



EDITORIAL

En su reunión celebrada el 2 de mayo, el Consejo de Gobierno decidió, sobre la base de sus análisis económico y monetario periódicos, reducir el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema en 25 puntos básicos, hasta el 0,50 %, y el tipo de interés de la facilidad marginal de crédito en 50 puntos básicos, hasta el 1,00 %. El tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito se mantendrá sin variación en el 0,00 %. Estas decisiones son coherentes con una presión subyacente sobre los precios a medio plazo reducida. Las expectativas de inflación para la economía de la zona del euro siguen firmemente ancladas en línea con el objetivo del Consejo de Gobierno de mantener las tasas de inflación en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo. En consonancia con este panorama, la evolución monetaria y de los préstamos sigue siendo débil. Al mismo tiempo, la atonía del clima económico se ha prolongado durante la primavera de este año. La rebaja de los tipos de interés debería contribuir a apoyar las perspectivas de recuperación más adelante este año. En este contexto general, la orientación de la política monetaria seguirá siendo acomodaticia durante el tiempo que sea necesario. En los próximos meses, el Consejo de Gobierno realizará un seguimiento muy atento de toda la información disponible sobre la evolución económica y monetaria y evaluará su impacto en las perspectivas para la estabilidad de precios.

El Consejo de Gobierno sigue también de cerca la situación del mercado monetario y su posible impacto en la orientación de la política monetaria y su transmisión a la economía. En este contexto, el Consejo de Gobierno decidió en su reunión del 2 de mayo seguir realizando las operaciones principales de financiación (OPF) mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena durante el tiempo que sea necesario, y al menos hasta el 8 de julio de 2014, fecha en la que termina el sexto período de mantenimiento de 2014. Este procedimiento de subasta seguirá utilizándose también en las operaciones especiales de financiación del Eurosistema con plazo de un período de mantenimiento, que se seguirán efectuando durante el tiempo que sea necesario, y al menos hasta el final del segundo trimestre de 2014. El tipo fijo de estas operaciones especiales de financiación a plazo será el mismo que para las OPF vigentes en ese momento. Además, el Consejo de Gobierno decidió que en las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses que se efectúen hasta el final del segundo trimestre de 2014 se siga el procedimiento de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. Los tipos de interés de estas operaciones a tres meses se fijarán en la media de los tipos de interés de las OPF que se realicen durante la vigencia de la respectiva OFPML.

El Consejo de Gobierno también decidió iniciar consultas con otras instituciones europeas sobre iniciativas para promover un mercado operativo para los bonos de titulización de activos garantizados por préstamos a sociedades no financieras.

Mientras tanto, es esencial que los Gobiernos intensifiquen la aplicación de reformas estructurales a nivel nacional, partiendo de los progresos realizados en materia de saneamiento presupuestario y procediendo a la recapitalización bancaria en los casos necesarios. Asimismo, deben mantener el impulso para lograr una auténtica Unión Económica y Monetaria, incluido el rápido establecimiento de la unión bancaria.

En lo que respecta al análisis económico, el PIB real se contrajo un 0,6 % en el último trimestre de 2012, tras experimentar un descenso del 0,1 % en el trimestre anterior, lo que representa una reducción del producto por quinto trimestre consecutivo. En general, las condiciones del mercado de trabajo siguen siendo débiles. La reciente evolución de los indicadores a corto plazo, en particular los datos procedentes de las encuestas, indica que la atonía del clima económico se ha prolongado durante la primavera de este año. De cara al futuro, el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro debería beneficiarse de una recuperación de la demanda mundial y la orientación de la política monetaria debería contribuir

a apoyar la demanda interna. Asimismo, la mejora de los mercados financieros observada desde el pasado verano debería transmitirse a la economía real. Al mismo tiempo, la necesidad de ajuste de los balances en los sectores público y privado seguirá pesando sobre la actividad económica. En general, la actividad económica en la zona del euro debería estabilizarse y recuperarse gradualmente en el segundo semestre del año.

Los riesgos para las perspectivas económicas de la zona del euro siguen apuntando a la baja. Estos riesgos están relacionados con la posibilidad de que la demanda interna y mundial sean aún más débiles de lo previsto y con una aplicación lenta o insuficiente de reformas estructurales en la zona del euro. Estos factores pueden frenar la confianza y, en consecuencia, retrasar la recuperación.

