

1 Introducción

En este capítulo se ofrece una visión de conjunto del entorno exterior en el que se desarrolló la economía española en 2013 y en los primeros meses de 2014, prestando una atención especial a la evolución del área del euro y de la política monetaria común.

A lo largo del año 2013 la economía mundial avanzó en su proceso de gradual recuperación, que vino acompañado de un cierto reequilibrio entre la contribución de las economías desarrolladas, que fueron fortaleciendo paulatinamente su actividad económica, y las emergentes, que contuvieron sus ritmos de crecimiento. La perspectiva de cambios en el tono de la política monetaria estadounidense, asociada a la mejora de su situación económica, propició una menor afluencia de capitales a las economías emergentes y desveló vulnerabilidades en algunas de ellas, hacia las que se ha desplazado el principal foco de incertidumbre. La progresiva normalización de las condiciones financieras globales y la menor volatilidad de los mercados financieros —a pesar de algunas inestabilidades puntuales en la parte central de año— contribuyeron a consolidar la mejoría de las economías avanzadas.

En el área del euro se inició una etapa de recuperación, frágil y muy heterogénea por países, que, a diferencia de lo sucedido en otras economías avanzadas, todavía no ha tenido efectos significativos sobre los elevados niveles de desempleo. En un contexto de debilidad de la demanda y de fortaleza relativa del euro, en el que el grado de fragmentación de los mercados financieros es —pese a la cierta corrección producida— todavía relativamente elevado, la inflación disminuyó hasta mínimos históricos, alejados del umbral establecido en la definición del objetivo de estabilidad de precios. Esto plantea un escenario complejo para la política monetaria común y para el proceso de reabsorción de los desequilibrios macroeconómicos dentro del área y recalca la necesidad de continuar avanzando hacia una unión monetaria más genuina y completa y, en particular, de completar el proceso de construcción de la unión bancaria.

2 La economía mundial

2.1 EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS

La economía mundial creció en 2013 a un ritmo similar al del año anterior, pero con tendencias divergentes entre economías avanzadas y emergentes...

En 2013 la economía mundial registró un ritmo de avance similar al del ejercicio precedente —3 %, dos décimas inferior al de 2012—, aunque se apreciaron tendencias divergentes entre economías avanzadas y emergentes, que se analizan con detalle en los dos epígrafes siguientes. Las primeras mostraron un progresivo fortalecimiento de su recuperación, que discurrió en paralelo con los avances en la corrección de los desequilibrios que venían lastrando su crecimiento y con la disipación de algunos riesgos extremos que habían pesado sobre ellas —en particular, sobre el área del euro—. Por el contrario, el crecimiento de las economías emergentes fue inferior al esperado y las proyecciones se fueron revisando gradualmente a la baja, en un contexto en el que afloraron diversas fragilidades que habían quedado veladas en la salida de la crisis. El comercio mundial volvió a experimentar una notable debilidad en 2013, en línea con la evolución de la actividad global, pero con un perfil ascendente desde mediados del año, creciendo el 4,5 % interanual al final del ejercicio, frente a tasas cercanas a cero al inicio de 2013.

En concreto, las economías avanzadas crecieron en 2013 un 1,3 % en promedio anual (1,4 % en 2012), con una tendencia de fortalecimiento progresivo. Su ritmo de avance interanual pasó del 0,8 % en el cuarto trimestre de 2012 a más del 2 % en el último de 2013 (véanse cuadro 3.1 y gráfico 3.1). La mejora de la actividad se vio impulsada por la reactivación de

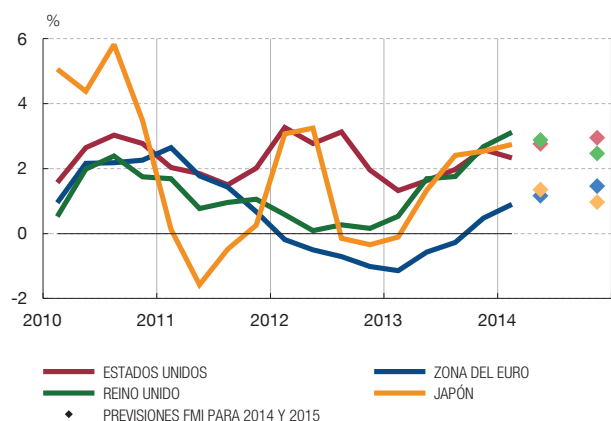
PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS (a)
CUADRO 3.1

