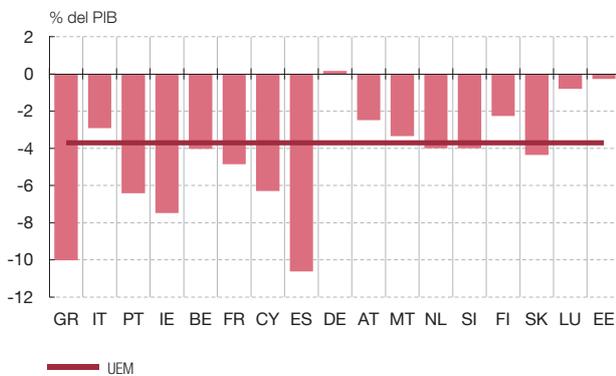
DÉFICIT (-) / SUPERÁVIT (+) PÚBLICO



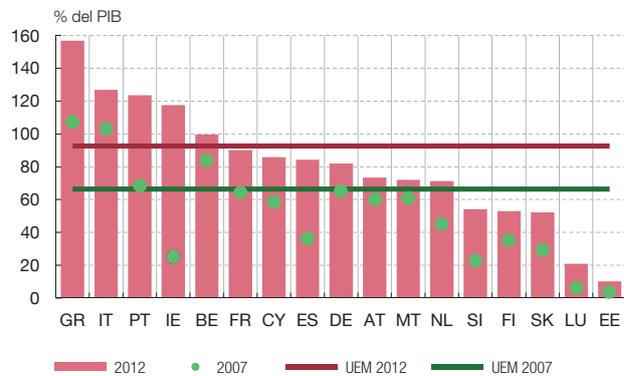
PROGRAMAS DE ESTABILIDAD: VARIACIÓN DEL SALDO PRESUPUESTARIO (c)



SALDO PRESUPUESTARIO EN 2012



DEUDA PÚBLICA



FUENTES: Programas de Estabilidad y Convergencia, y Comisión Europea.

- a Procedimiento de Déficit Excesivo (hasta 2012) y previsiones de primavera de 2013 de la CE.
- b Previsiones de primavera de 2013 de la CE.
- c Programas de estabilidad elaborados en 2013.

de inflación comenzó a reducirse, de modo que a principios de 2013 se situó por debajo del 2 %. Con todo, las perspectivas a medio plazo se han mantenido en todo momento en magnitudes coherentes con la estabilidad de precios.

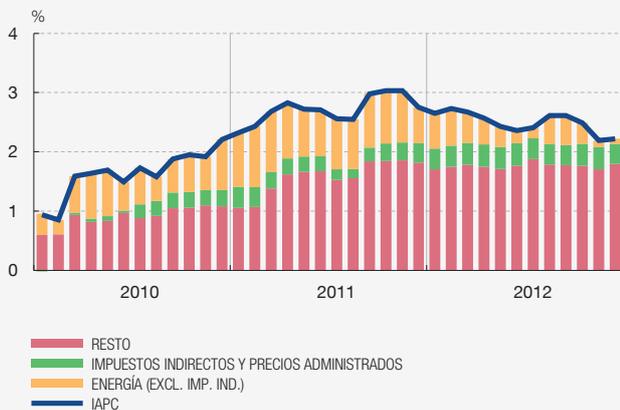
Las tensiones financieras comenzaron a atenuarse en la segunda mitad del año, cuando se despejaron algunas incertidumbres tras la respuesta de las autoridades

La gravedad que alcanzó la crisis dio lugar a respuestas de gran alcance por parte de las autoridades. En primer lugar, como se desarrolla en el epígrafe siguiente, el BCE intensificó su actuación en el ámbito de las medidas no convencionales, como una señal inequívoca de su compromiso con el futuro del euro. En segundo lugar, y como se desarrolla en detalle en el capítulo 2 de este Informe, en la reforma de la gobernanza en la zona del euro se dieron pasos trascendentales hacia una redefinición del proyecto de unión monetaria y un mayor grado de integración. Finalmente, como se explica en el epígrafe tercero de este capítulo, el esfuerzo de los países para corregir los desequilibrios fue una pieza fundamental en el proceso de recuperación de la confianza. La acción conjunta de estos tres factores contribuyó a disminuir las tensiones en los mercados a partir del verano, redujo el riesgo de que se materializasen escenarios extremos y relajó el nivel de las primas de riesgo en los mercados de deuda. No obstante, la situación es todavía muy frágil y está sujeta a importantes retos, como se expone en el epígrafe cuarto.