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro se redujo hasta el 1,2% en abril de 2013, tras situarse en el 1,7% en marzo. Este descenso de la tasa de inflación interanual refleja una reducción considerable de los precios de la energía, pero también se debe al notable efecto transitorio derivado de la tasa de variación interanual de los precios de los servicios como consecuencia del efecto calendario de las fechas de Semana Santa. Las tasas de inflación podrían seguir estando sujetas a cierta volatilidad durante todo el año. A más largo plazo, se mantendrían las tendencias subyacentes de los precios y, a medio plazo, las expectativas de inflación seguirían estando firmemente ancladas en niveles acordes con la estabilidad de precios.

Habida cuenta de las decisiones del Consejo de Gobierno, los riesgos para las perspectivas sobre la evolución de los precios siguen estando, en general, equilibrados a medio plazo. Los riesgos al alza están relacionados con aumentos de los precios administrados y los impuestos indirectos mayores de lo previsto, así como con una subida de los precios de las materias primas, y los riesgos a la baja, con una mayor debilidad de la actividad económica.

En lo que respecta al análisis monetario, los últimos datos confirman que el ritmo subyacente de la expansión monetaria sigue siendo contenido. El crecimiento interanual del agregado monetario amplio se moderó en marzo, situándose en el 2,6%, tras el 3,1% registrado en febrero. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho, M1, siguió aumentando ligeramente hasta el 7,1% en marzo, como reflejo de la continuada preferencia por los instrumentos más líquidos incluidos en M3. Los depósitos de los sectores nacionales tenedores de dinero continuaron creciendo en los países con mayores dificultades en marzo.

Las tasas de crecimiento interanual de los préstamos a sociedades no financieras y hogares (ajustados de ventas y titulaciones) se han mantenido prácticamente sin variación desde finales del año pasado, situándose en el -1,3% y el 0,4%, respectivamente, en marzo. En gran medida, la débil dinámica de los préstamos es reflejo de la actual fase del ciclo económico, del mayor riesgo crediticio y del ajuste en curso de los balances de los sectores financiero y no financiero. La reciente encuesta sobre préstamos bancarios confirmó la débil demanda de préstamos en la zona del euro. Aunque comienzan a apreciarse algunos signos de estabilización, la Encuesta sobre el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas (pymes) de la zona del euro indica que las condiciones de concesión de crédito siguen siendo restrictivas, particularmente para las pymes en algunos países de la zona del euro. Además, la información disponible indica una elevada percepción del riesgo por las entidades de crédito.

Con el fin de garantizar una transmisión adecuada de la política monetaria a las condiciones de financiación en los países de la zona del euro, es esencial seguir reduciendo la fragmentación de los mercados

de crédito de la zona de euro y reforzar la capacidad de resistencia de las entidades de crédito donde resulte necesario. Desde el pasado verano se han logrado progresos importantes en la mejora de la situación de financiación de las entidades de crédito, en el refuerzo de la base de depósitos en los países en dificultades y en la reducción de la dependencia del Eurosistema, como reflejan los reembolsos de las OFPML a tres años. La adopción de nuevas medidas decisivas para establecer una unión bancaria contribuirá a cumplir este objetivo. En particular, el Consejo de Gobierno reitera que el futuro Mecanismo Único de Supervisión y un Mecanismo Único de Resolución son elementos indispensables para avanzar en la reintegración del sistema bancario, por lo que se requiere celeridad para ponerlos en marcha.

En síntesis, tomando en consideración las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno el 2 de mayo, el análisis económico indica que la evolución de los precios debería seguir siendo compatible con su estabilidad a medio plazo. El contraste con las señales procedentes del análisis monetario confirma este panorama.

En cuanto a las políticas fiscales, los datos de déficit y deuda de primavera de 2013 notificados por los países de la zona del euro indican que el déficit público medio descendió del 4,2% del PIB en 2011, al 3,7% en 2012. Durante el mismo período, la deuda pública media aumentó del 87,3% al 90,6% del PIB. Para que las ratios de deuda vuelvan a una senda bajista, los países de la zona del euro no deberían dar marcha atrás en sus esfuerzos de reducción del déficit público y, si fuera necesario, deberían seguir adoptando medidas legislativas o aplicando reformas estructurales con prontitud, de modo que la sostenibilidad fiscal y el potencial de crecimiento económico se refuercen mutuamente. Tales reformas estructurales deberían tener por objetivo mejorar la competitividad y la capacidad de ajuste, así como fomentar el crecimiento sostenible y el empleo.