	2010	2011	2012	2013	2013				2014
					I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR
Estados Unidos									
Producto interior bruto	2,5	1,9	2,8	1,9	1,3	1,6	2,0	2,6	2,3
Índice de precios de consumo (b)	1,6	3,2	2,1	1,5	1,7	1,4	1,6	1,2	1,4
Balanza por cuenta corriente	-3,0	-2,9	-2,7	-2,3	-2,5	-2,3	-2,3	-1,9	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-10,5	-9,4	-8,4	-5,8	-6,5	-5,1	-6,4	-5,2	—
Deuda pública neta	62,8	67,3	71,3	73,5	72,1	71,4	70,8	72,3	73,6
Zona del euro									
Producto interior bruto	1,9	1,8	-0,6	-0,4	-1,2	-0,6	-0,3	0,5	0,9
Índice de precios de consumo (b)	1,6	2,7	2,5	1,4	1,9	1,4	1,4	0,8	0,7
Balanza por cuenta corriente	0,1	0,1	1,4	2,4	1,2	2,5	2,1	3,6	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-6,2	-4,2	-3,7	—	—	—	—	—	—
Deuda pública neta	64,3	66,5	70,2	72,4	—	—	—	—	—
Reino Unido									
Producto interior bruto	1,7	1,1	0,3	1,7	0,5	1,7	1,8	2,7	3,1
Índice de precios de consumo (b)	3,3	4,5	2,8	2,6	2,8	2,7	2,7	2,1	1,7
Balanza por cuenta corriente	-2,7	-1,5	-3,8	-4,4	-4,1	-2,4	-5,6	-5,4	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-10,0	-7,8	-6,2	-6,0	-5,3	-6,2	-6,2	-6,0	—
Deuda pública neta	65,0	70,5	74,8	75,8	74,2	74,8	74,6	75,8	75,8
Japón									
Producto interior bruto	4,7	-0,5	1,5	1,6	0,1	1,3	2,4	2,5	3,0
Índice de precios de consumo (b)	-0,7	-0,3	0,0	0,4	-0,6	-0,3	0,9	1,4	1,5
Balanza por cuenta corriente	3,9	2,1	1,1	0,7	1,1	1,0	1,0	0,9	0,5
Saldo de las Administraciones Públicas	-7,4	-7,7	-8,6	-7,2	-7,8	-7,6	-7,3	-7,2	—
Deuda pública neta	114,0	127,1	131,0	129,8	129,8	128,0	130,0	129,2	—
China									
Producto interior bruto	10,4	9,3	7,7	7,7	7,7	7,5	7,8	7,7	7,4
Índice de precios de consumo (b)	3,3	5,4	2,7	2,6	2,4	2,4	2,8	2,9	2,3
Balanza por cuenta corriente	4,0	1,9	2,6	2,0	2,8	2,6	2,1	2,0	1,5
Saldo de las Administraciones Públicas	-2,5	-1,8	-1,5	-1,9	-1,7	-1,7	-1,4	-1,9	-1,9
Asia emergente (excluida China) (c)									
Producto interior bruto	8,3	5,9	4,6	4,4	4,3	4,3	4,6	4,5	—
Índice de precios de consumo (b)	7,6	6,6	6,1	6,9	7,1	6,5	7,0	6,9	5,2
Balanza por cuenta corriente	0,8	0,3	-1,3	0,1	-1,1	-1,2	-0,6	0,2	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-1,9	-3,4	-2,9	-2,9	-2,5	-3,0	-3,0	-3,1	—
América Latina (d)									
Producto interior bruto	6,2	4,5	2,8	2,4	1,7	3,2	2,6	1,9	—
Índice de precios de consumo (b)	4,0	4,8	4,5	4,5	4,5	4,9	4,4	4,3	4,6
Balanza por cuenta corriente	-1,0	-1,0	-1,6	—	-2,1	-2,3	-2,5	—	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-2,2	-2,1	-2,2	—	-1,3	-1,6	-1,8	—	—
Europa del Este (e)									
Producto interior bruto	1,9	3,2	0,9	1,3	0,2	0,5	1,9	2,6	—
Índice de precios de consumo (b)	3,0	3,8	3,7	1,4	2,2	1,5	1,2	0,7	0,5
Balanza por cuenta corriente	-3,1	-3,6	-3,1	-1,1	-2,0	-1,3	-0,9	-0,4	—
Saldo de las Administraciones Públicas	-6,4	-3,7	-3,4	-3,1	—	—	—	—	—
Pro memoria: crecimiento del PIB (a) (f)									
Global	5,2	3,9	3,2	3,0	2,5	2,7	3,2	3,4	—
Economías avanzadas	3,0	1,7	1,4	1,3	0,5	1,1	1,5	2,1	—
Economías emergentes	7,5	6,3	5,1	4,7	4,8	4,7	5,2	5,0	—
Pro memoria: inflación (a) (b) (f)									
Global	3,6	4,9	3,9	3,6	3,1	3,0	3,2	3,1	—
Economías avanzadas	1,5	2,7	2,0	1,4	1,5	1,3	1,5	1,2	1,2
Economías emergentes	5,9	7,3	6,0	5,8	5,2	5,2	5,5	5,5	—