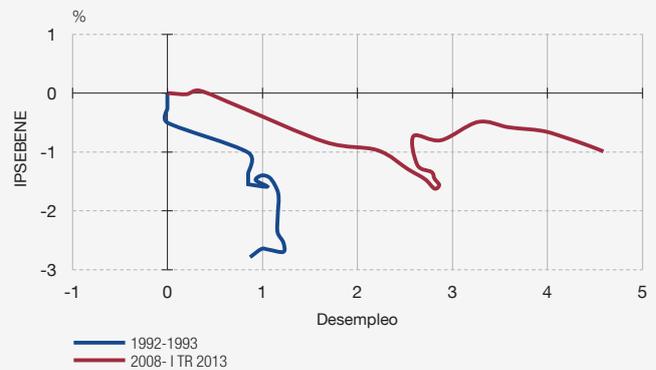
A lo largo de la crisis, y a pesar del elevado grado de holgura de la economía, la inflación del área del euro ha mostrado una notable resistencia a baja. Este comportamiento se observa especialmente en los años 2011 y 2012, en los que la tasa de inflación superó

en muchos meses el 2,5%, impulsada no solo por el encarecimiento de las materias primas y la subida de algunos impuestos indirectos, sino también por el avance de los precios del resto de componentes. Más recientemente, la tasa de crecimiento del

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



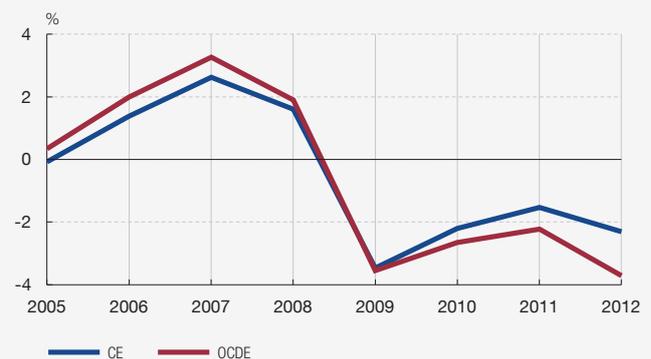
2 INFLACIÓN Y DESEMPLEO EN LAS ÚLTIMAS RECESIONES (a) (Cambio desde el inicio de la recesión, datos trimestrales)



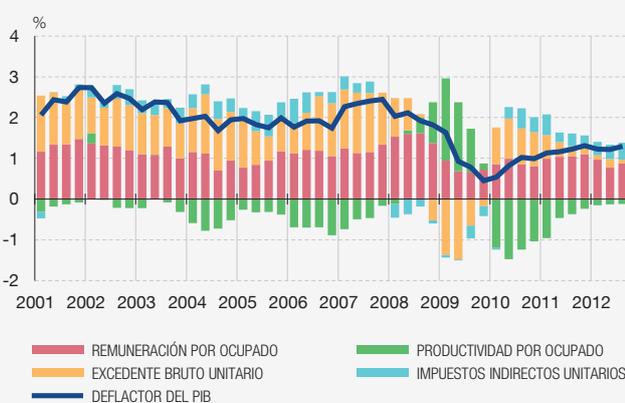
3 ESTIMACIONES DE INFLACIÓN BASADAS EN LA CURVA DE PHILLIPS



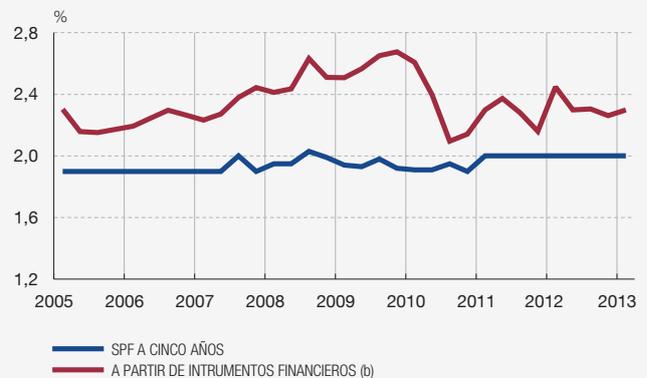
4 ESTIMACIONES DE LA BRECHA DE PRODUCCIÓN



5 CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN INTERANUAL DEL DEFLACTOR DEL PIB



6 INDICADORES DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A LARGO PLAZO



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

- a La tasa de inflación y desempleo en el inicio de la recesión de 1992-1993 fue del 4,11 % y del 9,63 %, respectivamente, mientras que las correspondientes a la recesión de 2008-I TR 2013 ha sido del 2,48 % y del 7,32 %.
- b Swaps de inflación. El nivel está sesgado al alza por la influencia de las primas de riesgo.

IAPC ha iniciado una tendencia decreciente, explicada fundamentalmente por la evolución de los componentes más volátiles, si bien la contribución de la inflación sin energía y sin impuestos no ha retrocedido (véase gráfico 1).

La escasa respuesta del ritmo de avance de los precios en los últimos años contrasta con lo observado en la recesión anterior, cuando incrementos modestos del desempleo vinieron acompañados de importantes disminuciones de la inflación (véase gráfico 2). Esta resistencia de la inflación a disminuir también se advierte cuando se compara su evolución con la inflación estimada a partir de una curva de Phillips nekeynesiana, que relaciona el comportamiento de los precios con las expectativas de inflación y el grado de holgura de la economía, y que predice, desde finales de 2010, avances de los precios inferiores a los observados (véase gráfico 3). En la misma línea apuntan estudios recientes que han estimado curvas de Phillips con parámetros cambiantes en el tiempo, concluyendo que la respuesta de la inflación a las variaciones en el desempleo cíclico y a las expectativas ha disminuido en las últimas décadas de forma gradual, especialmente en las economías avanzadas (esto es, detectan un aplanamiento de la curva de Phillips<sup>1</sup>).

