

1 Las condiciones económicas en el área del euro

En 2007, el PIB del área del euro creció el 2,6%, ligeramente por encima de la tasa de expansión del producto potencial más comúnmente aceptada. El ritmo de avance de la actividad registró un perfil suavemente descendente en el transcurso del año, pero fue en el último trimestre cuando comenzaron a hacerse evidentes los efectos sobre el gasto de las diversas perturbaciones que venían afectando a la economía mundial: la desaceleración de la economía americana, el episodio de turbulencias financieras que se había desencadenado en el verano, el notable encarecimiento de las materias primas energéticas y alimenticias, y la continua apreciación del euro. El impacto de estas perturbaciones parece haber precipitado el final de una etapa expansiva en el área del euro que ha resultado ser no solo breve, sino también incompleta, ya que, tras el impulso inicial de la demanda externa y el posterior dinamismo mostrado por la inversión y el empleo, el consumo privado mantuvo un tono débil (véase el recuadro 4.1).

En el conjunto del año, la inflación del área disminuyó ligeramente con respecto a 2006, aunque permaneció por encima del 2%. Su perfil a lo largo del ejercicio estuvo determinado por el aumento de los impuestos indirectos y, sobre todo, por la evolución de los componentes más volátiles —la energía y, en el último cuatrimestre del año, los alimentos—, que reflejaron la escalada de los precios internacionales de las materias primas. Estas perturbaciones han deteriorado significativamente las expectativas de inflación a corto plazo, lo que, unido a la fortaleza del mercado de trabajo, ha elevado notablemente los riesgos de que se desencadenen efectos de segunda ronda en la formación de precios y salarios, a pesar de que, hasta el momento, se ha mantenido la moderación salarial.

Durante la primera mitad de 2007, el Consejo de Gobierno del BCE aumentó en 25 puntos básicos (pb) los tipos de interés oficiales en dos ocasiones, hasta situarlos en el 4% en junio, continuando el proceso de reducción del grado de holgura de las condiciones monetarias que había iniciado en 2005. Las tensiones financieras del verano produjeron de facto un endurecimiento de las condiciones financieras de la economía, y su prolongación hasta 2008 configuró un escenario complejo de extraordinaria incertidumbre, al que se sumaba la intensificación de los riesgos al alza para la estabilidad de precios a medio plazo y a la baja para el crecimiento. En estas circunstancias, la autoridad monetaria decidió dejar inalterados los tipos de interés oficiales durante la segunda mitad de 2007 y en la parte transcurrida de 2008. Además, como se explica en el recuadro 4.2, las tensiones en el mercado interbancario requirieron que el BCE suministrara fondos de forma extraordinaria, con el objetivo de estabilizar el tipo de interés de muy corto plazo en torno al tipo oficial y contribuir al buen funcionamiento del mercado monetario.

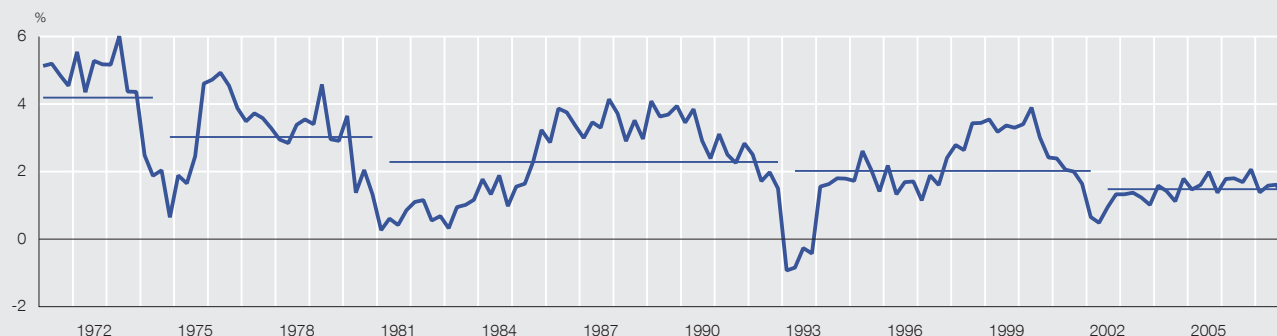
La mayoría de los países del área mejoró el saldo presupuestario, de manera que en ninguno de ellos el déficit superó el límite del 3% del PIB en 2007. Sin embargo, los esfuerzos de consolidación presupuestaria no parecen suficientes y la coyuntura económica actual puede dificultar progresos adicionales. El logro de la sostenibilidad de las finanzas públicas en el largo plazo requiere avanzar decididamente en la consolidación fiscal e incrementar la eficiencia de todas las áreas del gasto público, así como acometer reformas estructurales que promuevan el crecimiento y el empleo. En este campo, se han realizado importantes avances durante el primer trienio de la Estrategia de Lisboa renovada, que, sin duda, han contribuido a la favorable evolución del empleo. No obstante, los logros son todavía insuficientes y Europa se enfrenta a grandes retos derivados de la globalización económica, el cambio tecnológico y el envejecimiento de la población, que requieren esfuerzos adicionales, incluso en un contexto de ralentización económica.

El consumo privado en la UEM ha mostrado un dinamismo relativamente moderado durante los últimos años en comparación con otros momentos cíclicos similares (véase gráfico 1). Entre 2002 y 2007¹ su avance se situó algo por debajo del mostrado por el PIB, en un con-

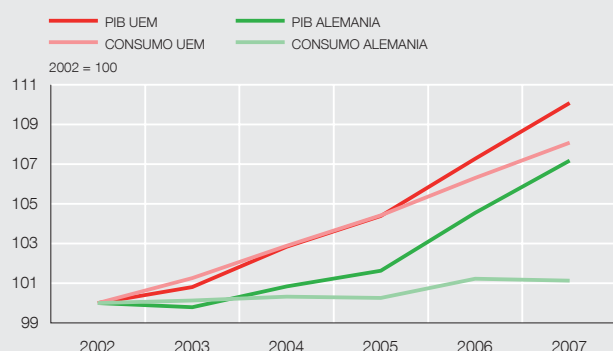
1. Todos los datos proceden de la Contabilidad Nacional, salvo la RBD de 2007, que es una estimación.

texto de debilidad de la renta bruta disponible (RBD) de los hogares. En dicho quinquenio el crecimiento del consumo en términos reales fue de un 8%, frente al 10% del PIB y al 6% de la renta, lo que dio lugar a una disminución de la tasa de ahorro de las familias (véanse gráficos 2 y 3). En 2007 el consumo mantuvo la atonía, con un avance del 1,5% interanual, incluso a pesar de la recuperación del empleo y la consiguiente aceleración de la RBD, cuyo crecimiento se estima

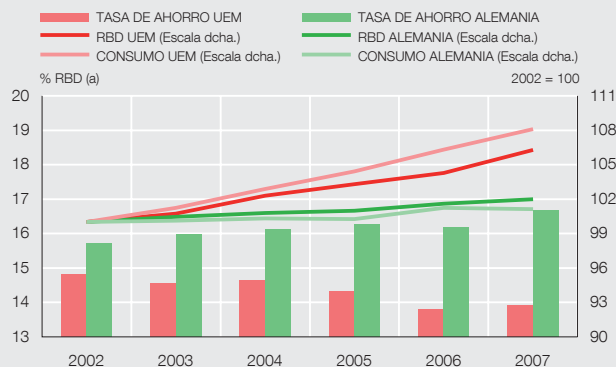
1 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL CONSUMO EN TÉRMINOS REALES. CRECIMIENTO INTERANUAL



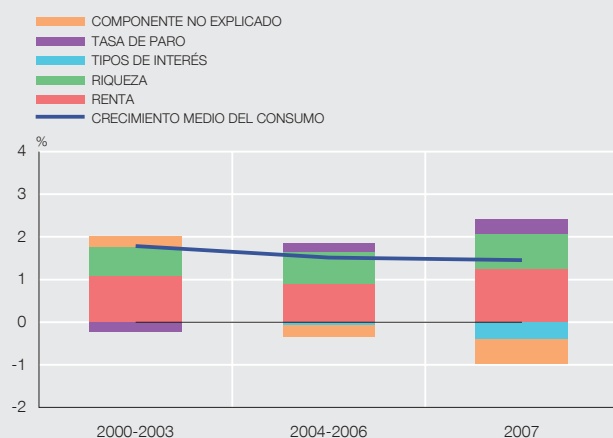
2 CONSUMO PRIVADO Y PIB



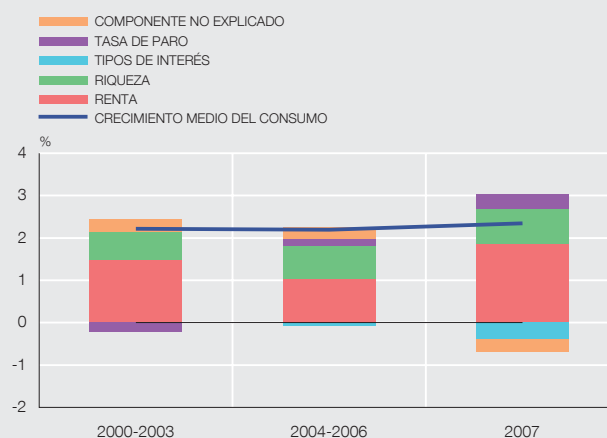
3 CONSUMO, RENTA Y TASA DE AHORRO



4 CONTRIBUCIÓN DE LOS DETERMINANTES DEL CONSUMO (b)



5 CONTRIBUCIÓN DE LOS DETERMINANTES DEL CONSUMO, EXCLUYENDO ALEMANIA (b)



FUENTES: Banco de España, Comisión Europea y OCDE.

a. Renta bruta disponible.

b. Utilizando los parámetros de la ecuación de consumo de la UEM del *Area Wide Model*.

en un 1,9%. De esta forma, la trayectoria descendente del ahorro quedó interrumpida con una ligera recuperación.

El desglose por países desvela una excepcional debilidad del consumo privado en Alemania. Así, en los últimos cinco años, mientras que el PIB alemán creció un 7%, el avance del consumo privado fue de solo un 0,8%, por debajo del exiguo incremento de la RBD, cifrado en un 1,5%. El pasado año, a pesar de la notable aceleración del empleo, que aumentó en más de 600.000 puestos de trabajo, el gasto en consumo fue incluso menor que el de 2006 en un 0,5%, con una variación de la renta en términos reales prácticamente nula². Este comportamiento del consumo de los hogares alemanes amplió la divergencia de sus elevados niveles de ahorro frente a los valores medios de la UEM.

Aunque la falta de vigor del consumo alemán se debe, en gran medida, al escaso impulso de su principal determinante —la renta disponible—, otros factores también habrían contribuido en la misma dirección. Así, en el año 2007 el aumento del IVA constituyó un importante detractor del gasto, aunque su efecto es difícil de cuantificar con precisión. Además, el menor consumo de las familias alemanas en los últimos años parece estar relacionado con un mayor ahorro por motivo precaución, en un contexto de transformación del mercado de trabajo y de mayor incertidumbre sobre la renta futura. Así, el prolongado proceso de ajuste de la economía alemana para recobrar competitividad ha supuesto un avance de los salarios reales muy moderado hasta 2007. Por otro lado, el empleo sufrió caídas durante el período 2002-2005, con excepción de algunos años, cuando predominaron los contratos a tiempo parcial (*minijobs*). Fue a partir de finales de 2005 cuando comenzó a observarse un cambio de tendencia que se prolonga hasta la actualidad, con una recuperación sostenida del empleo a tiempo completo que debería haber estimulado el consumo de esta economía. Finalmente, no se puede descartar que otros factores hayan contribuido también a la moderación del gasto,

tales como la estabilidad de la riqueza por el estancamiento del precio de la vivienda o el mayor ahorro necesario para complementar el sistema público de previsión social.