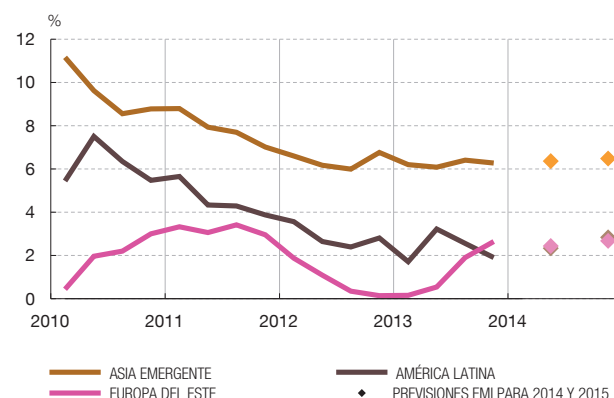
FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Eurostat, estadísticas nacionales y Banco de España.

- a PIB e inflación se muestran en tasa de variación interanual; balanza por cuenta corriente, saldo de las Administraciones Públicas y deuda pública neta se muestran en porcentaje del PIB.
- b IPC se corresponde con la media del período de referencia.
- c Asia emergente incluye: China, India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Malasia, Filipinas, Hong-Kong y Singapur. Para el cálculo del saldo público trimestral se excluye Indonesia.
- d América Latina: Brasil, México, Argentina, Colombia, Venezuela, Perú y Chile. Se excluyen Argentina y Venezuela para el agregado del IPC, y Venezuela para el agregado del saldo de las Administraciones Públicas.
- e Europa del Este: Polonia, República Checa, Rumanía, Hungría, Bulgaria, Croacia, Lituania y Letonia.
- f Los datos anuales reflejan las últimas previsiones del Fondo Monetario Internacional públicamente disponibles a la fecha de cierre de este Informe. Los datos trimestrales se calculan sobre una muestra de 41 economías (17 avanzadas y 24 emergentes), que representan casi el 90 % del PIB mundial, ponderadas según su peso en paridad del poder adquisitivo (PPP, por sus siglas en inglés). Todas las economías a las que se hace referencia en las notas c, d y e están incluidas en la muestra.

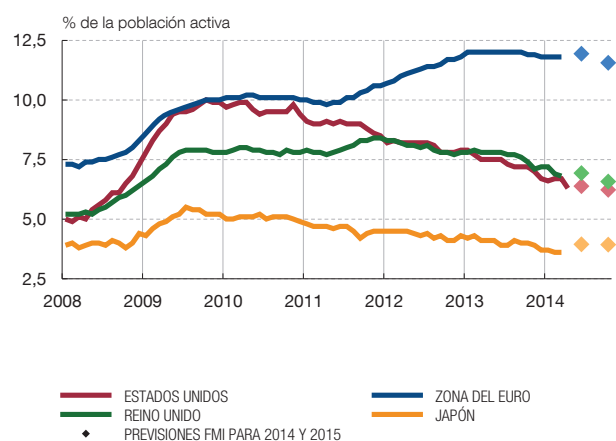
CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB EN ECONOMÍAS AVANZADAS