Entre los motivos que pueden ayudar a explicar este resultado cabe destacar tres: la incertidumbre sobre el nivel de holgura de la economía, la importancia de las rigideces nominales de precios y salarios, y la adopción de objetivos claramente definidos de estabilidad de precios y la credibilidad de los bancos centrales de las economías desarrolladas.

En primer lugar, cabe destacar la elevada discrepancia metodológica en torno a las mediciones elaboradas por los organismos internacionales sobre el grado de holgura de la economía del área del euro, en un momento de gran incertidumbre como el actual (véase gráfico 6). De esta forma, un nivel de holgura inferior, como resultado de una estimación del crecimiento potencial menor, ayudaría a entender por qué las presiones a la baja sobre los precios han sido reducidas. La posible naturaleza estructural del aumento del desempleo de esta crisis, el incremento de los costes de capi-

tal y la mayor aversión al riesgo de los agentes pueden ser algunos de los factores que justifiquen un nivel de crecimiento potencial de la UEM inferior al estimado por las instituciones y los organismos internacionales (véase gráfico 4). Pero, a su vez, en un entorno más globalizado, la evolución de la inflación de la UEM parece responder cada vez más a determinantes globales, lo que podría ayudar a entender su menor sensibilidad a la evolución de factores internos.

En segundo lugar, el escaso ajuste de precios y salarios ante cambios en los niveles de holgura de la actividad, conocidos como «rigideces nominales», podría ayudar a explicar también la resistencia a la baja de la inflación en un contexto como el actual. A partir de la descomposición del deflactor del PIB, se observa que desde el inicio de la crisis se han registrado variaciones sustantivas en la contribución de la productividad y del excedente bruto de explotación, mientras que la correspondiente a la remuneración por ocupado ha mostrado una evolución mucho más estable (véase gráfico 5). Este comportamiento de los salarios, que podría explicarse por la existencia de rigideces nominales, ayudaría a entender la resistencia a la baja de la inflación subyacente de la UEM. Este resultado es coherente con la evidencia microeconómica reciente, que sugiere que los recortes salariales fueron infrecuentes en la UEM en los inicios de la crisis<sup>2</sup>.

Por último, el firme anclaje de las expectativas de inflación como consecuencia de la mejora en la credibilidad de las instituciones monetarias de las economías avanzadas podría haber contribuido a la estabilidad de la inflación de los últimos años y a una menor respuesta de esta ante cambios del ciclo económico. En esta situación, los agentes económicos perciben que la inflación se mantendrá en el medio plazo dentro del objetivo marcado por la institución monetaria, por lo que tendrán menores incentivos a modificar precios y salarios. En el caso de la UEM, los indicadores habituales tienden a confirmar ese mayor anclaje de las expectativas (véase gráfico 6), al tiempo que los componentes menos volátiles de la inflación han tendido a estabilizarse en registros relativamente compatibles con la definición de estabilidad de precios que rige el comportamiento del BCE.

1 Véase World Economic Outlook (2012), *The dog that didn't bark: Has Inflation been muzzled or was it just sleeping?*, Fondo Monetario Internacional, capítulo 3.

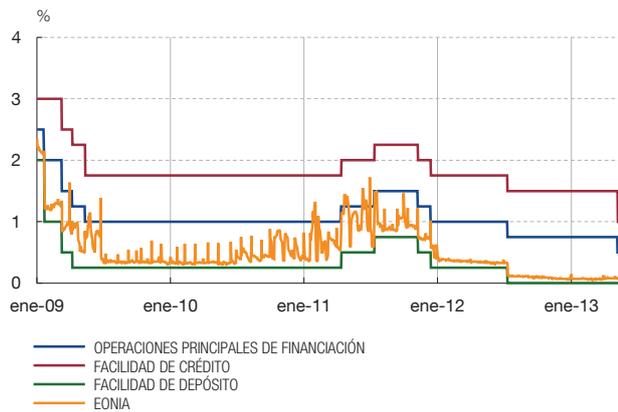
2 Véase Mesina y Rødm (2010), *Downward Wage Rigidity During the Economic Crisis*, Wage Dynamics Network (BCE), mimeo.

## 2 La actuación del BCE

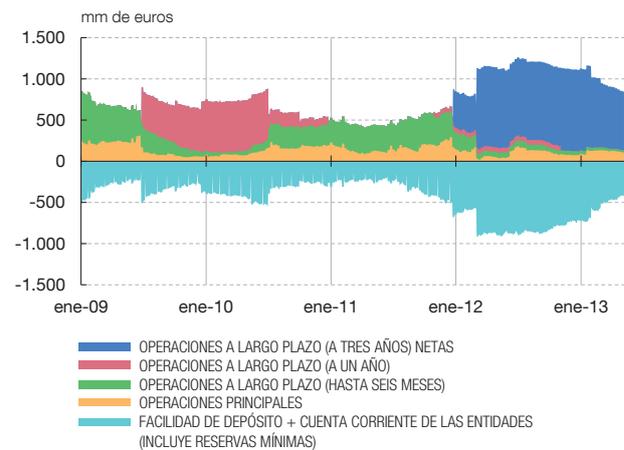
El BCE mantuvo una orientación expansiva de la política monetaria...