La presente edición del Boletín Mensual contiene tres artículos. En el primero se analizan los resultados de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema desde su publicación por primera vez en 2000. En el segundo se examina la evolución de los desequilibrios externos e internos en los países de la zona del euro desde el comienzo de la crisis financiera mundial de 2008-09 con el fin de evaluar los avances logrados hasta el momento en el proceso de ajuste. En el tercero se expone cómo, en un contexto de disfunción de los mercados de financiación bancaria, se observó una importante posición acreedora en TARGET cuando el BCE acomodó las necesidades de liquidez de las entidades de crédito solventes, y se explica que los saldos en TARGET son una manifestación de las tensiones subyacentes en la Unión Económica y Monetaria.

EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA RESÚMENES DE LAS SECCIONES



I ENTORNO EXTERIOR DE LA ZONA DEL EURO

Aunque ha mejorado la situación de los mercados financieros internacionales y las nuevas señales procedentes de los indicadores de opinión sugieren que se ha estabilizado el clima empresarial, las perspectivas de la economía mundial siguen siendo inciertas y los avances serán, probablemente, lentos y fragmentarios. Todavía se prevé que la recuperación mundial sea moderada, dispar según las regiones y frágil. La inflación registró un nuevo descenso en la mayoría de las economías avanzadas en marzo, mientras que, en las economías emergentes, la evolución de los precios de consumo ha sido desigual en los últimos meses.

2 EVOLUCIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

2.1 DINERO Y CRÉDITO DE LAS IFM

El crecimiento interanual de M3 experimentó un nuevo descenso en marzo de 2013, lo que dio lugar a un estrechamiento de la brecha entre el crecimiento del dinero en sentido amplio y el crecimiento del crédito al sector privado no financiero. Al mismo tiempo, la persistente preferencia por la liquidez se tradujo en un nuevo fortalecimiento de la tasa de crecimiento interanual de M1. Por lo que respecta a las contrapartidas, el crédito de las IFM al sector privado no financiero de la zona del euro siguió siendo escaso, debido principalmente a los bajos niveles de demanda, aunque en algunos países también influyeron las restricciones de oferta. Los datos monetarios más recientes también apuntan a que la fragmentación de los mercados financieros de la zona del euro ha seguido reduciéndose en los últimos meses.

2.2 EMISIONES DE VALORES

En febrero de 2013, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por residentes en la zona del euro continuó descendiendo. No obstante, la tasa de crecimiento interanual de los valores distintos de acciones emitidos por las sociedades no financieras, aunque se redujo ligeramente, siguió manteniéndose bastante por encima de su media histórica. La tasa de crecimiento interanual de la emisión de acciones cotizadas también descendió ligeramente en febrero, en comparación con el mes precedente.

2.3 TIPOS DE INTERÉS DEL MERCADO MONETARIO

Los tipos de interés del mercado monetario se mantuvieron prácticamente estables en abril de 2013. En el cuarto período de mantenimiento del año, que se inició el 10 de abril, el eonia permaneció en niveles históricamente bajos, reflejando los reducidos tipos de interés oficiales del BCE, así como el exceso de liquidez en el mercado monetario a un día, que siguió siendo elevado, a pesar del continuo reembolso de fondos tomados en préstamo en las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) con vencimiento a tres años.

2.4 MERCADOS DE RENTA FIJA

Entre finales de marzo y el 30 de abril de 2013, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo con calificación AAA de la zona del euro experimentó un descenso de alrededor de 20 puntos básicos, hasta situarse en torno al 1,5 %. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo disminuyó en una cuantía similar durante el mismo período, situándose el 30 de abril en torno al 1,7 %. En la zona del euro, la percepción del riesgo siguió siendo, en general, positiva, pese a las débiles perspectivas de crecimiento. En Estados Unidos, el hecho de que los datos publicados fueran menos favorables de lo esperado influyó también en el clima de los mercados. En Japón, el rendimiento de la deuda pública a largo plazo se mantuvo en niveles reducidos (0,6 %), como resultado de las recientes medidas de política monetaria adoptadas por el Banco de Japón. Durante el período de referencia se redujo la incertidumbre en torno a la evolución futura de los mercados de renta fija de la zona del euro. Los diferenciales de rendimiento de la deuda soberana dentro de la zona del euro se estrecharon en la mayoría de los países. Los indicadores de mercado sugieren que las expectativas de inflación a largo plazo siguen siendo plenamente acordes con la estabilidad de precios.