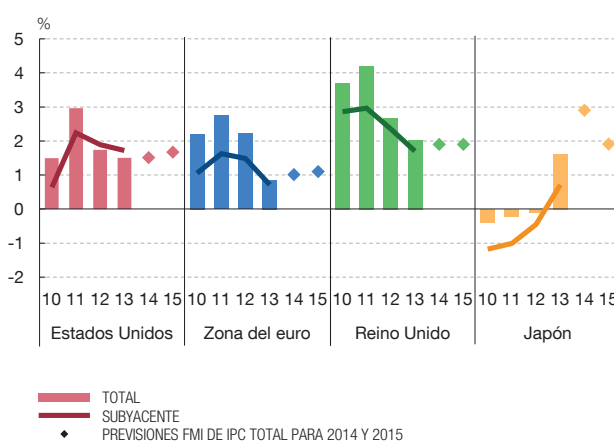
CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB EN ECONOMÍAS EMERGENTES



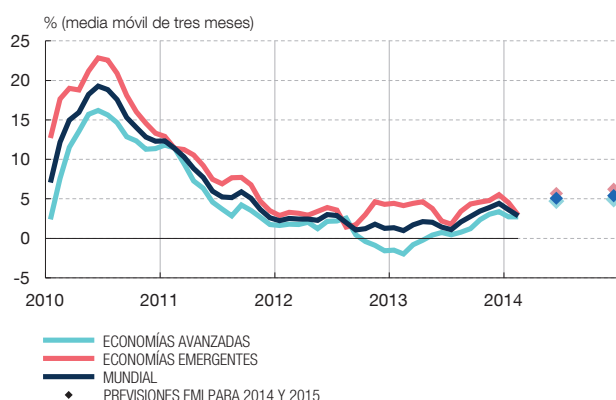
TASA DE PARO EN ECONOMÍAS AVANZADAS



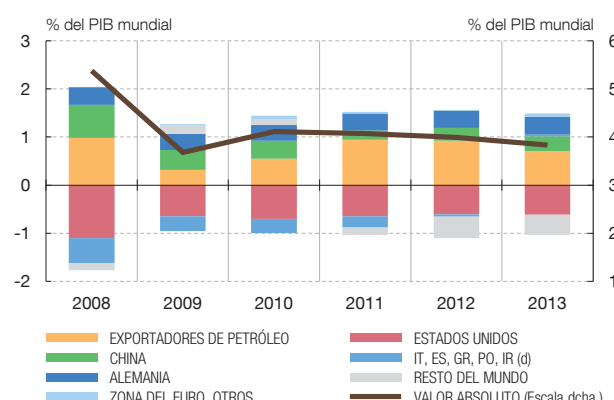
PRECIOS DE CONSUMO EN ECONOMÍAS AVANZADAS (b)
Tasas de variación interanual



VOLUMEN DE COMERCIO (EXPORTACIONES) (c)
Tasas de variación interanual



BALANZA POR CUENTA CORRIENTE POR ÁREAS



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, estadísticas nacionales, *Consensus Forecast*, CEIC, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y Datastream-Thomson Reuters.

- a Para la composición de países, consultar notas al pie del cuadro 3.1.
- b Datos de cierre de año.
- c Se consideran los agregados de la CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.
- d Italia, España, Grecia, Portugal e Irlanda.

la demanda interna, que, no obstante, tuvo una intensidad diferenciada por países, que se reflejó en divergencias en las tasas de crecimiento del PIB en promedio anual. En particular, en Estados Unidos el avance del PIB fue del 1,9 % (frente al 2,8 % de 2012), mientras que en Reino Unido pasó al 1,7 %, desde el 0,3 % de 2012. La mejoría de la actividad en el área del euro fue reducida, por lo que volvió a registrar un retroceso del -0,4 % en media anual. Japón comenzó a desplegar su ambicioso programa de política económica —incluida una elevada expansión monetaria—, encaminado a salir de la deflación y a elevar el potencial de crecimiento, y creció un 1,6 %, prácticamente igual que el año anterior. El crecimiento de las economías emergentes se situó en el 4,7 % en 2013, cuatro décimas menos que el año anterior, apoyadas sobre todo en la resistencia de la demanda interna. China creció un 7,7 %, el resto de Asia emergente cerca del 4,5 % y América Latina en el entorno del 2,5 % —destacando los avances por debajo de lo esperado en Brasil y México—, todas ellas tasas similares a las del año previo. Por su parte, Europa del Este creció un 1,3 %, casi medio punto más que en 2012 y con un perfil temporal ascendente.