El BCE mantuvo en 2012 una orientación expansiva de la política monetaria que conllevó, entre otras medidas, una reducción adicional de los tipos oficiales en julio, hasta situar el de las operaciones principales de financiación (OPF) en el 0,75 %. Con ello, la remuneración de la facilidad de depósito alcanzó un valor nulo, al que se aproximó el tipo de interés interbancario a un día eonia (véase gráfico 4.5). En mayo del año en curso el Consejo de Gobierno del BCE volvió a relajar el tono de la política monetaria, reduciendo el tipo de las OPF hasta el 0,5% y dejando inalterado el de la facilidad de depósito.

TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y EONIA



OFERTA DE LIQUIDEZ DEL EUROSISTEMA



FUENTE: Banco Central Europeo.

... que siguió apoyándose en el uso de medidas no convencionales...

Las tensiones y la fragmentación de los mercados financieros determinaron que el BCE mantuviera las principales medidas no convencionales instrumentadas desde el principio de la crisis, atendiendo toda la demanda de liquidez en sus subastas a tipo fijo —procedimiento que se mantendrá, al menos, hasta mediados de 2014— y atenuando los riesgos de refinanciación del sector bancario con operaciones a plazos extraordinarios, que llegaron hasta los tres años. Estas medidas contribuyeron a relajar las tensiones en los mercados de financiación mayorista bancarios.

... siendo algunas de ellas de nuevo cuño

La intensificación de la crisis a partir de la primavera y las dudas crecientes sobre la propia continuidad del proyecto de la UEM llevaron al BCE a ampliar su foco de actuación, habilitando nuevos instrumentos para contrarrestar estos temores y contribuir a restaurar la eficacia y la unicidad de la política monetaria. En una intervención pública sin precedentes el presidente del BCE señaló, el 26 de julio de 2012, la disposición de la entidad a tomar, dentro del ámbito de su mandato, todas las medidas necesarias para atajar la crisis sistémica y salvaguardar la moneda única. Este compromiso se concretó en el Consejo del Gobierno de septiembre, con la introducción de un programa de compras en los mercados de deuda soberana sujetas al cumplimiento de una condicionalidad estricta, denominado «Operaciones Monetarias de Compraventa» (OMC, u OMT, por sus siglas en inglés). Las OMC —siempre en los mercados secundarios y sin límites cuantitativos explícitos— se materializarían en valores con un plazo de amortización residual de entre uno y tres años, cuyas rentabilidades están más vinculadas al tono de la política monetaria, siendo, además, en este segmento donde más severas habían sido las distorsiones derivadas de los temores sobre la reversibilidad del euro.

El requisito de condicionalidad de las OMC es clave para que los países receptores continúen su proceso de reformas

Las OMC llevan aparejada una estricta condicionalidad para evitar que se distorsionen los incentivos de los Gobiernos a profundizar en la disciplina fiscal y en las reformas estructurales, elementos indispensables para la corrección de los desequilibrios, la recuperación del dinamismo económico y, en definitiva, la reducción sostenible de las primas de riesgo. En concreto, la activación de las OMC requiere que el Estado miembro afectado solicite previamente asistencia financiera a los mecanismos de estabilidad disponibles, a través de un programa completo de ajuste macroeconómico o de un programa precautorio, que incluya en cualquier caso la posibilidad de compras de deuda pública en el mercado primario. En el caso de los países que en el momento del

anuncio ya se encontraban bajo un programa de asistencia financiera, las OMC podrán activarse cuando recuperen el pleno acceso a los mercados. Para que estas actuaciones no supongan un riesgo de exclusión de los mercados financieros del país afectado, el BCE acepta recibir el mismo trato (*pari passu*) que el de los acreedores privados y, en todo caso, se reserva la facultad de dar por finalizado el programa en el momento en que el apoyo ya no sea necesario o en caso de que los países beneficiarios incumplan las condiciones exigidas.

Los mercados financieros reaccionaron muy favorablemente al anuncio de las OMC...

El anuncio de las OMC tuvo un impacto positivo sobre los mercados financieros y, en particular, sobre su grado de fragmentación. El programa, que no ha llegado a activarse, actuó como un elemento disuasorio, contrarrestando los elementos más especulativos y atenuando la percepción del riesgo de redenominación. Ello conllevó una mejora en las condiciones de acceso a la financiación por parte del sistema bancario que permitió una reducción del recurso al Eurosistema, lo que se fue reflejando en la devolución anticipada —en torno a un tercio hasta abril de 2013— de los fondos captados en las subastas a tres años. A pesar de esta mejoría, como se ilustra en el recuadro 4.1, el tono acomodaticio de la política monetaria siguió sin trasladarse al coste de la financiación minorista de algunas economías.