Utilizando la ecuación de consumo del *Area Wide Model*³, se puede aproximar cuál ha sido la contribución de los distintos determinantes a la evolución del consumo en la zona del euro. Como se observa en el gráfico 4, durante 2004-2006, a pesar del escaso vigor de la RBD, el consumo habría estado impulsado por un efecto riqueza y, más recientemente, por una favorable evolución del mercado de trabajo, que habría empezado a restaurar la confianza de los consumidores y sus expectativas de renta. En 2007 la contribución del empleo y de la renta se incrementó, aunque el impacto negativo derivado del aumento de los tipos de interés en la UEM, que ya era visible en el año 2006, también se acentuó. Desde 2004 el avance del consumo se habría situado por debajo de lo que apuntarían sus determinantes, siendo 2007 el año en el que el componente no explicado con signo negativo adquiere el mayor tamaño, como resultado, probablemente, del efecto del IVA en Alemania. Cuando la ecuación se aplica sobre una hipotética UEM sin Alemania, el residuo negativo se reduce significativamente, en torno a un 40% en 2007, aunque todavía se desprende un consumo más moderado que el estimado por los determinantes (véase gráfico 5). De esta manera, parece confirmarse que la debilidad del consumo en la UEM no es fruto solo de la evolución de esta variable en Alemania. Este comportamiento podría estar relacionado con el deterioro de la confianza del consumidor en la segunda parte del año o con el notable incremento de la inflación, que, aunque se espera que sea transitorio, ha deteriorado el poder adquisitivo de las familias. Además, desde un punto de vista más estructural, la incertidumbre sobre la sostenibilidad de los sistemas públicos de pensiones ante el envejecimiento de la población podría también estar propiciando un mayor ahorro por motivo precaución e imprimiendo una ralentización en el consumo.

2. Excluyendo Alemania, el aumento del consumo en la UEM se situaría en un 2,3% en 2007, también relativamente moderado, comparado con el avance de la renta (alrededor del 2,7%).

3. Véase Fagan, Henry y Mestre (2001), *An area-wide model (AWM) for the euro area*, Documento de Trabajo n.º 42 del BCE.

Las perspectivas de crecimiento para 2008 —un año en el que Chipre y Malta han pasado a formar parte de la UEM— se han deteriorado de forma notable en los últimos meses y están, además, sujetas a riesgos a la baja, derivados, principalmente, de la elevada incertidumbre sobre el impacto real y el plazo de resolución de las turbulencias financieras. El empeoramiento del contexto internacional, de las condiciones financieras y de la confianza de los agentes hará que la actividad registre un crecimiento significativamente menor que en 2007.

1.1 LA ACTIVIDAD Y EL EMPLEO

Por segundo año consecutivo, el PIB creció de forma robusta...

En 2007, el ritmo de avance del PIB superó, por segundo año consecutivo, el 2,5%, con una composición del crecimiento muy similar a la del año anterior (véase cuadro 4.1). Así, aunque el elevado dinamismo del entorno internacional favoreció el buen comportamiento de las exportaciones, la demanda interna continuó siendo el principal motor de la expansión. En particular, el impulso procedió fundamentalmente de la inversión, puesto

	2005	2006	2007	2007			
				I TR	II TR	III TR	IV TR
DEMANDA Y PRODUCTO							
Producto interior bruto	1,7	2,9	2,6	0,7	0,3	0,7	0,4
Consumo privado	1,6	1,8	1,5	0,1	0,6	0,5	-0,1
Consumo público	1,4	2,0	2,2	1,0	0,2	0,6	-0,1
Formación bruta de capital fijo	3,1	5,3	4,2	1,3	0,0	1,1	0,8
— Inversión privada no residencial	2,8	5,4	5,4	1,1	0,9	1,2	0,9
— Inversión residencial	3,0	6,0	1,9	1,5	-1,6	0,0	-0,3
— Inversión pública	2,8	2,4	5,0	4,9	-1,3	-0,1	0,9
Exportaciones	4,9	8,1	6,0	0,8	0,9	2,0	0,6
Demanda final	2,8	4,3	3,4	0,9	0,3	1,2	0,2
Importaciones	5,7	7,8	5,2	1,3	0,3	2,5	-0,3
Contribuciones al crecimiento del PIB (b)							
Demanda interna	1,9	2,6	2,2	0,5	0,4	0,7	0,1
Variación de existencias	0,0	0,1	0,0	0,4	-0,3	0,2	-0,1
Demanda externa	-0,3	0,2	0,4	-0,2	0,3	-0,2	0,4
PRECIOS Y COSTES (c)							
Precios de consumo (media anual)	2,2	2,2	2,1	1,9	1,9	1,9	2,9
Deflactor de la demanda final	2,3	2,3	1,8	1,6	1,7	1,6	2,3
Deflactor del PIB	1,9	1,9	2,2	2,1	2,2	2,1	2,2
Costes laborales unitarios	1,0	0,9	1,5	1,0	1,4	1,4	2,0
Remuneración por asalariado	1,8	2,2	2,3	2,4	2,2	2,2	2,5
Productividad del trabajo	0,8	1,3	0,8	1,4	0,8	0,8	0,5
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (d)							
Gastos totales	47,4	46,8	46,3				
Gastos corrientes	43,6	43,0	42,5				
— Gastos por intereses	2,9	2,9	3,0				
Inversión pública	2,5	2,5	2,6				
Ingresos totales	44,9	45,4	45,6				
Déficit (-) / superávit (+) primario	0,4	1,6	2,3				
Déficit (-) / superávit (+)	-2,5	-1,3	-0,6				
MERCADO DE TRABAJO							
Empleo total	0,9	1,6	1,8	0,6	0,5	0,4	0,2
Paro (e)	8,8	8,2	7,4	7,6	7,5	7,4	7,2
BALANZA DE PAGOS (d)							
Cuenta corriente	0,2	0,0	0,3	0,2	-0,1	0,6	0,5

FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea y OCDE *Economic Outlook*.

a. Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación en contrario.

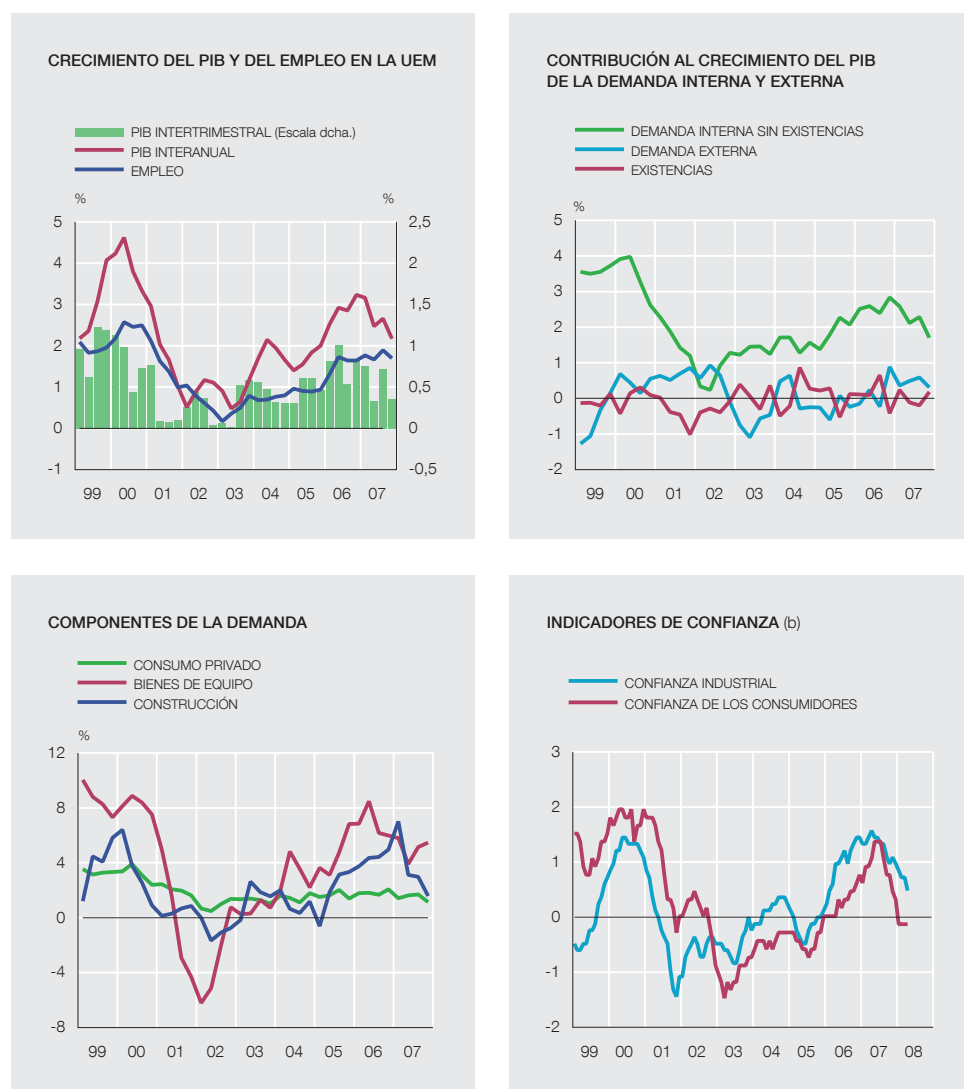
b. Puntos porcentuales de la tasa de variación del PIB.

c. Tasas de variación interanual.

d. Porcentaje del PIB.

e. Porcentaje de la población activa.

que el consumo de las familias aumentó un escaso 1,5%, por debajo del avance de la renta real disponible de los hogares, que experimentó una aceleración basada, en gran parte, en la favorable evolución del empleo. Esta discrepancia, que se tradujo en un avance de la tasa de ahorro de las familias, podría atribuirse a diversos factores, como el efecto de la elevación del IVA en Alemania a comienzos de 2007 sobre el consumo en ese país, la subida de los tipos de interés, el deterioro de la confianza de los consumidores en la segunda mitad del año o el repunte de la inflación percibida, que se analizan con detalle en el recuadro 4.1.



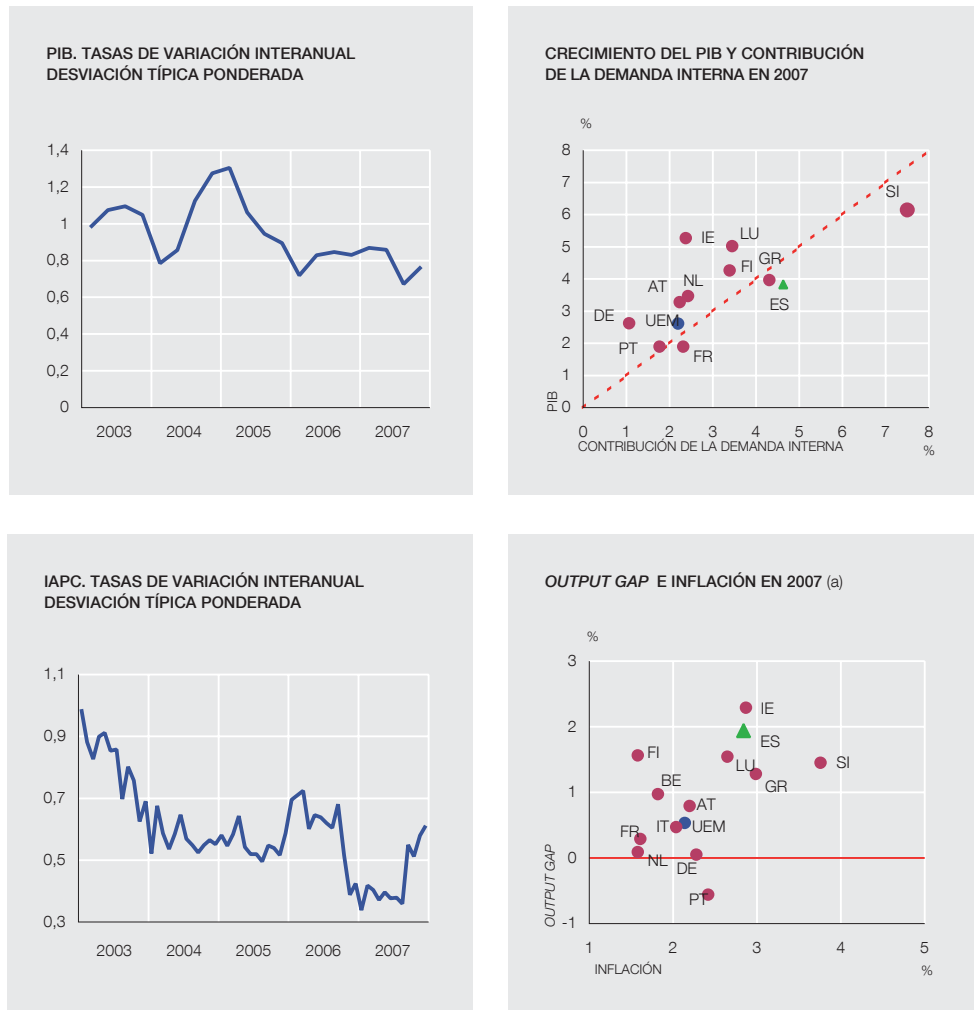
FUENTES: Banco Central Europeo, Comisión Europea, OCDE y Banco de España.

a. Tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario.

b. Saldo de respuestas. Series normalizadas

impulsado por el vigor de la inversión, mientras que el consumo privado siguió mostrándose débil.