... y atravesando diversas fases diferenciadas a lo largo del año

La evolución económica y financiera estuvo condicionada por las expectativas de normalización monetaria en Estados Unidos y por las dudas sobre la solidez del crecimiento en las economías emergentes —en China especialmente—. La percepción en torno a estos factores fue oscilando a lo largo del año pasado y en la parte transcurrida de 2014, y determinó varias fases diferenciadas en la evolución global en este período. El comienzo de 2013 vino marcado por la solución —parcial y con fuertes efectos contractivos— del llamado «precipicio fiscal» en Estados Unidos y por la progresiva reducción de las tensiones financieras en el área del euro. Estos factores, junto con el mantenimiento de un tono marcadamente acomodaticio de las políticas monetarias en las principales economías avanzadas, contribuyeron a sostener las expectativas de recuperación global y un clima favorable en los mercados financieros internacionales.

Los primeros meses del año se caracterizaron por una cierta recuperación de las economías avanzadas y el buen tono de los mercados financieros

En la primera mitad del año se apreciaron algunos indicios de reactivación de la actividad, principalmente en las economías avanzadas, si bien Estados Unidos todavía registró un ritmo de crecimiento reducido —aunque superior al del cierre de 2012— y la UEM aún permanecía en recesión en el primer trimestre. Por el contrario, en las economías emergentes se apreció una ligera desaceleración, lo que, junto con las dudas sobre el alcance de la ralentización en China y los consiguientes descensos en los precios de las materias primas, dio lugar a revisiones a la baja de las previsiones en las regiones emergentes. Dentro del buen tono mostrado por los mercados financieros, destacó la mejor evolución relativa de los desarrollados. Aunque los mercados bursátiles de las economías emergentes volvieron a registrar pérdidas, las emisiones de renta fija y las entradas de capitales siguieron marcando máximos históricos (véase gráfico 3.2).

En mayo, las primeras indicaciones de una posible retirada de estímulos monetarios en Estados Unidos dieron lugar a un período de elevada inestabilidad, sobre todo en las economías emergentes

La posible reducción en el ritmo de compras de activos (*tapering*) insinuada por la Reserva Federal (Fed) en mayo dio lugar a una fase de elevada inestabilidad en los mercados financieros, sobre todo en los emergentes. Las expectativas de normalización monetaria condujeron a una subida de los tipos a largo plazo en las economías avanzadas, que, junto con los decepcionantes registros de crecimiento en algunas emergentes, las tensiones de liquidez en el mercado interbancario chino y la situación en Siria, propició una intensa corrección de los mercados emergentes (en particular, de sus tipos de cambio) y llevó a una pérdida de impulso en los flujos de capitales. Este deterioro fue inicialmente generalizado, pero dio paso gradualmente a una creciente diferenciación por países en función de la debilidad de sus fundamentales.