... y al efecto combinado de las actuaciones de algunos Estados y del nuevo rumbo de la reforma de la gobernanza en la zona del euro

La mejora de los mercados fue también el resultado del efecto combinado de las actuaciones de los Estados en el ámbito fiscal y estructural, y especialmente del nuevo rumbo que adquirió la reforma de la gobernanza en la zona del euro con el propósito de superar las limitaciones de su configuración institucional, tal y como se analiza en profundidad en el capítulo 2 de este Informe.

### 3 Evolución de los desequilibrios y perspectivas macroeconómicas

Las economías que acumularon graves desequilibrios antes de la crisis están experimentando un proceso de ajuste severo...

Aquellos países que acumularon graves desequilibrios en los años previos a la crisis están inmersos en un proceso de ajuste profundo, desarrollado en un entorno de condiciones económicas muy adversas. El encarecimiento de la financiación y la disminución —incluso reversión en algunos períodos— de las entradas de capital en estas economías han obligado a que el gasto interno tuviera que acomodarse a la capacidad de generación de renta de cada país y a la necesidad de reducir los elevados niveles de endeudamiento, dando lugar a retrocesos intensos de la demanda interna y de las importaciones (véase gráfico 4.6).

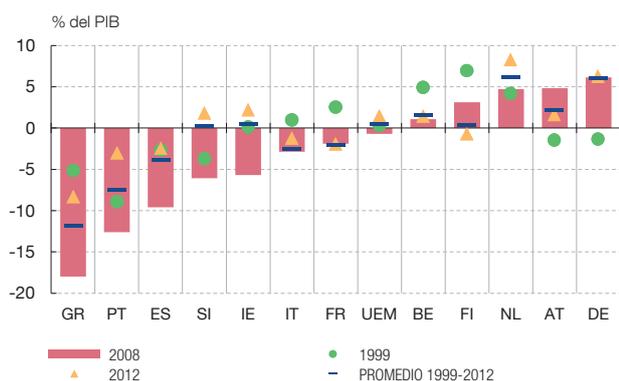
... favoreciendo, junto con las ganancias de competitividad, la corrección de los déficits de la balanza por cuenta corriente

La drástica caída de las importaciones, junto con la favorable evolución de las exportaciones, permitió una corrección sustancial de los saldos de la balanza por cuenta corriente. La intensificación de las reformas estructurales en algunos países durante este período de crisis pudo impulsar ganancias de competitividad al favorecer la moderación salarial, si bien gran parte de esta mejora está siendo el resultado de un incremento de la productividad del trabajo derivado de la destrucción de empleo. La debilidad del empleo estaría alentando cierta reactivación de los flujos migratorios hacia el exterior en algunos países, con destino (al menos, en parte) a aquellos países de la UEM —como Alemania y Austria— donde el mercado laboral mantiene un mayor dinamismo (véase gráfico 4.6).

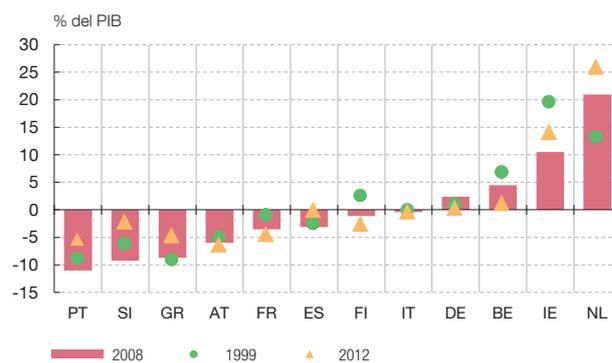
Los indicadores de especialización productiva muestran cierta recomposición sectorial

Del mismo modo, los indicadores de especialización productiva de la mayoría de las economías que acumularon déficits de balanza de pagos revelan cierta recomposición sectorial, con un retroceso de la importancia del sector de la construcción en favor de un mayor peso del valor añadido de la industria —aunque ambos registraron tasas negativas—.

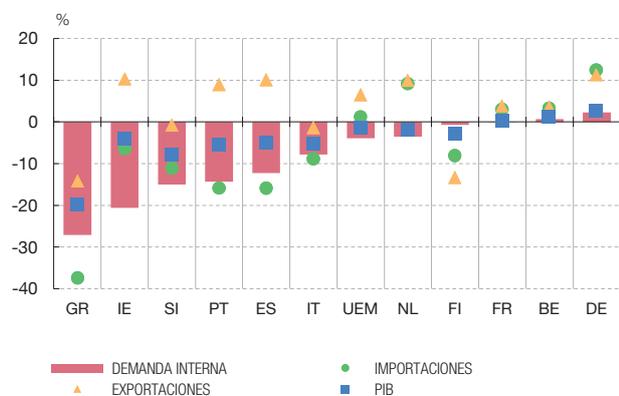
SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