La formación bruta de capital fijo mantuvo un crecimiento vigoroso en 2007, si bien inferior al registrado en el año previo. Por agentes, la inversión productiva privada se expandió en 2007 a un ritmo similar al del ejercicio anterior, impulsada por el crecimiento sostenido —aunque más reducido— de la demanda final, y por la sólida posición patrimonial y la favorable evolución de los beneficios presentes y esperados de las empresas no financieras (véase gráfico 4.1). Estos desarrollos compensaron los efectos del progresivo endurecimiento de las condiciones financieras, ligado tanto al incremento de los tipos de interés como, en la segunda parte del año, al aumento de los diferenciales de los bonos corporativos que se derivó de la inestabilidad en los mercados financieros. Este aumento del coste de la financiación también incidió sobre la inversión residencial, que a lo largo del año se desaceleró de manera intensa, influida por el fin de su ciclo expansivo en algunos países que evidencian la moderación de los precios inmobiliarios y la disminución de la demanda de crédito para adquisición de vivienda. Finalmente, la inversión pública experimentó un significativo repunte.



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y Banco de España.

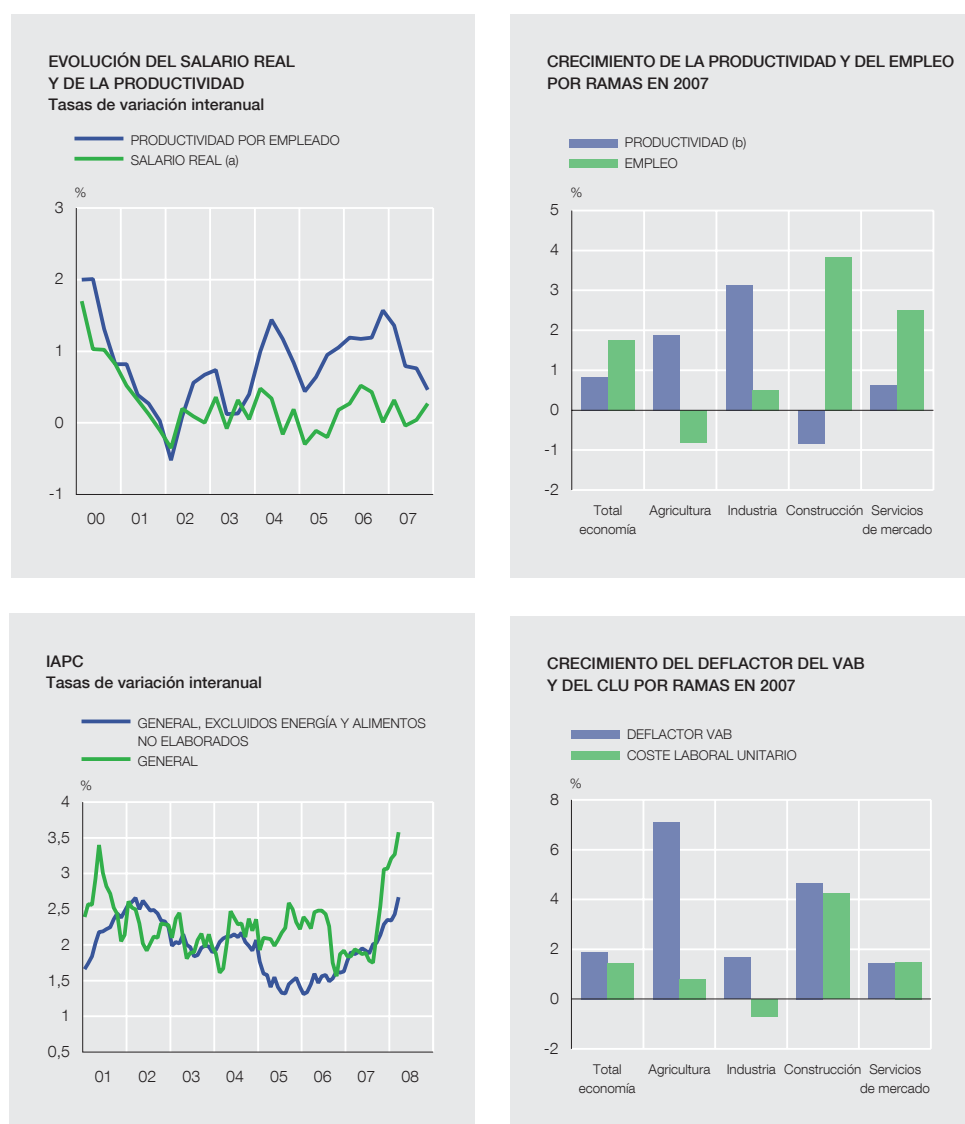
a. El *output gap* se define como la diferencia entre el PIB observado y el potencial, en porcentaje del PIB potencial. Estimaciones de la Comisión Europea.

La demanda exterior neta también contribuyó positivamente al crecimiento.

El menor dinamismo del comercio mundial y la gradual apreciación del tipo de cambio real del euro a lo largo del año incidieron en la evolución de las exportaciones, cuya tasa de avance se situó por debajo de la del año anterior. Por su parte, la cuota de exportación de la UEM experimentó un nuevo retroceso. No obstante, el ritmo de expansión de las importaciones se contrajo en mayor medida que el de las exportaciones, en línea con el comportamiento de la demanda final, por lo que la contribución del saldo exterior neto al producto fue positiva, en una magnitud superior a la de un año antes.

La actividad creció por encima del potencial en la mayoría de países del área, destacando especialmente la evolución favorable de Alemania y de España.

Durante 2007, la mayor parte de los países integrantes de la UEM registró tasas de expansión del PIB superiores al 2%. La aportación más significativa, entre los países de mayor tamaño, procedió de la favorable evolución de la actividad económica en España, dada su elevada tasa de avance, próxima al 4%, y en Alemania, donde, por segundo año consecutivo, se incrementó por encima de su crecimiento potencial, de acuerdo con las estimaciones disponibles. Las economías francesa e italiana, por el contrario, mantuvieron su debilidad. En cuanto a la composición de este crecimiento, la demanda interna impulsó la expansión en las principales economías del área, excepto en Alemania, donde la contribución de la demanda externa neta fue decisiva. Finalmente, la aceleración del producto en Portugal, tras la atonía



FUENTES: Banco Central Europeo, Eurostat y estadísticas nacionales.

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

b. Diferencia entre la variación del PIB y del empleo para el total de la economía y entre la variación del VAB y del empleo para las distintas ramas.

mostrada en los últimos años, unida a la ralentización registrada en algunas de las economías más dinámicas, como Irlanda y Finlandia, propició una cierta reducción de la dispersión de las tasas de expansión de la actividad (véase gráfico 4.2).

Elevada creación de empleo y desaceleración de la productividad.

A pesar de la desaceleración de la actividad, el mercado de trabajo de la UEM tuvo un comportamiento muy dinámico en 2007 y, en media anual, el ritmo de creación de empleo se elevó hasta el 1,8%, la tasa más alta desde el año 2000. Esta mejora se extendió a las principales ramas productivas (véase gráfico 4.3). Así, la ocupación en la industria registró, por primera vez desde 2001, un aumento, aunque de magnitud modesta, mientras que tanto en los servicios de mercado como, sobre todo, en la construcción el empleo se aceleró de forma significativa y alcanzó elevados ritmos de avance. Por otra parte, la tasa de paro prolongó su perfil descendente y se redujo ocho décimas con respecto a la media de 2006, hasta el 7,4%, alcanzando su nivel más bajo en más de dos décadas. Este patrón de crecimiento, relativa-

mente intenso en empleo, determinó que el avance de la productividad aparente del trabajo se redujera notablemente en 2007, hasta un 0,8%. La consecución de un nivel bajo de desempleo compatible con el mantenimiento de la moderación de los costes salariales nominales y reales podría hallarse asociada a la introducción, en los últimos años, de reformas estructurales en los mercados de trabajo de distintos países del área.

Las perspectivas para 2008 se han deteriorado notablemente y se mantienen los riesgos a la baja.

Para el presente ejercicio, persiste una elevada incertidumbre acerca de la magnitud de los efectos sobre la actividad real de la prolongada situación de inestabilidad en los mercados financieros. Además, es previsible que el empeoramiento del contexto internacional —en particular, de la economía norteamericana—, el endurecimiento de las condiciones de financiación y el deterioro de la renta real disponible como consecuencia de las altas tasas de inflación repercutan en un incremento de la actividad del área bastante menor que en el año previo. Así lo está estimando la mayor parte de organismos internacionales y analistas privados, que, tras sucesivas revisiones a la baja, sitúan actualmente el crecimiento del PIB de la UEM en 2008 en el entorno del 1,5%.

1.2 PRECIOS Y COSTES

En 2007 la inflación disminuyó ligeramente en media, pero registró una tendencia marcadamente alcista a partir del verano...

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) de la UEM experimentó en 2007 un crecimiento medio del 2,1%, una décima inferior al del año precedente. No obstante, la inflación evidenció un notable contraste entre la evolución moderada de la primera parte del año, cuando se mantuvo estable por debajo de la referencia utilizada en la definición del objetivo de estabilidad de precios, y la tendencia marcadamente alcista del último cuatrimestre, que se ha prolongado en los comienzos de 2008 (véase gráfico 4.3). En este período reciente, los efectos de base derivados de las caídas que registró el componente energético doce meses antes, la nueva escalada del precio del petróleo y el impacto de la notable subida de los precios de las materias primas alimenticias¹ han llevado a la tasa de inflación del área a situarse por encima del 3% en los primeros meses de 2008, alcanzando un nivel no observado desde la puesta en marcha de la UEM.

debido, en buena medida, a la escalada de los precios de alimentos elaborados, que empujaron la inflación subyacente al alza.

Por su parte, la inflación subyacente —medida por el IPSEBENE—, al igual que en 2006, mostró una tendencia suavemente ascendente a lo largo de 2007, que se intensificó en los últimos meses del año —hasta alcanzar el 2,3%, frente al 1,6% de diciembre de 2006—, como consecuencia de la fuerte aceleración del componente de alimentos elaborados —que a finales de año crecía a una tasa del 5,1%, 3 pp más que un año antes—. Por el contrario, el ritmo de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios se mantuvo relativamente estable durante todo el año, aunque se elevó en media anual, debido, en buena medida, al impacto de la subida del IVA en Alemania a comienzos de 2007.