2.5 TIPOS DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y DE LOS DEPÓSITOS

En febrero de 2013, los tipos de interés aplicados a los préstamos concedidos a los hogares para adquisición de vivienda no experimentaron variación, ni en los vencimientos a corto plazo, ni en los vencimientos a largo plazo. Tampoco se modificaron los aplicados a los créditos a corto plazo de hasta un millón de euros otorgados a las sociedades no financieras, mientras que los aplicados a los créditos de más de un millón de euros con vencimientos a corto plazo registraron un descenso. Por el contrario, en los vencimientos a largo plazo, se incrementaron los tipos de interés de los créditos de hasta un millón de euros y los de los créditos de más de un millón de euros concedidos a este sector. Los diferenciales entre los tipos de interés de los créditos de hasta un millón de euros y los de los créditos de más de un millón de euros otorgados a las sociedades no financieras siguieron siendo elevados.

2.6 MERCADOS DE RENTA VARIABLE

Entre finales de marzo y el 30 de abril de 2013, las cotizaciones bursátiles registraron un aumento del 2,3 %, en la zona del euro. En Estados Unidos, las cotizaciones se incrementaron un 1,8 % en ese mismo período. La percepción del riesgo en la zona del euro siguió siendo, en general, positiva, a pesar de las débiles perspectivas de crecimiento. En Estados Unidos, los indicadores adelantados también sugieren una débil recuperación. En la zona del euro, los informes relativos a los beneficios empresariales, correspondientes al primer trimestre, depararon algunas sorpresas ligeramente negativas, mientras que en Estados Unidos se inclinaron levemente hacia el lado positivo. La incertidumbre de los mercados bursátiles, medida por la volatilidad implícita, apenas experimentó variación durante el período considerado.

3 PRECIOS Y COSTES

Según la estimación preliminar de Eurostat, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro fue del 1,2% en abril de 2013, frente al 1,7% de marzo. Este descenso de la tasa de inflación interanual refleja una fuerte caída de los precios de la energía; no obstante, también se debe a un efecto transitorio de magnitud considerable procedente de la tasa de variación interanual de los precios de los servicios atribuible a la Semana Santa. Las tasas de inflación podrían seguir estando sujetas a cierta volatilidad durante todo el año. De cara a un futuro más lejano, las tendencias subyacentes de los precios no deberían experimentar variación y, a medio plazo, las expectativas de inflación también deberían mantenerse firmemente ancladas en consonancia con la estabilidad de precios. Teniendo en cuenta la reciente reducción de los tipos de interés, los riesgos para las perspectivas de evolución de los precios siguen estando prácticamente equilibrados en el medio plazo.

4 PRODUCTO, DEMANDA Y MERCADO DE TRABAJO

El PIB real se contrajo un 0,6% en el cuarto trimestre de 2012, tras registrar un retroceso del 0,1% en el tercer trimestre, lo que significa que el producto se ha reducido por quinto trimestre consecutivo. En general, se mantiene la debilidad en el mercado de trabajo. La evolución reciente de los indicadores de corto plazo, en particular, los procedentes de las encuestas de opinión, indica que la debilidad del clima económico se ha prolongado hasta la primavera de este año. De cara al futuro, el crecimiento de las exportaciones de la zona del euro debería verse favorecido por la recuperación de la demanda mundial, y la orientación de la política monetaria debería contribuir a apoyar la demanda interna. Además, la mejora de los mercados financieros observada desde el verano pasado debería comenzar a influir en la economía real. Al mismo tiempo, los necesarios ajustes de los balances en los sectores público y privado continuarán afectando a la actividad económica. En general, la actividad económica en la zona del euro debería estabilizarse y recuperarse gradualmente en el segundo semestre del año. Las perspectivas económicas de la zona del euro siguen estando sujetas a riesgos a la baja.

[Si desea leer el capítulo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)



I EVALUACIÓN DE LAS PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LOS EXPERTOS DEL EUROSISTEMA

La elaboración de proyecciones precisas y fiables de las variables macroeconómicas fundamentales, incluidos el PIB real y la inflación, reviste especial importancia para los bancos centrales. En este artículo se analizan los resultados de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema desde su primera publicación en el año 2000. En conjunto, aunque el PIB de la zona del euro se ha sobreestimado, en promedio, la inflación medida por el IAPC ha tendido a subestimarse. Los errores en las proyecciones de ambas variables fueron significativamente más altos durante el reciente período de crisis, en especial durante la recesión de 2009. Aunque los fallos generales de las previsiones responden a múltiples factores, el análisis de los errores en los supuestos en los que éstas se basan sugiere que la evolución inesperada del precio del petróleo desempeñó un papel importante. Los resultados de las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema son razonablemente comparables con los de otras instituciones internacionales y con los de expertos en previsión económica del sector privado. Si bien las proyecciones relativas al crecimiento del PIB real estuvieron básicamente en línea con las de otros expertos, el Eurosistema consiguió la mayor precisión relativa en sus proyecciones de la inflación medida por el IAPC.