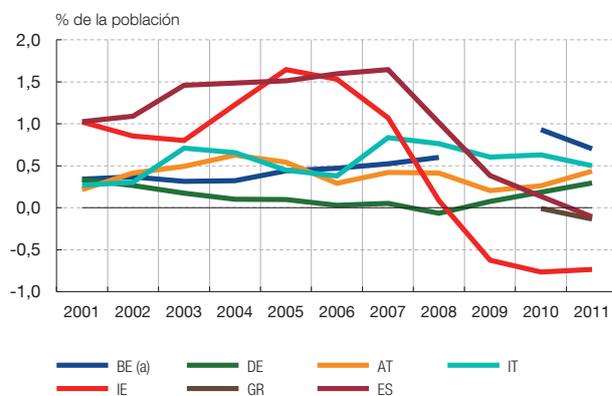
SALDO DE LA BALANZA COMERCIAL DE BIENES INTRA-UEM



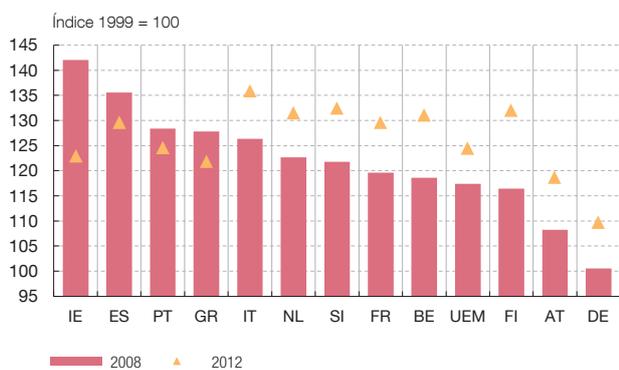
DEMANDA INTERNA, IMPORTACIONES, EXPORTACIONES Y PIB VARIACIÓN 2008-2012



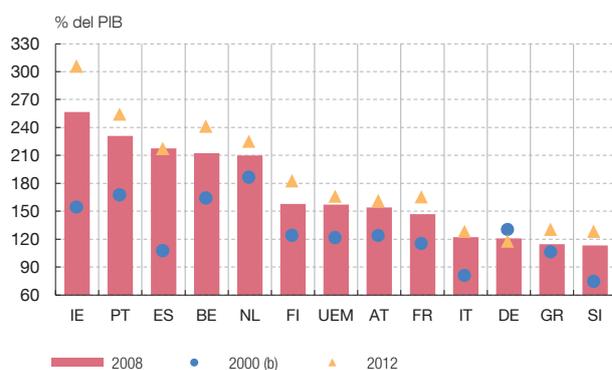
FLUJOS MIGRATORIOS NETOS



COSTES LABORALES UNITARIOS TOTAL ECONOMÍA



ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO



FUENTES: Banco Central Europeo y Comisión Europea.

a Dato no disponible para 2009.  
b 2004 en el caso de Eslovenia (SI).

El endeudamiento privado se redujo de manera muy lenta...

La progresiva mejora de la balanza de pagos permitió una estabilización de la deuda exterior neta en los elevados niveles alcanzados, con la excepción de Grecia, donde la reestructuración de la deuda pública ha originado cierta corrección a la baja. A pesar de la reducción de los préstamos al sector privado, la atonía de los ingresos ha impedido una disminución del endeudamiento en términos relativos a la renta en los países deficitarios.

... mientras que la deuda pública se incrementó con fuerza como consecuencia del efecto de la crisis sobre las finanzas públicas

Los países con superávit solo contribuyeron de manera limitada al reajuste de los desequilibrios

La corrección de los desequilibrios en los países deficitarios seguirá restando impulso a la demanda, pero es imprescindible para establecer una base sólida de crecimiento

Para el conjunto del área del euro, las perspectivas disponibles anticipan un nuevo retroceso de la actividad en 2013...

... con riesgos predominantemente a la baja

En cambio, la deuda pública aumentó sustancialmente por la magnitud de los déficits públicos, a pesar del esfuerzo significativo de consolidación fiscal, y por las medidas de asistencia al sistema financiero. Con las perspectivas disponibles de evolución de la actividad y el déficit público, la ratio de deuda pública en estos países se estabilizaría en valores muy por encima de los umbrales considerados en el reforzado Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

La contribución de los países con exceso de ahorro al reajuste de los desequilibrios fue limitada y se materializó en una ligera disminución de su superávit comercial intra-UEM entre 2008 y 2012. Aunque este comportamiento vino ocasionado, en buena parte, por la reducción de las ventas a los países deficitarios, también obedeció a una recuperación de las importaciones procedentes de estos. El aumento de sus costes laborales unitarios relativos, ligado al incremento de los salarios y al retroceso de la productividad, contribuyó a estos resultados. En el caso de Bélgica y Alemania, esta situación fue compatible con una mejora del saldo de bienes extra-UEM, lo que sirvió, indirectamente, como sostén de la actividad en el conjunto de la UEM.

El todavía elevado nivel de los pasivos de las economías deficitarias tiene implicaciones negativas para sus perspectivas económicas en el actual contexto de fragmentación de los mercados financieros. El proceso de desapalancamiento que han de afrontar en los próximos años los sectores público y privado seguirá suponiendo una rémora para la demanda interna, y el servicio de la deuda exterior dará lugar a un drenaje continuado y considerable de recursos financieros.