Por países, el incremento medio del IAPC en 2007 aumentó, con respecto al año precedente, en Alemania, Austria, Finlandia, Irlanda y Eslovenia, mientras que se redujo en el resto de países, la mayoría de los cuales partía de tasas de inflación superiores a la media de la UEM. Esto generó una disminución de la dispersión de las tasas de inflación dentro del área en el promedio del año, si bien la notable heterogeneidad por países del impacto de las subidas en los precios de las materias primas alimenticias volvió a elevarla en los últimos meses (véase gráfico 4.2).

La desaceleración de los precios importados contrarrestó el aumento de los costes interiores...

El deflactor de la demanda final redujo significativamente —en cinco décimas— su ritmo de crecimiento anual, hasta el 1,8%, como consecuencia de la disminución de la contribución del componente exterior, resultado, a su vez, de la notable desaceleración del deflactor de las importaciones, dada la fuerte apreciación del euro. Por el contrario, el componente interior, aproximado por el deflactor del PIB, incrementó su ritmo de expansión, debido tanto a la

1. Véase el recuadro 3.1 de este *Informe Anual*.

aceleración de los costes laborales unitarios (CLU) como a la mayor tasa de avance del excedente bruto unitario, que el comportamiento menos expansivo de los impuestos indirectos netos solo pudo contrarrestar parcialmente.

que reflejó la expansión de los márgenes y de los costes laborales unitarios.

Los salarios volvieron a registrar un comportamiento moderado en el año 2007 en el conjunto del área. Así, el salario real creció por debajo de la productividad del trabajo, dando lugar a una ligera reducción adicional de la participación salarial en la renta total (véase gráfico 4.3). Asimismo, la tasa de aumento de la remuneración por asalariado se mantuvo estable, por lo que la significativa aceleración de los CLU a lo largo del año respondió, principalmente, a la progresiva disminución del ritmo de avance de la productividad del trabajo. Este comportamiento se observó de forma generalizada en todos los países del área —excepto en Italia y Holanda—, si bien en España y Bélgica el mayor crecimiento de los CLU (muy superior a la media de la UEM) obedeció, fundamentalmente, a la notable aceleración de la remuneración por asalariado.

Los márgenes empresariales —aproximados por el cociente entre el deflactor del VAB y el CLU— se expandieron a un ritmo similar al registrado en 2006 (0,7%). Por ramas, destaca especialmente la fuerte aceleración que experimentaron en la rama agraria y, en menor medida, en la industria; en la rama de construcción los márgenes redujeron de forma notable su tasa de crecimiento con respecto al año precedente.

Las perspectivas para 2008 apuntan a una inflación superior al 3% en la mayor parte del año.

Es previsible que la inflación del área del euro se mantenga por encima del 3% en la mayor parte de 2008 y solo experimente un descenso muy gradual en los últimos meses, a medida que el ritmo de crecimiento de los precios de los componentes de energía y alimentos elaborados se modere. En media anual, las previsiones de inflación de organismos públicos y privados se sitúan ya por encima de esa cifra, tras haber sido revisadas sucesivamente al alza en los últimos meses. Los riesgos a estas previsiones, además, están sesgados al alza, principalmente, por la posibilidad de que los efectos de segunda ronda —de los incrementos pasados en los precios de la energía y de los alimentos— sobre la fijación de salarios y precios hagan su aparición, en un contexto en el que el mercado de trabajo mantiene su dinamismo. Asimismo, no se puede descartar que se produzcan subidas adicionales de los precios del petróleo y de los productos agrícolas o aumentos en impuestos indirectos y precios administrados hasta ahora no anunciados. En sentido contrario, la fuerte desaceleración de la economía norteamericana y, en general, la ralentización prevista del crecimiento económico mundial —y del área del euro en particular— podrían mitigar estos factores inflacionistas.

2 Las políticas económicas

2.1 LA POLÍTICA FISCAL

El déficit público del área se redujo por cuarto año consecutivo gracias, en parte, al dinamismo de la actividad...

En 2007, el déficit público del área del euro volvió a reducirse considerablemente, hasta situarse en el 0,6% del PIB, siete décimas menos que en 2006 (véase gráfico 4.4). Esta mejora del saldo presupuestario, por cuarto año consecutivo, es reflejo de algunos esfuerzos de consolidación vía reducción del gasto, pero también del notable dinamismo de la actividad económica (0,5 pp mayor que las predicciones contenidas en los programas de estabilidad publicados a finales de 2006), que propició una recaudación impositiva superior a la esperada, así como una significativa disminución de los gastos corrientes.

aunque el saldo estructural también registró una mejora.

Según cálculos de la Comisión Europea, los componentes cíclico y ajustado de ciclo económico contribuyeron en dos y cinco décimas, respectivamente, a la reducción del déficit en 2007 en el conjunto de la UEM, lo que, dada la contribución nula de medidas temporales en términos netos, supuso una mejora del saldo estructural de 0,5 pp, hasta alcanzar el -0,7% del PIB.

Ningún país sobrepasó el límite del 3% del PIB de déficit...

La mayor parte de los países del área mejoró su posición fiscal en 2007, aunque esta se deterioró en Bélgica, Francia, Grecia y, sobre todo, Irlanda. En particular, en los dos países con



FUENTE: Comisión Europea.

a. Datos provisionales.

b. Cálculos de la Comisión Europea. La línea de puntos discontinuos representa la consolidación estructural anual mínima acordada en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento para los países con desequilibrios fiscales (reducción del déficit estructural de, al menos, el 0,5% del PIB).

procedimientos de déficit excesivo (PDE) abierto — Italia y Portugal — la corrección fue sustancial, hasta situar el déficit por debajo del límite del 3% del PIB establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), por lo que, por primera vez desde el año 2000, ningún país de la zona del euro sobrepasó dicho límite. Además, durante el pasado año se derogaron los PDE a cuatro países (Francia, Alemania, Grecia y Malta) y se espera que la Comisión recomiende al Consejo el cierre de los PDE de Italia y Portugal.

pero los avances
en la reducción del déficit
estructural han sido limitados...

En contraposición al éxito que ha supuesto la implementación del brazo disuasivo del PEC, los resultados de su brazo preventivo han sido más limitados. Así, de entre los seis países miembros de la UEM que a comienzos de 2007 no se encontraban en situación de déficit excesivo, pero seguían mostrando desequilibrios presupuestarios, solo Alemania y Eslovenia han conseguido reducir el déficit estructural en, al menos, un 0,5% del PIB (véase gráfico 4.4). Además, Holanda e Irlanda, que partían de un superávit estructural en 2006, han empeorado

significativamente su posición fiscal, contrariamente a la recomendación de evitar políticas fiscales procíclicas.

y los nuevos programas de estabilidad no anticipan mayores esfuerzos de consolidación fiscal en 2008...

De acuerdo con la agregación de los objetivos contenidos en los programas de estabilidad nacionales presentados el pasado otoño, el déficit presupuestario agregado del área del euro se elevará en 2008 hasta el 0,9% del PIB, como resultado de una disminución de los ingresos en porcentaje del PIB debida a ciertos recortes impositivos (principalmente, del impuesto sobre sociedades en Alemania y de las contribuciones a la Seguridad Social en Alemania y Francia), solo parcialmente contrarrestada por la reducción del gasto (en tres décimas de PIB). Por países, cabe destacar que, en sus últimos programas de estabilidad, Francia e Italia prevén una escasa corrección de su déficit fiscal —que se mantendría en valores cercanos al 3% en 2008— y un retraso en los esfuerzos de consolidación fiscal hasta 2009, posponiendo el cumplimiento de los objetivos presupuestarios de medio plazo (MTO, en sus siglas en inglés) hasta 2011 en el caso de Italia y hasta 2012 en el de Francia. Asimismo, el progreso en otros países que no han cumplido aún los MTO será, en promedio, limitado, incluso con un deterioro de la posición fiscal en algunos casos.

a pesar de los compromisos adquiridos el pasado año para reforzar el brazo preventivo del PEC.

La insuficiencia de los esfuerzos de consolidación fiscal por parte de los países miembros debilita los compromisos adquiridos en 2007 para reforzar el brazo preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En particular, el 20 de abril del pasado año, los ministros de Economía y Finanzas reafirmaron su adhesión a los principios de una política fiscal saneada que propugna el PEC y su compromiso de aprovechar plenamente los períodos de crecimiento económico y los ingresos impositivos extraordinarios en pos de ese objetivo. Igualmente, los países del área del euro se comprometieron a lograr los MTO, a más tardar, en 2010. En el mismo sentido, el pasado 9 de octubre el ECOFIN adoptó unas conclusiones para mejorar la efectividad del PEC, entre las que destacan la prioridad de asegurar los progresos hacia una posición fiscal sostenible y la necesidad de tener en cuenta más adecuadamente la sostenibilidad fiscal a largo plazo en los MTO.

Las perspectivas fiscales para 2008 están sujetas a la incertidumbre asociada a las turbulencias financieras y a la desaceleración económica.

La necesidad de llevar a la práctica con rigor los compromisos adquiridos en relación con el fortalecimiento del brazo preventivo del PEC es aún mayor si se tiene en cuenta que los programas de estabilidad publicados en otoño no incorporaban plenamente el deterioro más reciente de las perspectivas económicas del área. De este modo, el panorama fiscal es particularmente incierto, a causa de unas expectativas de crecimiento más débil y de la existencia de elevados riesgos a la baja, cuyo impacto en los ingresos y gastos públicos resulta difícil de anticipar.

El logro de la sostenibilidad fiscal en el largo plazo requiere profundizar en la consolidación fiscal, la mayor eficiencia del gasto y las reformas estructurales.

Además, el mantenimiento de unas finanzas públicas saneadas resulta imprescindible para garantizar su sostenibilidad en el largo plazo ante los retos derivados del envejecimiento poblacional. Se reafirma así la necesidad de profundizar en la consolidación fiscal y en las reformas estructurales que promuevan el crecimiento y el empleo, así como en la mejora de la eficiencia en todas las áreas del gasto público.

2.2 LAS POLÍTICAS ESTRUCTURALES

La Estrategia de Lisboa renovada cumple el primer ciclo y las reformas estructurales europeas y nacionales comienzan a dar frutos.

En 2007 se cumplió el primer ciclo de tres años de la renovada Estrategia de Lisboa, cuyo relanzamiento en 2005 había adoptado como prioridades el crecimiento económico sostenible y el empleo, y había establecido una división más clara de las responsabilidades comunitarias y nacionales. En su conjunto, las políticas estructurales acometidas en este período han propiciado un uso más intensivo del factor trabajo y han contribuido a la mejora de las perspectivas económicas. De este modo, la Comisión Europea ha valorado globalmente de forma positiva la puesta en práctica de los Programas Nacionales de Reforma (PNR) diseñados para el período 2005-2008, en particular en lo que atañe al compromiso de los gobiernos naciona-

les con los objetivos de la renovada Estrategia de Lisboa. No obstante, los logros avanzan a ritmos diferenciados en los cuatro grandes ámbitos de actuación: potenciar la participación en el mercado de trabajo, incrementar la competencia (particularmente, en los servicios), impulsar la iniciativa empresarial e invertir en conocimientos e innovación.

Se constatan progresos en materia de empleo, que se atribuyen, en parte, a las reformas estructurales.

Con respecto al mercado de trabajo, en 2007 volvió a producirse un fuerte crecimiento del empleo —más de 2,3 millones de puestos de trabajo— y la tasa de ocupación se situó en el 66%, acercándose al objetivo de Lisboa del 70% en el año 2010.

Parte de estos logros cabe atribuirlos a las reformas estructurales acometidas en los últimos años, que se han dirigido a modificar los sistemas fiscales, los regímenes de la seguridad social y, en menor medida, los beneficios sociales. Así, por ejemplo, por el lado de las políticas impositivas, los países han tratado de reducir la cuña impositiva —diferencia entre el coste salarial bruto soportado por el empleador y la renta neta recibida por el trabajador—, con disminuciones de los tipos impositivos en Italia, España y Holanda o con deducciones en la cuota para los tramos de renta más bajos en Francia e Irlanda. Además, se han recortado las contribuciones a la seguridad social en un amplio número de países.