TIPOS DE INTERÉS A DIEZ AÑOS



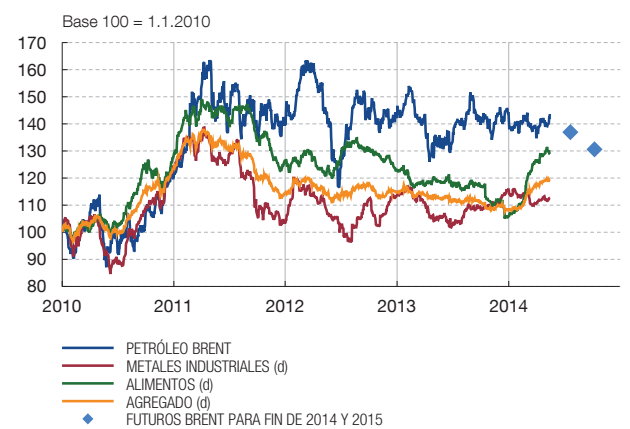
EVOLUCIÓN DE LAS BOLSAS



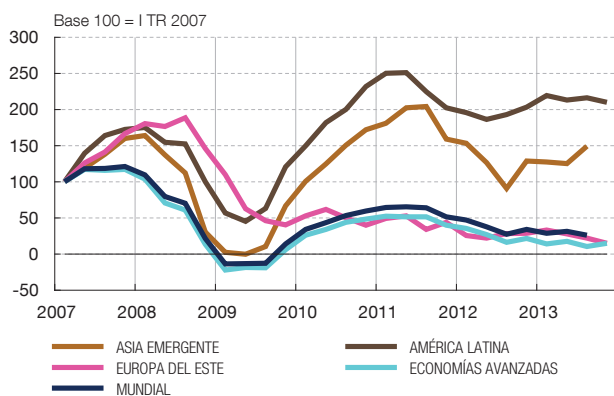
TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR ESTADOUNIDENSE



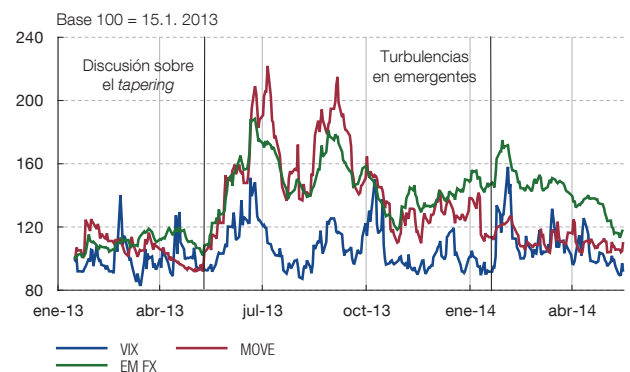
PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS



FLUJOS FINANCIEROS. ENTRADAS DEL EXTERIOR (e)



ÍNDICES DE VOLATILIDAD



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, JP Morgan, Datastream-Thomson Reuters, Commodity Research Bureau y estadísticas nacionales.

- a Media simple de los países.
- b Economías emergentes se calcula sumando el diferencial del EMBI + Composite al tipo de interés de Estados Unidos.
- c Incluye: Brasil, India, Indonesia, Turquía y Sudáfrica.
- d Índices elaborados por el Commodity Research Bureau.
- e Para la composición de los agregados de países, consultar notas al pie del cuadro 3.1.

La clarificación de la estrategia por parte de la Fed restableció la calma hacia el final del verano, aunque se han reproducido breves episodios de inestabilidad en los comienzos de 2014

El esfuerzo de clarificación realizado por la Fed de su estrategia monetaria y, sobre todo, la decisión en septiembre de mantener intacto su programa de compra de activos dieron lugar a una fase de calma en los mercados financieros —que no se vio interrumpida por el inicio efectivo de la retirada de estímulos, en diciembre, y se extendió hasta comienzos de 2014—. En esta última etapa, en la que se apreciaron una reducción de la volatilidad y de la aversión al riesgo y un aumento de la búsqueda de rentabilidad, también se produjo un fortalecimiento de la actividad en las economías avanzadas, sobre todo de su demanda interna, con ritmos de avance en la segunda mitad del año por encima de lo anticipado, especialmente en Estados Unidos y Reino Unido. Por su parte, las regiones emergentes continuaron en la senda de ligera desaceleración (o estabilización en algún caso).

El buen tono financiero con el que se cerró 2013 se interrumpió a comienzos de este año por un nuevo episodio de turbulencias en los mercados emergentes, que es indicativo de la mayor sensibilidad de los inversores hacia estas economías. Aunque las tensiones, ocasionadas por acontecimientos de carácter puntual, tuvieron una corta duración y su impacto sobre los mercados desarrollados fue muy reducido, los datos macroeconómicos desfavorables y el conflicto en Ucrania atemperaron algo las buenas expectativas económicas y financieras con las que había comenzado el ejercicio.

En el escenario central, la economía mundial experimentará un ligero repunte en 2014...

El escenario central previsto por la mayoría de los organismos internacionales para 2014 contempla un ligero repunte del crecimiento mundial, que vendría impulsado por el afianzamiento de la recuperación en las economías avanzadas y la estabilización del crecimiento en las emergentes, en ausencia de nuevas tensiones en los mercados. Esta recuperación deberá facilitar la reactivación del comercio y de los flujos financieros internacionales. No obstante, estos seguirán previsiblemente en niveles inferiores a los previos a la crisis, debido a la menor actividad bancaria transfronteriza y al menor atractivo relativo de las economías emergentes.