No obstante, como refleja el análisis en profundidad llevado a cabo por la Comisión en el mes de abril en el contexto del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos, la superación de esos desequilibrios es imprescindible para asentar las bases de una recuperación sostenida de la actividad. La CE ha detectado desequilibrios que requieren seguimiento y acciones de política económica en 12 de los 14 Estados miembros identificados por el mecanismo de alerta temprana, mientras que en los dos restantes —España y Eslovenia— los desequilibrios han sido calificados como excesivos y el curso futuro de acción ha quedado pendiente de la valoración que se haga en mayo de los Programas Nacionales de Reforma y de Estabilidad.

En este contexto, y para el conjunto del área del euro, las previsiones disponibles anticipan un nuevo retroceso de la actividad en el ejercicio en curso. El PIB iniciaría una recuperación moderada a mediados del año, apoyándose, principalmente, en la mejora de las perspectivas económicas globales y en el tono acomodaticio de las condiciones de financiación, propiciada por las medidas de política monetaria en un entorno de ausencia de tensiones inflacionistas en el horizonte relevante para la política monetaria.

Este escenario, no obstante, es frágil y está sujeto a numerosos riesgos, predominantemente a la baja. En particular, no se pueden descartar un menor impulso del contexto internacional o un tensionamiento adicional de los mercados financieros europeos. Más a medio plazo, la destrucción de la capacidad productiva de algunas economías, derivada de una crisis tan intensa y prolongada como la actual, puede haber tenido efectos negativos sobre su potencial de crecimiento y entorpecer, por lo tanto, la corrección de los elevados niveles de endeudamiento público y privado que aún persisten en muchos países.

#### 4 Los retos de política económica

Para responder a los retos que plantea la crisis se requieren esfuerzos por parte de las autoridades económicas en varios ámbitos

La contribución de la política monetaria para superar la crisis sigue siendo muy relevante

El principal reto de gobernanza de la zona del euro es el avance decidido hacia una unión bancaria completa y hacia una mayor integración económica

El nuevo marco de gobernanza puede ayudar a coordinar el impulso reformador

Para responder a los retos que plantea esta situación de crisis se requieren esfuerzos por parte de las autoridades económicas en diferentes ámbitos. Las políticas nacionales deben intensificar los esfuerzos encaminados a corregir los desequilibrios y a flexibilizar las economías, especialmente en aquellos casos más afectados por las tensiones financieras. Por su parte, las instituciones europeas deben avanzar con mayor decisión en el proceso de revisión del diseño institucional de la UEM que se ha puesto en marcha, así como en la instrumentación de políticas europeas favorecedoras del crecimiento. El proceso se beneficiará también de la política de provisión generosa de liquidez del BCE y del amplio abanico de medidas no convencionales desplegado para mantener el tono expansivo de la política monetaria que se requiere en las presentes circunstancias.

En un contexto en el que la inflación podría mantenerse de modo prolongado por debajo del objetivo de estabilidad de precios, la orientación expansiva de la política monetaria seguirá contribuyendo a recuperar el crecimiento y a activar el gasto privado. El despliegue de los instrumentos no convencionales de política monetaria ha ayudado a frenar los procesos de fragmentación y renacionalización de los mercados financieros, pero para conseguir que el crédito fluya hacia las actividades productivas resulta clave que los Gobiernos completen la recapitalización y la reestructuración de las entidades con dificultades y avancen en el proyecto de la unión bancaria.

Durante los cinco años de crisis se han ido implementando medidas de gobernanza de carácter excepcional muy focalizadas en la resolución de las dificultades que han ido surgiendo. Pero ahora se plantea la necesidad de avanzar con decisión hacia un nuevo diseño de la unión monetaria que evite la repetición de crisis como la actual y refuerce la confianza en la continuidad del proyecto. Es necesario transitar hacia una UEM que comprenda una mayor integración económica y una unión bancaria completa, con una supervisión común y un mecanismo único de resolución de entidades, que descansa en un marco regulatorio claro y transparente y que esté dotada de mecanismos que permitan compartir riesgos cuando alguno de los socios se enfrenta a dificultades.

La mayor integración económica se beneficiaría también de una cierta armonización fiscal que eliminara las distorsiones generadas por algunos impuestos que favorecen el flujo de recursos hacia actividades menos productivas o el desplazamiento de los beneficios. No se debe olvidar que esta ausencia de armonización impositiva ha generado durante la crisis reticencias a la hora de establecer los mecanismos de solidaridad que el sistema requiere. La iniciativa europea para la homogeneización de las bases impositivas en el impuesto de sociedades constituye uno de los primeros avances en este sentido. La movilidad del factor trabajo entre los países de la UEM, otro aspecto clave, podría impulsarse mitigando o eliminando las trabas aún existentes, favoreciendo el reconocimiento de las cualificaciones y la colaboración de los servicios de empleo, así como la transferibilidad de los derechos sociales adquiridos y, en particular, de las pensiones públicas. Por otra parte, resulta necesario analizar y eliminar las barreras que hacen que dentro de la UEM la inversión empresarial mantenga un sesgo nacional mayor que el observable en otras uniones monetarias o federaciones, lo que limita la actuación de los mecanismos de mercado que permiten compartir riesgos en caso de perturbaciones de carácter asimétrico.