Por lo que se refiere a los grupos sociales prioritarios para el fomento del empleo, hay que destacar que el índice de empleo femenino ha mejorado, hasta situarse en el 58%, cerca del objetivo del 60%. En el caso de los trabajadores de más edad, y a pesar de las reformas de los regímenes de pensiones y de jubilación anticipada en algunos países, la tasa de ocupación se sitúa en el 44%, aún lejos del objetivo del 50% para 2010. Finalmente, la tasa de empleo juvenil es todavía reducida, en torno al 38%.

Se acuerdan unos principios comunes sobre el modelo de *flexiguridad* en los mercados de trabajo.

La *flexiguridad* —estrategia para mejorar conjuntamente la flexibilidad y la seguridad en los mercados de trabajo²— se ha convertido en un desafío fundamental para lograr unos mercados de trabajo más abiertos y con una mayor capacidad de adaptación. Siguiendo la recomendación del Consejo Europeo, la Comisión Europea estableció en 2007 los principios comunes que deberán ser una referencia en la elaboración de los PNR nacionales, teniendo en cuenta que las condiciones laborales y el marco institucional de cada país hacen necesaria cierta adaptación en la aplicación de estos principios. Más concretamente, las medidas deben fomentar, por un lado, acuerdos contractuales más flexibles; en segundo lugar, estrategias de formación continua a lo largo de toda la vida laboral; en tercer lugar, políticas activas de empleo que faciliten la adaptabilidad de los trabajadores; y, finalmente, sistemas de seguridad social modernos que incentiven el empleo y la movilidad de los trabajadores sin descuidar la protección social.

Hasta el momento, los países de la UEM han avanzado de forma desigual en estos cuatro campos. En particular, destacan Austria, Finlandia, Irlanda y Holanda, por haber progresado hacia un planteamiento integrado de *flexiguridad*. En relación con los acuerdos contractuales, se han aprobado medidas que fomentan una mayor flexibilidad en la jornada laboral y la descentralización de la negociación salarial, aunque modestamente y en pocos países. Con respecto a las políticas activas, países como Austria y Bélgica han impulsado la formación de desempleados, los programas de asistencia en la búsqueda de empleo y de incentivos para la contratación de parados de larga duración. Finalmente, los sistemas de seguridad social han mejorado, aunque de forma tímida y concentrada en los sistemas de pensiones (por ejemplo, en Alemania y Bélgica).

2. Véase «La flexiguridad como modelo para los mercados de trabajo europeos», *Boletín Económico*, noviembre de 2007.

La reducida movilidad transfronteriza de los trabajadores motivó iniciativas comunitarias.

Por otra parte, la falta de avances en relación con la movilidad transfronteriza de trabajadores motivó el lanzamiento de dos iniciativas en el ámbito comunitario a finales de 2007. Por un lado, el *Plan de Acción Europeo sobre la Movilidad Laboral*, con medidas específicas para elevar el número de ciudadanos que trabajan fuera de su Estado miembro (que se cifra actualmente en torno al 2%). Por otro lado, el *Marco Europeo de Calificaciones*, al que deben converger los sistemas nacionales de calificación antes de 2010, que pretende adecuar los planes de educación y formación con las necesidades del mercado laboral.

Las mejoras en materia de competencia requerirán mayores esfuerzos en el sector servicios

Un segundo elemento necesario para lograr un mayor crecimiento potencial es el fomento de la competencia, que permitiría mejorar la eficiencia productiva, redundaría en una presión a la baja sobre los precios y generaría incentivos para invertir e innovar. Para ello, la extensión y la profundización en el mercado interior europeo continúan siendo una prioridad, particularmente en el sector servicios, que concentra alrededor del 70% del empleo y del valor añadido de la economía. En este sentido, tras el definitivo impulso que supuso la adopción de la Directiva de Servicios en 2006, que deberá ser aplicada por los Estados miembros antes de diciembre de 2009, los países han realizado ya algunos avances, aunque el recorrido pendiente es largo.

Los esfuerzos en la apertura de industrias y servicios de red son todavía limitados y la Comisión Europea da un nuevo impulso a la política energética europea.

Así, la apertura de industrias y de servicios de red a la competencia ha sido lenta y aún subsisten importantes obstáculos a la entrada en el mercado. En los servicios de red se han llevado a cabo algunas medidas significativas en los sectores del ferrocarril y de la energía en Holanda, y de las telecomunicaciones en Grecia, Finlandia y Eslovenia. A nivel comunitario, en septiembre de 2007 se dio un nuevo impulso a la Política Energética Europea con la adopción, por parte de la Comisión Europea (CE), de un paquete de medidas encaminadas a asegurar el abastecimiento energético, fortalecer la competencia, y promover la sostenibilidad ambiental y luchar contra el cambio climático. Las propuestas legislativas incluyen la separación de las actividades de transmisión y generación de energía con el propósito de reforzar la competencia.

Se implementan algunas reformas, no muy ambiciosas, en los sectores minorista y de servicios profesionales.

En el sector del comercio minorista se han tomado algunas medidas, aunque existen diferencias notables entre los países, particularmente en la regulación de los horarios de apertura. No obstante, la competencia en los servicios profesionales es todavía insuficiente.

En la integración de los mercados financieros los progresos son más apreciables, destacando la creación de la SEPA.

Finalmente, en el ámbito financiero ha habido avances notorios, a pesar de lo cual, la Comisión, en el contexto de la valoración de los PNR, ha recomendado esfuerzos adicionales que promuevan la plena integración de los mercados financieros y la competencia en los servicios financieros al por menor.

En abril de 2007 se adoptó la *Directiva sobre servicios de pago*, cuyo principal objetivo es garantizar que los pagos en la UE —mediante transferencias, domiciliaciones y tarjetas— se realicen con la misma facilidad, eficiencia y seguridad que los que tienen carácter nacional, estableciendo el marco jurídico necesario para la creación de la *Zona Única de Pagos para el Euro* (SEPA). Por otro lado, la aplicación del *Plan de Acción para los Servicios Financieros* (FSAP) por parte de los Estados miembros está casi completada. La *Directiva sobre mercados de instrumentos financieros* (MiFID) entró en vigor en noviembre y la *Directiva sobre transparencia* está pendiente de transponerse en algunos países.

Las turbulencias financieras han revelado algunas debilidades en el funcionamiento de los

Por otra parte, el período de inestabilidad financiera ha puesto de manifiesto algunas debilidades en el funcionamiento de los mercados financieros, cuya mejora es importante para restablecer la confianza y promover su buen funcionamiento. En este sentido, el Consejo Ecofin de

mercados, que han dado lugar a iniciativas como la hoja de ruta propuesta por el Consejo Ecofin.

Sobre el objetivo de favorecer la iniciativa empresarial, se han dado algunos pasos, aunque tímidos.

El fomento de la innovación requerirá también un sustancial incremento de los recursos nacionales...

aunque en 2007 hubo algunas importantes iniciativas en el ámbito europeo.

En la lucha contra el cambio climático se acuerdan unos objetivos que requerirán un gran esfuerzo.

En resumen, las políticas estructurales nacionales y europeas han ido por buen camino, aunque el recorrido pendiente es todavía largo.

octubre estableció una hoja de ruta que identificaba como prioridades el incremento de la transparencia, la mejora de los criterios de valoración de los activos poco líquidos, el fortalecimiento del marco prudencial de supervisión y el perfeccionamiento de los mercados de deuda no organizados y del papel de las agencias de calificación crediticia.

El tercer elemento para estimular el crecimiento está relacionado con el fomento de la iniciativa empresarial, cuyo impacto sobre la productividad y la innovación es fundamental, particularmente en las industrias de alta tecnología. En este sentido, en un gran número de países de la UEM ya es posible registrar una empresa en el plazo de una semana a través de instrumentos como las ventanillas únicas, y se han dado pasos importantes en la mejora de la reglamentación. Además, el coste de crear una empresa se ha reducido considerablemente en la UE 15, y se sitúa en 485 euros de media, frente a 813 euros en 2002. No obstante, todavía hay margen para reducir las cargas administrativas, especialmente para las PYME.

Las reformas de los mercados de productos y de trabajo necesitan políticas que ayuden a la difusión del cambio tecnológico y a la innovación. En este sentido, el gasto en I+D en la UEM es insuficiente (1,9% del PIB en 2006), con importantes diferencias por países, que son difíciles de valorar debido a las divergencias en la especialización industrial. Solamente Finlandia supera el objetivo del 3% del PIB, y Alemania, Francia y Austria gastan más de un 2%.

En este contexto se enmarca también la necesidad de mejorar la calidad de las finanzas públicas con una recomposición del gasto hacia la inversión productiva, al tiempo que se mejoran los mecanismos de vigilancia para garantizar la eficiencia del gasto en I+D. Asimismo, con el fin de hacer estas inversiones más efectivas, es necesario mejorar el nivel educativo y la formación de la fuerza laboral.

En la Unión Europea, el *Séptimo Programa Marco para la Investigación y el Desarrollo Tecnológico* promueve políticas de impulso a la innovación y constituye el instrumento básico para financiar estas actividades en el período 2007-2013, incluyendo incentivos para la participación de las PYME. En este sentido, el *instrumento de financiación de riesgo compartido* (RSFF) promoverá la investigación y la innovación en Europa. Por otro lado, en 2007 se creó una red, que será operativa en 2008, para favorecer el acceso de las PYME a los beneficios del mercado único.

Por último, muchos países no han avanzado en el cumplimiento de los objetivos de Kioto y tendrán que hacer un esfuerzo importante para alcanzar los ambiciosos objetivos acordados en el Consejo Europeo de la primavera de 2007. En relación con estos compromisos, relativos a las emisiones de gases de efecto invernadero, energías renovables y eficiencia energética, la Comisión presentó en noviembre un Plan Estratégico Europeo de Tecnología Energética.

Por tanto, las reformas estructurales acometidas en la UEM han favorecido la consecución de importantes progresos en áreas tales como la regulación de los mercados, reformas impositivas sobre rentas salariales y, más tímidamente, en políticas para fomentar la innovación. Sin embargo, no todos los países han emprendido las reformas con la misma determinación. En particular, apenas se han introducido medidas relacionadas con la apertura de los mercados y la lucha contra la segmentación del mercado laboral.

El segundo ciclo de la Estrategia de Lisboa renovada, que abarca el trienio 2008-2010, ya cuenta con unas Directrices Integradas para el Crecimiento y el Empleo, aprobadas en el Consejo Europeo de marzo de 2008, y con un Programa Comunitario de Lisboa, que detalla las nuevas iniciativas en el ámbito de la UE. Los desarrollos durante esta nueva etapa serán

importantes para minimizar el impacto de la inestabilidad financiera internacional y del aumento de los precios, en un contexto menos favorable debido a la ralentización económica global, que no debería ir en detrimento de las reformas estructurales. Lograr unos mercados de trabajo y de productos más flexibles y eficientes es un requisito fundamental para el adecuado funcionamiento de la Unión Monetaria y, en el contexto actual, para responder a los retos y a las oportunidades que se derivan de la globalización económica, el cambio tecnológico y el envejecimiento de la población.

3 La política monetaria común y las condiciones monetarias y financieras en el área del euro

3.1 LAS DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En la primera parte del año, el BCE prosiguió la reducción del grado de holgura de las condiciones monetarias.

Las tensiones financieras detuvieron el proceso de aumentos de los tipos oficiales y se creó un entorno de extraordinaria incertidumbre.

Las perspectivas para el crecimiento en el área del euro acabaron moderándose, dentro de una posición sólida, al tiempo que se seguían identificando riesgos al alza para la estabilidad de precios.

Desde junio, el BCE dejó sin cambios los tipos de interés oficiales en el 4%.