INTRODUCCIÓN

Para muchos agentes económicos, incluidos los bancos centrales, es importante prever la evolución económica futura. Dado que la política monetaria tiene un efecto retardado en la economía, para los bancos centrales resulta fundamental disponer de las mejores proyecciones posibles sobre la evolución económica en los próximos años, en particular con referencia a las tasas de inflación y al crecimiento del PIB real. En este artículo se evalúan la precisión y la fiabilidad de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema, y también se analizan las posibles fuentes de error. En este sentido se revisan los supuestos (técnicos) realizados para cada ejercicio de proyección, como los supuestos relativos al precio del petróleo o a la evolución del crecimiento económico mundial. Además, para evaluar su precisión relativa, los resultados de las proyecciones de los expertos del Eurosistema se miden en comparación con los de las proyecciones de otras instituciones internacionales y del sector privado. Este artículo se centra en las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema, publicadas en junio y en diciembre de cada año, con el fin de proporcionar la muestra más amplia posible y de facilitar comparaciones interinstitucionales, ya que su fecha de publicación es más cercana a la de las proyecciones de otras instituciones internacionales que la de las elaboradas por los expertos del BCE. El resto del artículo se estructura de la siguiente manera: en la sección 2 se examinan las características principales del marco en el que se llevan a cabo actualmente las proyecciones de los expertos del Eurosistema y del BCE; en la sección 3.1 se evalúan las proyecciones del Eurosistema, mientras que en la sección 3.2 se analizan las posibles causas de sus errores, prestando especial atención al papel que desempeñan los fallos en los supuestos; en la sección 4 se comparan los errores en las proyecciones del Eurosistema con los de las proyecciones de otros expertos, y en la sección 5 se presentan algunas conclusiones.

CONCLUSIONES

Resulta extraordinariamente importante que el BCE publique proyecciones económicas que sean lo más precisas y fiables posible. En este artículo se analizan las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema y se valora su precisión con referencia al crecimiento del PIB real de la zona del euro y a la inflación medida por el IAPC. Las proyecciones anuales se evalúan analizando los errores de predicción para el año en curso y a un año vista, cubriendo todos los ejercicios disponibles desde diciembre de 2000 hasta diciembre de 2012.

En conjunto, aunque el PIB de la zona del euro se ha sobreestimado, en promedio, la inflación medida por el IAPC ha tendido a subestimarse. La precisión de las proyecciones se deterioró después del comienzo de la crisis financiera mundial en 2008 y de la posterior recesión, lo que indica que predecir la actividad económica y la evolución de los precios es especialmente difícil en momentos de turbulencias. Aunque la exactitud de las proyecciones disminuyó claramente durante la crisis, los resultados obtenidos fueron razonablemente acertados en comparación con los de otras instituciones internacionales y expertos del sector privado. De hecho, el Eurosistema consiguió la mayor precisión relativa entre las instituciones en sus proyecciones de la inflación medida por el IAPC, tanto para el año en curso como a un año vista. Algunos factores, como los supuestos en los que se basan las proyecciones, podrían haber propiciado los fallos globales de predicción. Aunque está claro que las posibles fuentes de error son múltiples, parece que los errores de predicción del precio del petróleo fueron los que tuvieron un efecto más significativo en el error global. Si se hubiera previsto correctamente la evolución del precio del petróleo, se habrían reducido los errores en las proyecciones sobre el crecimiento del PIB de la zona del euro y, especialmente, sobre la inflación medida por el IAPC. Además, en los últimos años, los supuestos relativos a la política fiscal en concreto (por ejemplo, cambios en los impuestos indirectos) han sido una fuente de error considerable en las proyecciones sobre la inflación medida por el IAPC. Asimismo, la evolución inesperada del precio de los alimentos y las variaciones de los tipos de cambio que no se previeron del todo influyeron en los errores globales de predicción. Sin embargo, otros factores, como los errores en la proyección del producto potencial, también pueden haber tenido una influencia importante.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