... impulsado por la prolongación de la recuperación de las economías avanzadas

El tono acomodaticio de la política monetaria y el menor ritmo de la consolidación de las cuentas públicas contribuirán a afianzar la recuperación en las economías avanzadas, aunque a ritmos moderados. El balance de riesgos continúa sesgado a la baja, aunque en menor medida que en años anteriores. Destacan los riesgos asociados con la permanencia de la inflación en tasas muy bajas —especialmente, en el área del euro—, eventuales tensiones en el proceso de retirada de los estímulos expansivos extraordinarios —que podrían llevar a un ascenso brusco de los tipos a largo, en un contexto de elevada deuda pública— o situaciones de estrés financiero en alguna economía emergente sistémica. En sentido contrario, cabe identificar también algún riesgo al alza, en particular si el círculo virtuoso entre mejora de la actividad, de la confianza y de la demanda gana tracción, favoreciendo un repunte de la inversión mayor que el esperado.

Las previsiones para las economías emergentes en el corto plazo apuntan a una estabilización en tasas algo más bajas que las registradas en los últimos años, con una cierta rotación en las fuentes de crecimiento hacia la demanda externa —apoyada en la mejoría de las economías avanzadas—. En todo caso, los riesgos están sesgados a la baja, en un contexto de mayor sensibilidad de los mercados financieros hacia estas economías, de modo que el endurecimiento esperado de las condiciones financieras puede venir acompañado de episodios de volatilidad, con un impacto en las economías más vulnerables. En el caso de China, su transición a un modelo de crecimiento más sustentado en el consumo privado conducirá previsiblemente a ritmos de crecimiento algo inferiores al 7,5 %, por debajo de los observados en los últimos años; además, han aumentado los riesgos

asociados al funcionamiento de su sistema financiero. La menor demanda de China podría ser un factor moderador de la actividad de otras economías emergentes, sobre todo en Asia y en los países exportadores de materias primas.

2.2 LA MEJORÍA DE LOS FUNDAMENTOS EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS

La recuperación de las economías avanzadas ha discurrido en paralelo con la corrección de los desequilibrios acumulados, en un contexto de reducción de la incertidumbre

La paulatina recuperación de las economías avanzadas y de sus perspectivas se ha visto favorecida por la progresiva corrección de sus desequilibrios macroeconómicos. En el último año ha seguido el proceso de ajuste en las economías desarrolladas y en algunos casos, como en Estados Unidos, se encuentra ya muy avanzado. El saneamiento de los balances del sector privado, la recuperación del mercado inmobiliario, la reducción de las elevadas tasas de desempleo o el proceso de consolidación fiscal, junto con la mitigación de los riesgos de cola que venían pesando sobre la economía mundial y el asentamiento de las políticas económicas en una senda más predecible, han favorecido una reducción de la incertidumbre en los mercados financieros y una mejora en la confianza de los agentes económicos.

Cabe destacar los avances en el desapalancamiento...

La posición patrimonial de los hogares y de las sociedades ha mejorado notablemente en Estados Unidos y Reino Unido, aunque con diferencias en el ritmo y la manera de llevarla a cabo. En el área del euro, donde los problemas se concentraban en países específicos, los niveles de endeudamiento apenas se han modificado a escala agregada. Así, en Estados Unidos el desendeudamiento se ha concentrado en los hogares, cuya deuda se ha reducido desde principios de 2009 en 19 puntos porcentuales (pp) del PIB, hasta el 77 %, ya que la deuda de las empresas era moderada (véase gráfico 3.3). En Reino Unido, la reducción de los ratios de deuda de los hogares y de las sociedades alcanzó los 12 pp y 16 pp, respectivamente, hasta situarse en torno al 90 % en ambos casos. La reducción de los ratios de endeudamiento en ambos países y el bajo nivel de los tipos de interés han propiciado una menor carga financiera, al tiempo que el buen comportamiento de los mercados financieros y el aumento de los precios inmobiliarios han contribuido al repunte de la riqueza de hogares y sociedades. La situación de liquidez y los beneficios de las empresas han mejorado sustancialmente, lo que, sumado a unas condiciones financieras más favorables y a la reducción de la incertidumbre, debería contribuir a impulsar la inversión empresarial, que ha mostrado una marcada debilidad en la fase de recuperación —sobre todo, en el componente de capital tangible— en la mayor parte de las economías avanzadas.