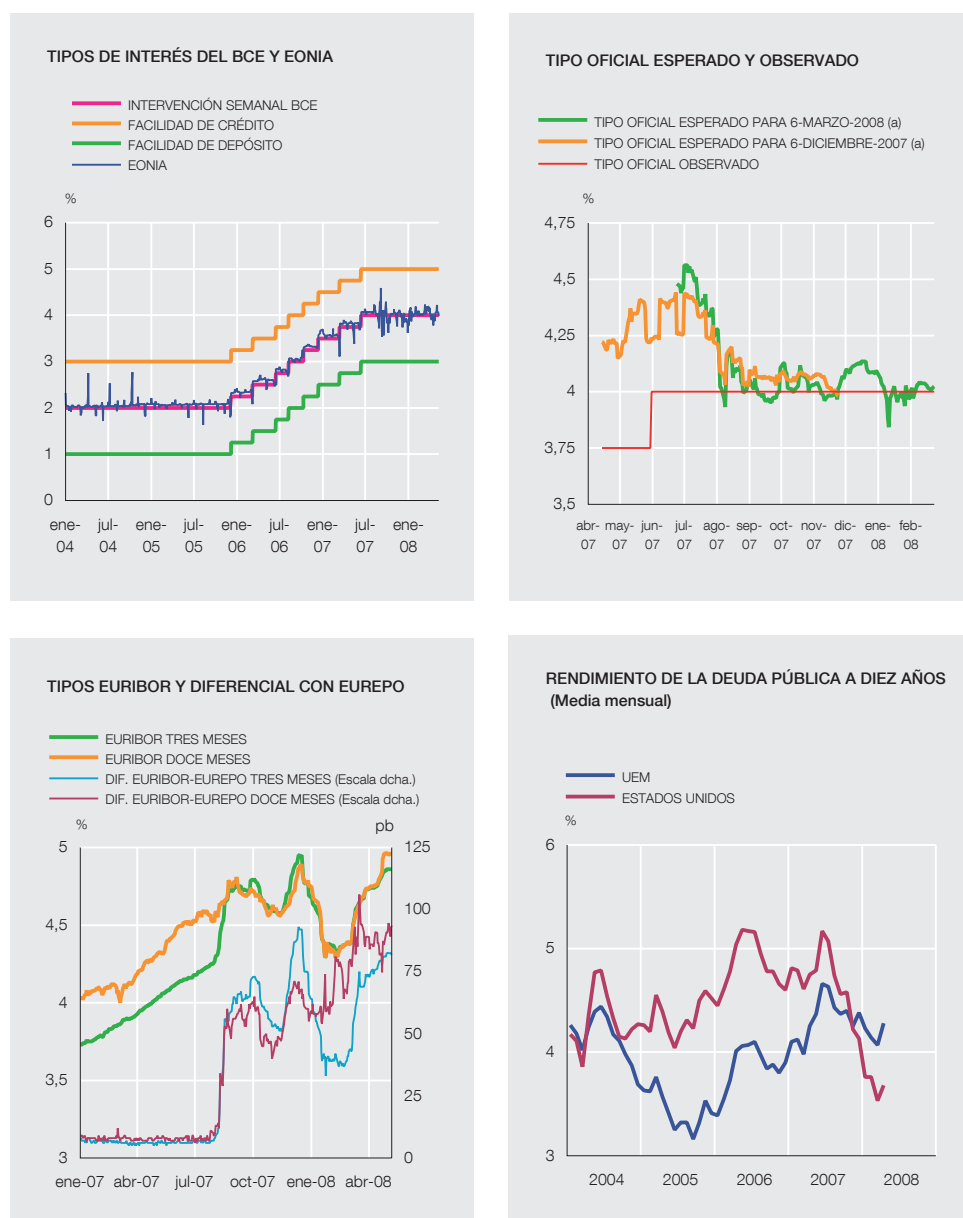
Durante la primera mitad de 2007 continuó el proceso de ajuste de las condiciones monetarias que se había iniciado a finales de 2005, en un contexto caracterizado por el vigor de la economía de la zona del euro y por la aparición de presiones inflacionistas. Así, el Consejo de Gobierno del BCE elevó los tipos de interés oficiales en 25 pb en sus reuniones de marzo y junio, de forma que el tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación se situaba en el 4% a mediados de año (véase gráfico 4.5).

La irrupción de las tensiones financieras durante el verano originó un período de extraordinaria incertidumbre económica derivada de las dificultades para determinar el alcance y la profundidad del episodio, así como sus efectos sobre la economía europea. El mercado monetario, pieza fundamental en la instrumentación y en la transmisión de la política monetaria, se vio particularmente afectado en el segmento de operaciones sin garantía, donde se produjeron una repentina pérdida de liquidez y un incremento de las primas de riesgo. Además, como se resalta en el epígrafe siguiente, los diferenciales de los bonos corporativos repuntaron y los bancos tendieron a endurecer sus criterios de oferta de préstamos, lo que, unido a la apreciación del euro, produjo un tensionamiento de facto de las condiciones monetarias del área, a pesar del desvanecimiento de las expectativas de subidas sucesivas de los tipos de interés. En estas circunstancias resultaba muy complejo calibrar el tono adecuado de la política monetaria.

Aunque la economía europea partía de una posición sólida para afrontar el cambio en la coyuntura internacional, la prolongación en el tiempo de la situación de inestabilidad financiera, la brusca desaceleración de la economía americana y la apreciación del euro terminaron por producir, hacia finales de 2007 y principios de 2008, un deterioro de las perspectivas de crecimiento económico en la zona del euro.

De forma simultánea, los riesgos al alza para la estabilidad de precios en el medio plazo se intensificaron. No obstante, el repunte en la inflación, que, por sus características, se esperaba que fuera transitorio, no parecía haber desencadenado efectos de segunda ronda sobre los salarios y los precios, y las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron ancladas en niveles compatibles con el objetivo de estabilidad de precios.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE no modificó los tipos de interés en el segundo semestre de 2007 ni tampoco en las primeras reuniones de 2008. En unas condiciones de extrema incertidumbre y de riesgos al alza para la estabilidad de precios, el Consejo reiteró su firme disposición a actuar para prevenir que esos riesgos a medio plazo se materializaran e insistió en la importancia de mantener las expectativas de inflación suficientemente ancladas. El mantenimiento de los niveles de los tipos de interés oficiales, en las nuevas condiciones de tensión financiera, contribuirá positivamente a la consecución de esos objetivos.



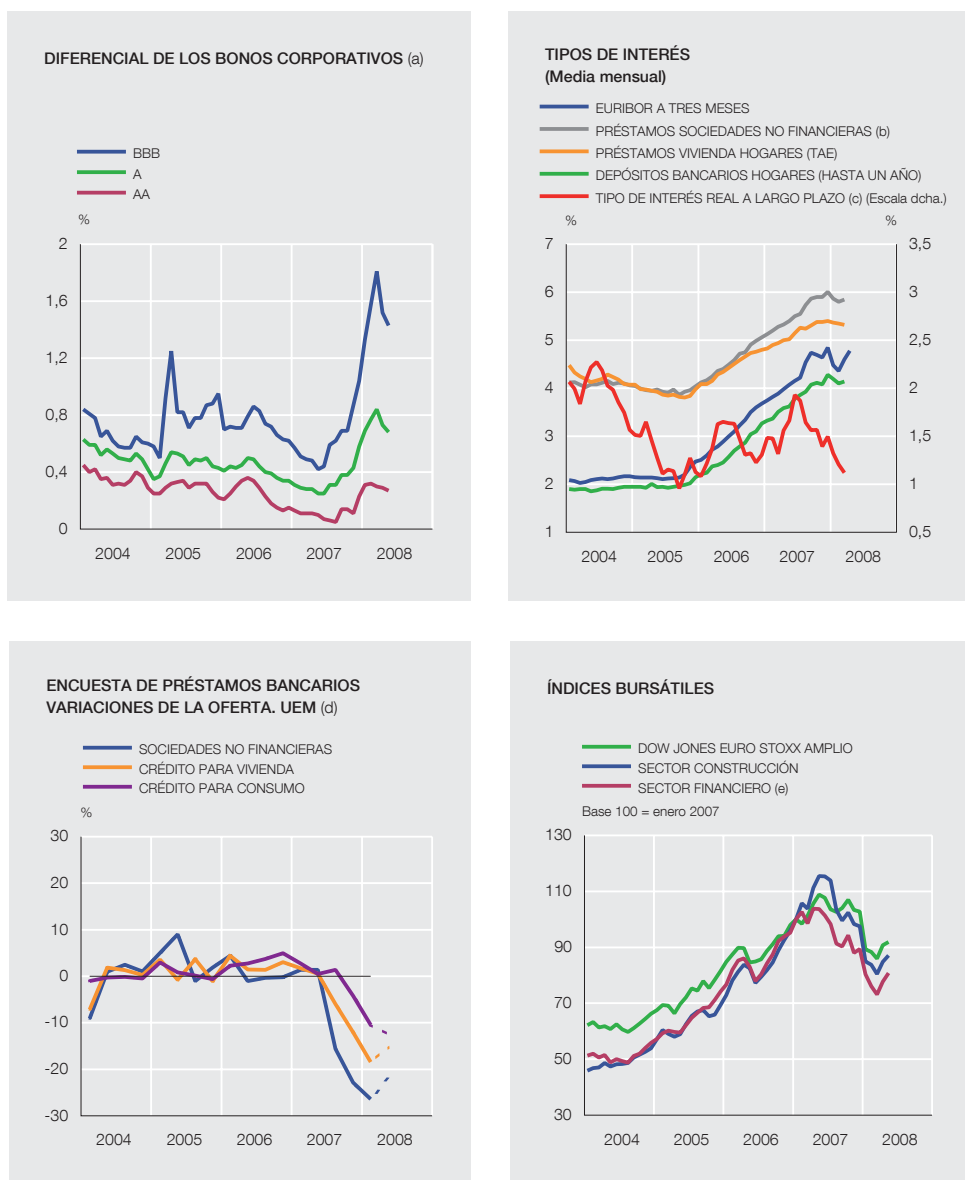
FUENTE: Banco Central Europeo.

a. A partir de los futuros sobre el EONIA cotizados para esa fecha, descontando una prima.

3.2 LA EVOLUCIÓN FINANCIERA EN LA ZONA DEL EURO

Las tensiones financieras en el verano truncaron la favorable evolución de los mercados de capitales.

Durante la primera parte del año, los mercados financieros de la UEM se caracterizaron por un clima de optimismo, que se interrumpió en el verano por los problemas en el mercado hipotecario de Estados Unidos y su rápida traslación a los mercados de capitales. Al igual que en otros mercados internacionales, el precio de los activos financieros en la zona del euro comenzó a reflejar la repentina revisión al alza en la valoración de los riesgos y determinados segmentos sufrieron una brusca pérdida de liquidez. Los instrumentos más afectados por este proceso fueron, además de los depósitos interbancarios sin garantía, los valores de renta fija privada en general, aunque de manera particular las emisiones de empresas financieras y las de peor calidad crediticia. El episodio de inestabilidad experimentó una mejora transitoria en septiembre y principios de octubre, pero la situación se agravó a finales de año y, con diferentes fluctuaciones en su intensidad, ha persistido en 2008, extendiéndose a otros mercados e instrumentos financieros.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Emitidos por sociedades no financieras y denominados en euros. Diferencial con respecto a los bonos con calificación crediticia AAA.
- b. Operaciones nuevas de préstamos hasta un millón de euros.
- c. Diferencia entre los tipos de interés nominales a diez años y la tasa de inflación media centrada en los últimos cinco años.
- d. Indicador = % entidades que señalan aumento considerable + % entidades que señalan cierto aumento $\times 0,5$ - % entidades que señalan un cierto descenso $\times 0,5$ - % entidades que señalan un descenso considerable. Un valor positivo (negativo) significa un aumento (disminución) de la oferta de los créditos de las entidades respecto al trimestre anterior. Las líneas discontinuas indican las previsiones para el siguiente trimestre.
- e. Calculado como el promedio de bancos, seguros y servicios financieros.