2 AJUSTES INTERNOS EN LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO: SITUACIÓN ACTUAL

Casi cinco años después del comienzo de la crisis financiera, algunos países de la zona del euro han corregido significativamente sus desequilibrios externos e internos. En este artículo se examinan los avances logrados hasta el momento en el proceso de ajuste, utilizando una serie de indicadores macroeconómicos y estructurales básicos, y se muestra que los ajustes realizados en el último lustro han sido considerables, aunque con cierta heterogeneidad entre países. Pese a estar impulsados, en gran medida, por la debilidad cíclica de la demanda interna, una parte de los ajustes han sido de carácter estructural y han estado respaldados por las políticas nacionales. En concreto, muchos países han iniciado un esperado proceso de reformas estructurales, cuyo posible resultado podría ser sustancial, en términos de aumento de la productividad, crecimiento y empleo, si dichas reformas se aplican adecuadamente. A pesar de estas mejoras, es obvio que el proceso de ajuste aun no se ha completado, sobre todo en relación con el desequilibrio de los saldos (por ejemplo, la reducción de los ratios de deuda). Por tanto, urge continuar acometiendo con determinación profundas reformas, especialmente en aquellos países con una agenda más exigente en términos de medidas de política económica y de ajustes económicos.

INTRODUCCIÓN

Desde el comienzo de la Unión Económica y Monetaria (UEM), los países de la zona del euro han experimentado una evolución macroeconómica muy diversa. Algunos países registraron un auge de la demanda externa y una mejora significativa de sus saldos por cuenta corriente durante el período anterior a la crisis de 2008-2009; estos hechos se vieron favorecidos por considerables ganancias de competitividad, como refleja, por ejemplo, la sustancial reducción de los costes laborales unitarios en relación con sus socios comerciales. En cambio, otros países sufrieron pérdidas de competitividad sostenidas, en general asociadas a crecientes déficits por cuenta corriente. En la mayoría de los países, las importantes y persistentes pérdidas de competitividad estuvieron relacionadas con el auge de la demanda interna, ya que los tipos de interés nominales disminuyeron significativamente y los consumidores, las empresas y las entidades de crédito mostraron un optimismo excesivo en cuanto a las rentas futuras y las perspectivas de beneficios. Esta situación se vio acompañada o intensificada en muchos casos por una orientación insuficientemente restrictiva de la política fiscal subyacente, aun cuando los indicadores presupuestarios (como el déficit o la ratio de deuda) estaban en línea con los criterios fiscales de Maastricht.

La excesiva demanda y el auge del crédito asociado se tradujeron en la acumulación de grandes saldos de deuda interna y externa en varios países de la zona del euro. En algunos casos, esto fue unido a una expansión insostenible de los mercados inmobiliarios. El precio de la vivienda casi se triplicó entre 1998 y 2007 en España e Irlanda, y en Grecia subió hasta más del doble. Por lo que respecta a la oferta, las entradas de capitales no se canalizaron suficientemente hacia la inversión en el sector de bienes comerciables, lo que hubiera generado los rendimientos necesarios para hacer frente a la deuda externa acumulada. El considerable recurso a la financiación mediante deuda, más que a la inversión exterior directa en capital, tendió a acentuar el problema de la amortización de la deuda. La falta de reformas ambiciosas para abordar las rigideces estructurales y las ineficiencias existentes causó un nuevo debilitamiento de la oferta y complicó el ajuste posterior.

La corrección de los desequilibrios macroeconómicos y de las vulnerabilidades estructurales comenzó en 2008; el ritmo de ajuste varió significativamente entre países y se aceleró tras la crisis de la deuda soberana de 2010. Entre 2010 y 2012, Grecia, Irlanda y Portugal suscribieron programas integrales de asistencia financiera de la Unión Europea (UE) y el Fondo Monetario Internacional (FMI), que requerían ajustes de política económica de gran alcance, incluidas reformas estructurales. España se acogió a un programa de asistencia financiera de la UE para la recapitalización de sus entidades financieras, y otros países vulnerables, como Italia, aplicaron una serie de medidas de consolidación fiscal y algunas reformas estructurales. Sin embargo, en algunos países, los ajustes han sido relativamente limitados hasta el momento, tanto en términos de desequilibrios subyacentes como de medidas aplicadas.