En el mantenimiento y la coordinación del impulso reformador deben desempeñar un papel relevante los nuevos instrumentos de supervisión de las políticas económicas nacionales creados en el marco del proceso de reforma de la gobernanza en el área del euro: el Semestre Europeo, el Pacto por el Euro Plus y el Procedimiento de Desequilibrios

Macroeconómicos, y el nuevo Instrumento para la Convergencia y la Competitividad propuesto por la CE en marzo de 2013, que introduce la posibilidad de firmar contratos de reforma entre los países de la zona del euro y las instituciones europeas, con incentivos financieros para su implementación.

A escala nacional, la política fiscal deberá avanzar en la consolidación presupuestaria a la vez que minimiza sus efectos negativos sobre el crecimiento

A escala nacional, la política fiscal deberá conjugar planes de consolidación presupuestaria ambiciosos y creíbles, que permitan reconducir los elevados niveles de deuda, con la minimización de sus efectos desfavorables a corto plazo sobre el crecimiento. La necesidad de afrontar los retos asociados a la evolución de la demografía y de conducir el endeudamiento hacia niveles que no obstaculicen el crecimiento justifica el mantenimiento de políticas fiscales contractivas y una revisión de los sistemas de pensiones y sanitarios, así como de los marcos institucionales en que se desenvuelven las Administraciones Públicas. Sin embargo, en algunas economías —como Alemania— la mejora de la situación presupuestaria otorga un mayor margen de maniobra para que la política fiscal ejerza una acción estabilizadora e impulse el crecimiento en el conjunto del área.

El impulso reformador del mercado de trabajo debe mantenerse...

Durante los últimos años, la mayoría de los países afectados por los desequilibrios han introducido reformas en sus mercados laborales y en los sistemas de negociación colectiva. No obstante, la magnitud de los retos que estos países han de afrontar aconseja mantener y profundizar el impulso reformador mediante el refuerzo de las políticas activas de empleo que incrementen la formación de los trabajadores para facilitar su desplazamiento hacia sectores en expansión y faciliten la reasignación de recursos hacia las nuevas oportunidades de negocio que puedan surgir cuando se reactive la demanda.

... así como la insistencia en la liberalización de las actividades, en la mejora del entorno empresarial y en las políticas de impulso a la innovación y de mejora de los sistemas educativos

Por otra parte, para lograr una mayor competencia en los mercados de bienes y, muy especialmente, de servicios, es deseable una mayor insistencia en la liberación de las actividades de servicios y en la mejora del entorno empresarial. En este sentido, la Directiva de Servicios preveía que los países culminasen su aplicación a lo largo de 2009. Sin embargo, según la CE, el grado de implementación real es muy heterogéneo por países y en algunos casos —Chipre, Grecia, Portugal, España y Francia— se podrían introducir medidas adicionales de liberalización favorables al crecimiento. Por otra parte, aunque en los últimos años se han producido avances notables en la eliminación de barreras administrativas que impiden la creación de nuevas empresas, todavía hay mucho margen para aplicar medidas de mejora del entorno empresarial, especialmente en Grecia y Portugal. Asimismo, sigue siendo un objetivo prioritario el incremento de la productividad mediante políticas de impulso de la innovación y de mejora de los sistemas educativos, aspectos en los que estas economías acumulan desfases notables.

Los países con exceso de ahorro también pueden intensificar su contribución al ajuste eliminando las barreras que impiden un comportamiento más dinámico de su inversión

La corrección de los desequilibrios se vería facilitada también si los países con superávit fomentaran un mayor crecimiento de su demanda. De acuerdo con la CE, la divergencia en las balanzas por cuenta corriente acumuladas entre los países de la UEM en el período anterior a la crisis es debida, en su mayor parte, a un comportamiento diferenciado de las importaciones y de la demanda interna de estos países, mientras que las exportaciones no muestran discrepancias tan elevadas. Aunque la atonía de la demanda de estos países refleja en parte una elevada propensión al ahorro que puede estar condicionada por factores demográficos o ser reflejo de una elección social, también se aprecia una debilidad de la inversión productiva, muy acusada en algunas actividades de servicios, que limita el potencial de crecimiento de esas economías.

Está previsto que Irlanda y Portugal vuelvan a financiarse en los mercados a lo largo de 2013

Por último, en 2013 los Gobiernos de Irlanda y Portugal deberán ser capaces de cubrir sus necesidades financieras a medio y largo plazo mediante la apelación al mercado. En concreto, en el caso de Irlanda, dicho retorno a los mercados se producirá con la conclusión del programa en noviembre. La evolución de la incertidumbre en el conjunto de la UEM y de la situación económica determinará la conveniencia de habilitar medidas para facilitar una transición suave.