Los mercados monetarios se vieron particularmente afectados, con una pérdida de liquidez y un súbito aumento de las primas de riesgo que obligaron al BCE a intervenir.

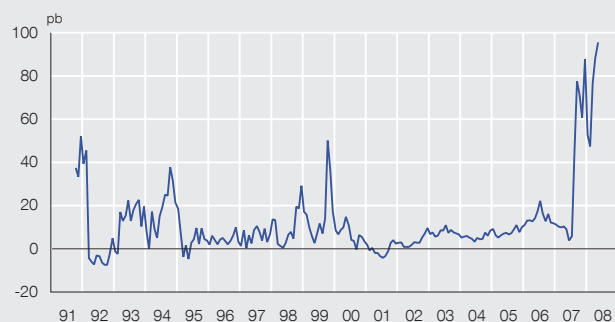
Durante la primera mitad de 2007, las rentabilidades negociadas en el mercado interbancario mostraron una tendencia ascendente en todos sus plazos que reflejaba el tono más restrictivo de la política monetaria y las perspectivas de aumentos adicionales en los tipos oficiales. Las turbulencias financieras hicieron desvanecerse dichas expectativas, al tiempo que provocaron un súbito repunte de la volatilidad y de los tipos negociados en el mercado de depósitos interbancarios sin garantía. Así el diferencial de rentabilidad entre las transacciones sin garantía (EURIBOR) y con garantía (EUREPO) se situó en niveles muy elevados, que llegaron a los 90 pb en las operaciones a tres meses (véase gráfico 4.5). El BCE tuvo que intervenir para esta-

El marco operativo de la política monetaria del BCE está diseñado para permitir el control de los tipos de interés a muy corto plazo en torno al tipo mínimo de puja de las operaciones principales de financiación (OPF)¹. Para ello, el banco central determina su oferta

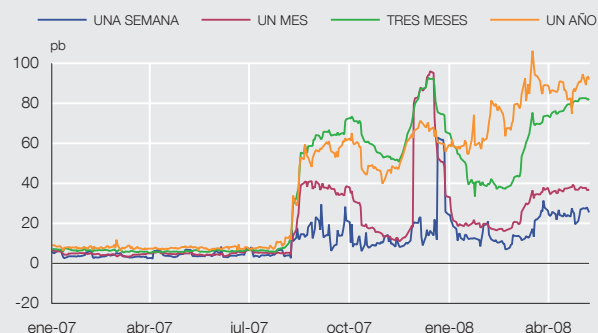
1. El marco operativo del Eurosistema define los instrumentos y los procedimientos que permiten realizar dicho control a través de la gestión de la liquidez del sistema bancario. Para una descripción detallada, véase *La aplicación de la política monetaria en la zona del euro*, documento del BCE de septiembre de 2006.

de liquidez dependiendo de las necesidades de fondos del sistema bancario, que vienen determinadas fundamentalmente por el requisito de reservas mínimas y por la evolución de los denominados factores autónomos. A partir de ahí, los mercados monetarios constituyen el primer eslabón de la cadena de transmisión de la política monetaria. Su adecuado funcionamiento es, pues, un requisito indispensable para que los impulsos de política monetaria se trasladen a lo largo de la curva de rendimientos, hasta afectar a los tipos de interés relevantes para las decisiones de ahorro e inver-

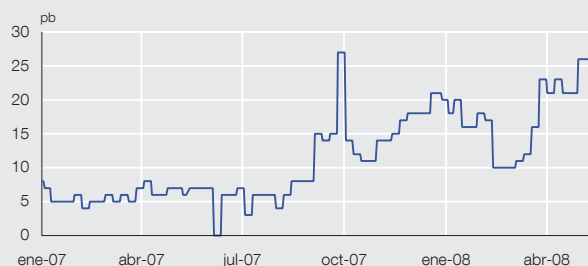
1 DIFERENCIAL EN ALEMANIA: INTERBANCARIO A TRES MESES – LETRAS DEL TESORO A TRES MESES



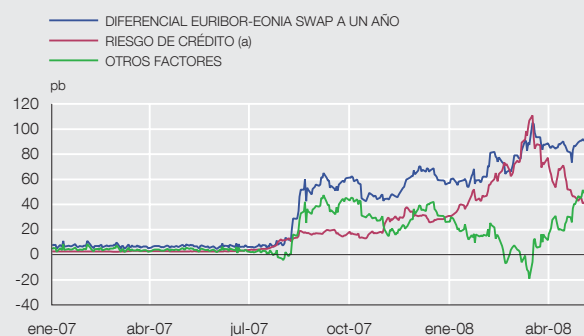
2 DIFERENCIAL EURIBOR – REPO



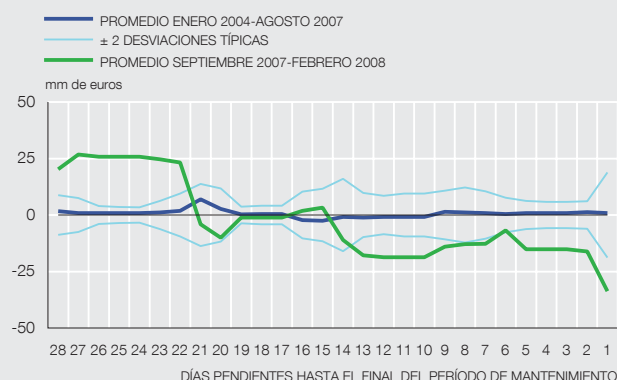
3 OPERACIONES PRINCIPALES DE FINANCIACIÓN: DIFERENCIAL TIPO MARGINAL – TIPO MÍNIMO



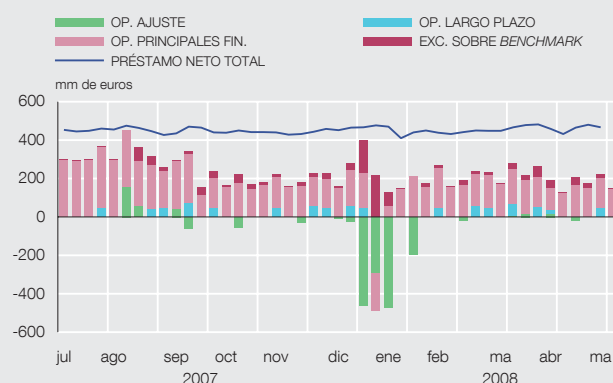
4 DESCOMPOSICIÓN DEL DIFERENCIAL INTERBANCARIO A DOCE MESES



5 EXCESO DE RESERVAS DENTRO DEL PERÍODO DE MANTENIMIENTO



6 OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO: VOLUMEN ADJUDICADO (b)



FUENTES: Banco Central Europeo, Datastream y Bloomberg.

a. Media de las primas de una estimación de los *Credit Default Swaps* a un año sobre una muestra de los bancos que determinan el tipo de interés del EURIBOR.

b. Datos semanales. Las operaciones discrecionales de ajuste fino suelen tener un plazo de un día. Cuando hay varias subastas en una semana, se acumula el volumen adjudicado, aunque se trate de renovaciones que no afectan al préstamo neto.

FINANCIERA (cont.)

sión y, en definitiva, para la consecución del objetivo de estabilidad de precios.

Las tensiones financieras iniciadas en el verano de 2007 impactaron de forma repentina y notoria en la actividad de los mercados monetarios de los países afectados por este episodio, incluido el de la zona del euro. Las entidades rehusaron prestarse fondos en un contexto de desconfianza, elevada demanda de liquidez y extraordinaria incertidumbre sobre la necesidad y la disponibilidad futura de fondos. Como resultado, el mercado interbancario sufrió un notable incremento de la volatilidad y un pronunciado repunte de las primas por riesgo hasta niveles históricamente altos (véase gráfico 1). La inestabilidad afectó a todo el espectro de plazos del mercado, incluido el muy corto plazo, aunque de forma más intensa a los vencimientos superiores a un mes (véase gráfico 2). Además, las mayores necesidades de liquidez se manifestaron en un aumento del tipo marginal de las OPF (véase gráfico 3). Esta situación se agravó en diciembre, por el temor de las entidades a no poder cubrir las mayores necesidades de recursos que se producen al final de año, y, con algunas fluctuaciones, las tensiones han persistido hasta la actualidad. Resulta interesante destacar, además, que, aunque los problemas de liquidez contribuyeron a explicar el repunte de las rentabilidades, a medida que avanzó el episodio el aumento del riesgo de contrapartida determinó de forma importante la evolución del mercado (véase gráfico 4).

En este contexto, y como corresponde a un banco central que controla los tipos de interés a muy corto plazo, el BCE acomodó su oferta de fondos a las necesidades del sistema bancario, minimizando de esta manera los efectos de las turbulencias sobre la gestión de la liquidez por parte de las entidades. Esta política fue acompañada de una estrategia de comunicación con la que transmitía su disposición a satisfacer la demanda de reservas, eliminando así este elemento de incertidumbre y contribuyendo a la relajación de los precios. Así, por ejemplo, la preferencia de las instituciones por acumular reservas relativamente temprano en los períodos de mantenimiento hizo que el BCE adjudicara un volumen de recursos relativamente elevado en esos momentos, teniendo posteriormente que realizar operaciones de ajuste fino para eliminar el exceso de liquidez, que se ponía de manifiesto en presiones a la baja sobre el tipo de interés a muy corto plazo (véase gráfico 5). La inyección de fondos por parte del BCE se realizó a través tanto de operaciones discrecionales como de las subastas regulares, que, en el caso de las OPF, se caracterizaron por una adjudicación de recursos por encima de las cantidades consideradas como neutrales o *benchmarks* (véase gráfico 6)². Finalmente, el BCE también actuó de forma coordinada con otros bancos centrales

y estableció un acuerdo con la Reserva Federal para proporcionar financiación en dólares a través de una línea *swap*. Dicho acuerdo se extendió en marzo y en mayo de 2008 como consecuencia de un renovado tensionamiento en los mercados monetarios internacionales.

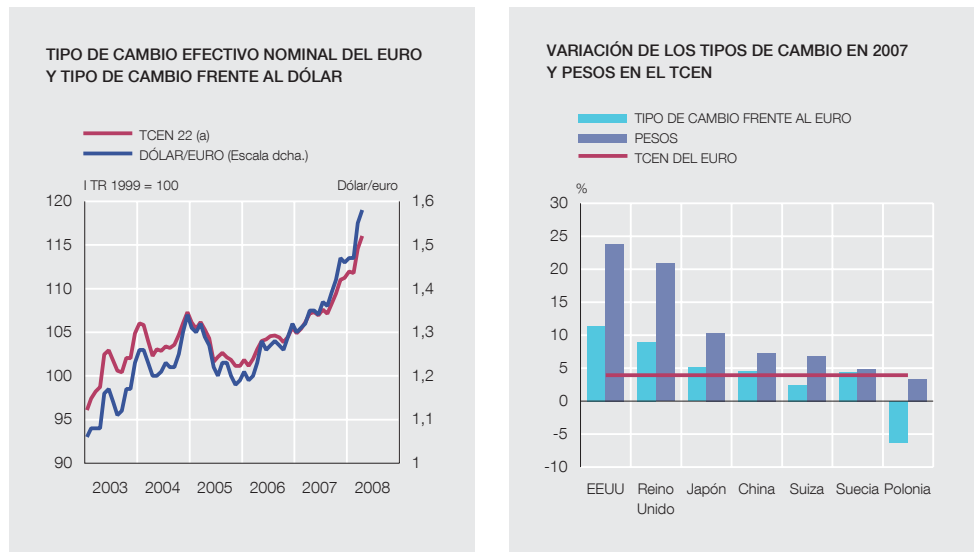
A diferencia de lo ocurrido en otros países, el Eurosistema no necesitó modificar su marco operativo para afrontar la situación, lo que ha puesto de manifiesto su adecuado diseño para actuar en momentos de estrés. La existencia de un amplio número de entidades de contrapartida y de activos admisibles como colateral en las operaciones de mercado abierto permitió que estos aspectos no interfirieran en la gestión. Antes al contrario, ayudaron a que la distribución de liquidez fuera más eficaz y tuviera un gran alcance. En este sentido, es importante subrayar que la comparación de la magnitud de las intervenciones del Eurosistema con lo observado en otros países puede llevar a confusión. El importe relativamente voluminoso de las adjudicaciones en la zona del euro no tiene que ver con el episodio de inestabilidad, sino con determinadas características institucionales del sistema europeo que hacen que, en condiciones normales las necesidades de liquidez sean mayores que en USA.