En este artículo se examinan los ajustes observados durante el período transcurrido hasta 2012 y se extraen algunas conclusiones en materia de política económica. Su estructura es la siguiente: en la sección 2 se describen los ajustes de los saldos por cuenta corriente y de la competitividad; en la sección 3 se aborda el ajuste de la deuda de los sectores público y privado; en la sección 4 se analiza el papel de las reformas estructurales en el proceso de ajuste; y en la sección 5 se concluye con algunas consideraciones de política económica.

CONCLUSIONES

En este artículo se ha examinado la evolución de los indicadores macroeconómicos y estructurales a lo largo de los cinco últimos años y se ha mostrado cómo se ha avanzado en el ajuste de los desequilibrios macroeconómicos en algunos países. En concreto, los países que habían acumulado considerables pérdidas de competitividad han mejorado significativamente los saldos de su balanza por cuenta corriente, ayudados por los ajustes realizados en los costes laborales relativos y por el aumento de la cuota de mercado de las exportaciones. Parece que la mejora es de carácter cíclico y estructural y, por ende, puede esperarse que sea, en parte, sostenida.

En general, las mejoras estructurales conseguidas son alentadoras. Es preciso continuar con los esfuerzos para completar el proceso de ajuste, especialmente en lo que respecta a la reducción de los elevados niveles de deuda, y para sentar las bases de un crecimiento sólido y sostenible en el futuro. También se requieren medidas para lograr que disminuyan las elevadas tasas de desempleo, sobre todo el juvenil. Las reformas para reducir las rigideces estructurales de los mercados de trabajo serían una herramienta eficaz en términos de costes para tal fin. Además, las reformas de los mercados de productos que, hasta la fecha, puede que se hayan retrasado en varios países, son particularmente importantes para aumentar la competencia y permitir un ajuste flexible de los precios.

Aunque los esfuerzos son más necesarios en los países que continúan registrando los mayores desequilibrios, se precisan reformas en todos los países de la zona del euro, aunque de distinto grado y en diferentes áreas. Si no se cuenta con un programa de asistencia financiera completo, con la condicionalidad asociada, el proceso de ajuste debe ir respaldado por un marco de gobernanza económica reforzado a escala de la UE, en especial el procedimiento de desequilibrio macroeconómico. La aplicación efectiva de este marco a nivel nacional y de la UE es fundamental para garantizar una corrección ordenada de los desequilibrios existentes y prevenir su reaparición en el futuro.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

3 SALDOS EN TARGET Y OPERACIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Los flujos de grandes pagos transfronterizos entre entidades de crédito son una característica normal de una zona integrada financieramente. La liquidación de los pagos transfronterizos en la zona del euro en dinero de banco central genera saldos para cada banco central nacional (BCN): los saldos en TARGET. Estos saldos también reflejan la distribución descentralizada de la liquidez del banco central en el Eurosistema. Las comunidades bancarias de países que registran salidas netas de pagos necesitan más liquidez del banco central que las de otros países en los que se observan flujos de entrada de dinero de banco comercial. La distribución descentralizada de la liquidez del banco central dentro del Eurosistema proporciona estabilidad, ya que permite que las entidades de crédito financieramente solventes, incluso las radicadas en países sometidos a tensiones financieras, cubran sus necesidades de liquidez, contribuyendo con ello a que las decisiones del Banco Central Europeo relativas a los tipos de interés se transmitan de manera eficaz a la economía de la zona del euro, y facilitando el objetivo de mantener la estabilidad de precios a medio plazo en la zona.

A mediados de 2012, la posición acreedora total en TARGET (o la posición deudora equivalente) en el balance de los BCN de la zona del euro ascendía a 1 billón de euros, antes de disminuir a raíz de la mejora de la situación y de la menor fragmentación de los mercados financieros de la zona.

En este artículo se explica cómo, en un contexto de disfunción de los mercados de financiación bancaria, se observó una importante posición acreedora en TARGET cuando el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE), con el fin de mantener la estabilidad de precios a medio plazo, decidió acomodar las necesidades de liquidez de las entidades de crédito solventes. En el artículo se muestra asimismo que las cifras relativas a los pagos «transfronterizos» deben interpretarse con cautela, pues dichos pagos también reflejan operaciones entre grupos bancarios internacionales. Además, se hace hincapié en que cualquier riesgo está asociado a las propias operaciones del Eurosistema en el entorno de la unión monetaria, y no a los saldos en TARGET en sí mismos. En general, los saldos en TARGET son una manifestación de las tensiones subyacentes en la Unión Económica y Monetaria (UEM), que ponen de relieve la necesidad de atajar los desequilibrios macroeconómicos, restablecer la confianza en los sistemas bancarios y fortalecer los fundamentos institucionales de la UEM.

INTRODUCCIÓN

Los saldos en TARGET son posiciones en el balance de los bancos centrales de la zona del euro. Estas posiciones, que eran relativamente pequeñas y estables antes de la crisis financiera y de la deuda soberana, son significativas y negativas en los países de la zona del euro que están sometidos a más tensiones, y significativas y positivas en los países de la zona del euro que se han visto menos afectados por la crisis. Los grandes saldos en TARGET son, fundamentalmente, el resultado de la aplicación de la política monetaria en la zona del euro en el contexto específico de la crisis. Dada la integridad de la unión monetaria, los saldos en TARGET no representan un riesgo financiero mayor del inherente a las operaciones del Eurosistema que originan los saldos. Dicho riesgo se mitiga, en concreto, mediante políticas relativas a los activos de garantía.

Saber interpretar los saldos en TARGET es esencial para entender el debate sobre los riesgos potenciales asociados al aumento de las posiciones acreedoras en TARGET. También resulta útil esclarecer la evolución de la crisis en la zona del euro. Los saldos en TARGET se generan como consecuencia del desequilibrio en los flujos de pagos transfronterizos entre entidades de crédito de la zona del euro y de la acomodación llevada a cabo por el Eurosistema, mediante sus operaciones, de las consiguientes necesidades de liquidez de las entidades de crédito solventes, a cambio de activos de garantía adecuados. Los saldos en TARGET reflejan las tensiones de financiación en los sistemas bancarios de algunos países. Sin embargo, el propio término «transfronterizo» se difumina en una zona integrada financieramente, como sucede en las operaciones realizadas dentro de un grupo bancario. En este artículo se analizan los saldos en TARGET junto con las operaciones de política monetaria del BCE. Tras presentar algunos hechos básicos del sistema de pagos TARGET y describir cómo surgen los saldos en TARGET a partir de pagos transfronterizos (sección 2), el artículo examina estos saldos a la luz de las tensiones de financiación bancaria y de las operaciones del Eurosistema (sección 3), y concluye explicando su relevancia para la economía y la política monetaria (sección 4).

CONCLUSIONES

Los grandes saldos en TARGET son una manifestación de las tensiones subyacentes en la UEM en relación con el acceso de las entidades de crédito a la financiación de mercado en la zona del euro. Al mismo tiempo, reflejan el aumento de la intermediación del Eurosistema en la financiación bancaria, como consecuencia de las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE durante la crisis, con el fin de mantener la estabilidad de precios a medio plazo en la zona.

Los saldos en TARGET surgieron como resultado de las medidas adoptadas por el Eurosistema para reparar el mecanismo de transmisión de la política monetaria y garantizar la estabilidad de precios. El aumento de la liquidez inyectada por el Eurosistema evitó el desapalancamiento desordenado de las entidades de crédito de la zona del euro, pese a la súbita paralización de los flujos financieros del sector privado, lo que permitió mantener la liquidez de las entidades solventes radicadas en países afectados por la crisis.

La posibilidad de que surjan posiciones internas entre bancos centrales está en la base del funcionamiento de una unión monetaria. Desincentivar los saldos en TARGET implicaría la imposición de objetivos de política monetaria distintos al de la estabilidad de precios. Además, supondría desincentivar determinados flujos de capital transfronterizos y el acceso a las operaciones del Eurosistema por parte de algunos BCN, lo que sería incompatible con una política monetaria única para una zona integrada.

Los saldos en TARGET no representan ningún riesgo financiero mayor del inherente a las operaciones del Eurosistema en el contexto de una unión monetaria cohesionada. La manera de conseguir que la dependencia del sistema bancario de la liquidez del banco central y, por ende, los saldos en TARGET se reduzcan de forma duradera es abordar las causas determinantes de la crisis. Ello implica mejorar las políticas fiscales y económicas, sobre todo en los países sometidos a tensiones, restablecer la confianza en los sistemas bancarios y reducir la fragmentación de los mercados financieros de la zona del euro, y fortalecer los fundamentos institucionales a la UEM. En concreto, la existencia de un mecanismo integrado de supervisión y resolución bancarias para la zona del euro contribuiría a romper la relación adversa entre emisores soberanos y entidades de crédito, así como a superar la segmentación de los mercados por países.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)