Además, la flexibilidad que proporciona el marco operativo ha sido un elemento clave para responder con rapidez a la demanda de fondos por parte del sistema bancario y garantizar que las intervenciones no tuvieran un efecto expansivo indeseado sobre las condiciones monetarias del área y favorecieran la estabilización de los mercados. Así, el suministro de liquidez se combinó de forma ágil con operaciones de drenaje, de manera que el préstamo total concedido al sector bancario no experimentó cambios en términos de volumen, aunque sí en su perfil temporal y plazo de vencimiento. Como ya se ha comentado anteriormente, las entidades tendieron a acumular reservas relativamente temprano dentro de los períodos de mantenimiento y mostraron un mayor interés por las operaciones a más largo plazo con el objetivo de reducir las necesidades de liquidez futuras. La flexibilidad del marco operativo quedó también patente al alargar el plazo de la OPF del 19 de diciembre hasta las dos semanas para que su vencimiento se produjera tras el cambio de año.

Los anuncios y la ejecución de las actuaciones lograron atenuar las presiones al alza sobre los tipos de interés de los depósitos interbancarios no garantizados, especialmente sobre los plazos más cortos. No obstante, todavía persiste una elevada prima de riesgo de crédito en el mercado interbancario, particularmente en los plazos más largos, que está asociada a la prolongación de las turbulencias financieras y a la falta de confianza. La disminución de esta prima solo puede producirse con una recuperación de la confianza entre las entidades.

2. Por ejemplo, entre el 9 y el 14 de agosto el BCE llevó a cabo operaciones de ajuste fino a un día de forma sucesiva, con una adjudicación de casi 95 mm de euros el primer día y de 8 mm de euros el último. El 23 de agosto y el 12 de septiembre realizó dos operaciones a más largo plazo extraordinarias, con una provisión de 40 mm de euros y de 75 mm de euros, respectivamente, y que se han ido renovando hasta la actualidad. Finalmente, la OPF del 19 de diciembre

fue precedida del anuncio de que se atenderían todas las pujas iguales o por encima del tipo medio ponderado de la anterior subasta, es decir, el 4,21%, lo que conllevó una adjudicación de 218 mm de euros.



FUENTES: Banco Central Europeo y Comisión Europea.

a. EL TCEN 22 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a 22 países: los pertenecientes a la UE 27 que no son miembros de la UEM en 2008 más Estados Unidos, Canadá, Australia, Noruega, Suiza, Japón, China, Hong Kong, Corea del Sur y Singapur.

bilizar los tipos a más corto plazo, aunque la inestabilidad en los vencimientos más largos ha perdurado durante 2008 (véase recuadro 4.2).

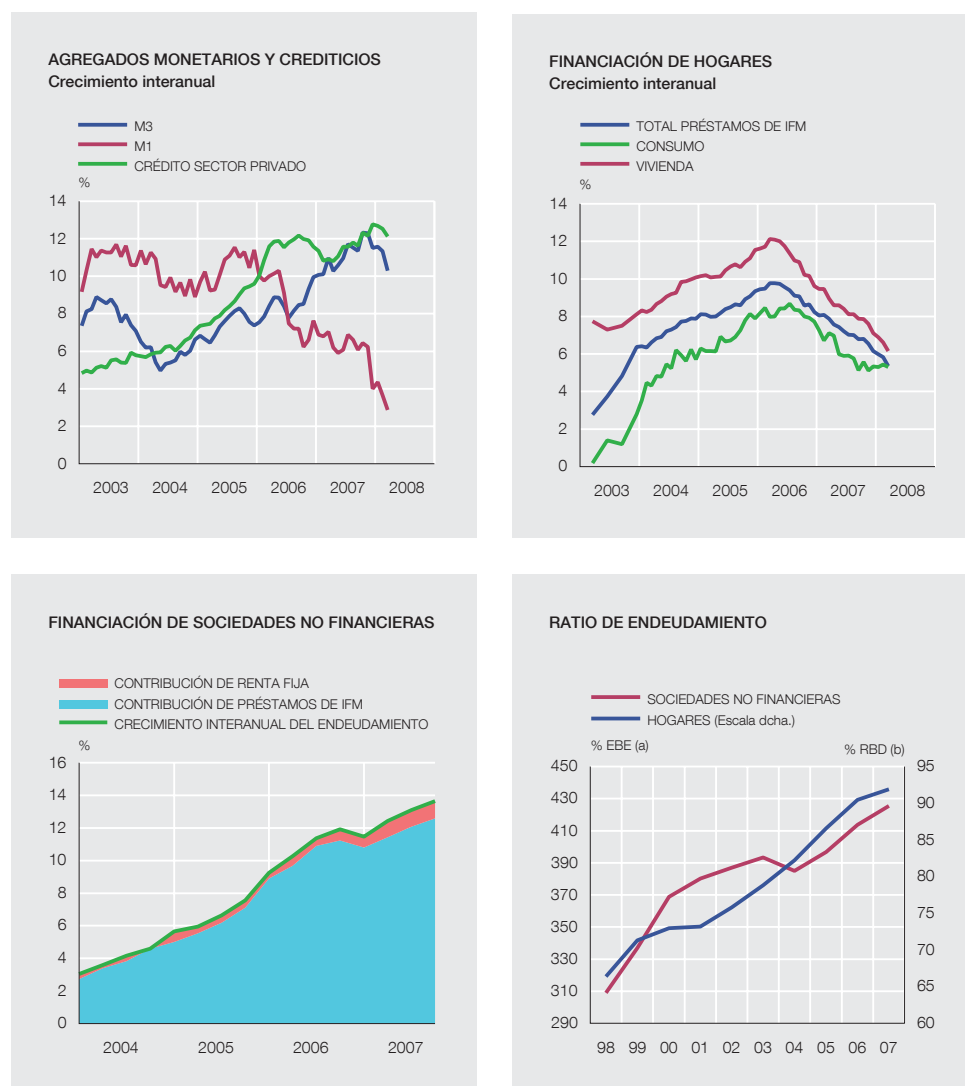
La deuda pública actuó como refugio, y las condiciones de financiación del sector privado se volvieron más restrictivas.

En los mercados de deuda pública, las favorables perspectivas económicas propiciaron el ligero ascenso de las rentabilidades durante la primera mitad del año, desde unos niveles de partida reducidos (el 4,1% en el caso del bono a diez años). Posteriormente, los brotes de inestabilidad financiera provocaron un aumento de la volatilidad y fomentaron la demanda de deuda pública como un activo refugio. A medida que avanzó el año, la reducción de la rentabilidad también comenzó a reflejar el deterioro del panorama macroeconómico y la aparición de expectativas de relajación de la política monetaria, sobre todo en Estados Unidos. La curva de rendimientos se aplanó y el tipo a diez años se situó en el 4,4% a finales de 2007, al tiempo que el diferencial de rentabilidad Estados Unidos-UEM se volvió negativo. Además, la búsqueda de calidad crediticia y liquidez dio también lugar a una ampliación de los diferenciales de la deuda pública dentro de la UEM.

El repunte de las primas de riesgo hizo que las condiciones de financiación en los mercados de deuda privada se volvieran más restrictivas (véase gráfico 4.6). Por otro lado, los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito prolongaron la tendencia observada en 2006, con aumentos paulatinos a lo largo del ejercicio, reflejo de la transmisión de una política monetaria menos holgada y, en la segunda parte del año, también del impacto de las turbulencias. Además, como consecuencia de las tensiones financieras los bancos tendieron a endurecer las condiciones en su oferta de préstamos a finales de año, aunque, como se verá más adelante, esto fue compatible con avances relativamente elevados en la financiación.

Las bolsas también se vieron afectadas por las tensiones, de forma diferenciada por sectores.

En la primera parte de 2007 prevaleció un clima de optimismo, con aumentos significativos en las cotizaciones bursátiles. Sin embargo, las tensiones financieras provocaron, ya durante el verano, ajustes importantes, especialmente en las empresas constructoras y financieras, dentro de unos niveles de volatilidad elevados. No obstante, la corrección más significativa se produjo a comienzos de 2008, a medida que las perspectivas de los agentes económicos se



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Excedente bruto de explotación.
b. Renta bruta disponible.

vieron afectadas por la situación de inestabilidad financiera. En el conjunto de 2007, el índice EURO STOXX amplio aumentó cerca de un 5%, si bien los índices sectoriales de servicios financieros y de la construcción cayeron más del 6% y del 3%, respectivamente.

El tipo de cambio del euro se apreció significativamente.

El tipo de cambio del euro prolongó la trayectoria apreciatoria iniciada a finales de 2005, por lo que contribuyó a endurecer las condiciones monetarias en el área (véase gráfico 4.7). La revalorización del euro se intensificó con las tensiones financieras a medida que se constataba la desaceleración de la economía norteamericana y se revisaban las perspectivas de los tipos de interés. En el conjunto del año, la apreciación del euro fue cercana al 5% en términos efectivos nominales, con particular fortaleza en el intercambio frente al dólar y la libra esterlina, con revalorizaciones en torno al 11% y 9%, respectivamente.

Los agregados monetarios mantuvieron un elevado dinamismo.

Los agregados monetarios volvieron a presentar un elevado dinamismo en 2007, aunque los activos más líquidos se desaceleraron en consonancia con el aumento de los tipos de interés (véase gráfico 4.8). En cambio, el perfil plano de la curva de rendimientos y, en la segunda parte del año, el clima de incertidumbre habrían contribuido a explicar los eleva-

dos flujos de inversión hacia los depósitos a plazo y los valores a corto plazo. Por otra parte, las turbulencias complicaron el análisis de los cambios en M3, ya que algunos componentes se vieron directamente afectados. Así, por ejemplo, se generaron reembolsos en fondos del mercado monetario con vinculación (real o supuesta) a los productos estructurados que están en el epicentro de las tensiones. Además, las IFM recurrieron en mayor medida a los valores a corto plazo, debido, en parte, a las mayores dificultades para colocar emisiones a largo plazo.

La financiación a los hogares se desaceleró, mientras que el crédito a sociedades mantuvo un elevado vigor, que en la última parte del año contrastó con el endurecimiento de la oferta bancaria.

El crédito al sector privado mantuvo un elevado vigor en 2007, aunque con un perfil diferenciado por tipo de prestatario. Los préstamos a hogares ralentizaron su ritmo de crecimiento gradualmente, tanto los destinados a la adquisición de vivienda como al consumo, en sintonía con el aumento de los tipos de interés y la desaceleración del mercado inmobiliario en algunos países. En cualquier caso, su evolución resultó en un incremento del endeudamiento del sector.

El crédito a sociedades no financieras, en cambio, mostró un gran dinamismo en 2007, incluida la última parte del año, cuando las condiciones de oferta se endurecieron, según se desprende de la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB). De acuerdo con la EPB, se observó un fortalecimiento de la demanda en todos los trimestres, aunque con menos intensidad en los dos últimos, con carácter bastante generalizado por países (salvo en Irlanda y España). Entre los factores determinantes, la inversión tanto en capital fijo como en inventarios destacó todo el año. Sin embargo, con las turbulencias financieras las operaciones corporativas dejaron de sostener la demanda de préstamos bancarios, que, en cambio, se vio impulsada por las mayores dificultades para emitir valores. No obstante, los recursos obtenidos por las sociedades no financieras mediante valores en los mercados de renta fija fueron relativamente elevados, dentro de una cierta pauta de ralentización. Todo ello contribuyó a un aumento del endeudamiento de este sector.