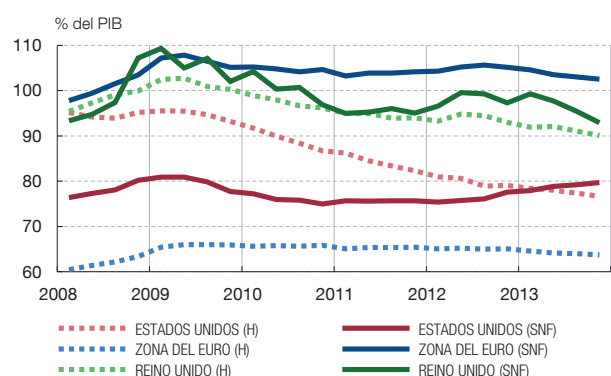
... la recuperación de los mercados inmobiliarios...

Los mercados inmobiliarios de algunos de los países que sufrieron los mayores ajustes tras la crisis, como Estados Unidos o Reino Unido, continuaron experimentando una gradual mejoría en 2013. En Estados Unidos se apreciaron mejoras en los indicadores de demanda y oferta, y aumentos en el precio de la vivienda, si bien el cambio de perspectivas de política monetaria, en mayo, propició una subida de los tipos hipotecarios y cierta reducción de las solicitudes de hipotecas, de forma que la actividad del mercado se ralentizó en los meses de invierno. En Reino Unido, la reactivación del mercado se manifestó fundamentalmente en la demanda y en los precios, gracias, en parte, a los estímulos de los programas de apoyo público, mientras que la oferta respondió en menor grado, por lo que las autoridades británicas anunciaron diversas medidas para contener los riesgos asociados al rápido avance de los precios de la vivienda.

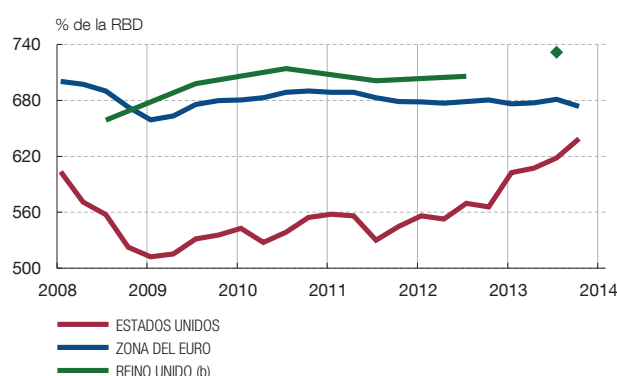
... la mejora de los mercados laborales...

En los mercados laborales de las principales economías avanzadas fuera del área del euro se registraron en 2013 notables descensos de las tasas de desempleo, en algunos casos mayores de lo esperado y más intensos que en los años previos, en un contexto general de moderación salarial. En Estados Unidos pasó del 7,9 % al 6,7 %; en Reino Unido, del 7,8 % al 7,2 %; y en Japón, del 4,3 % al 3,7 %. No obstante, la reducción de la

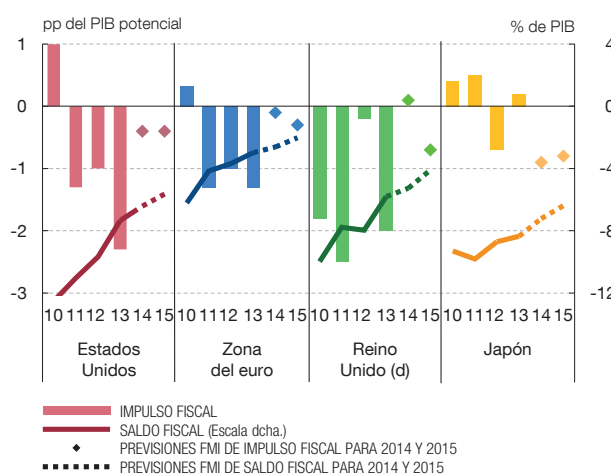
ENDEUDAMIENTO DE HOGARES (H) Y DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS (SNF) (a)



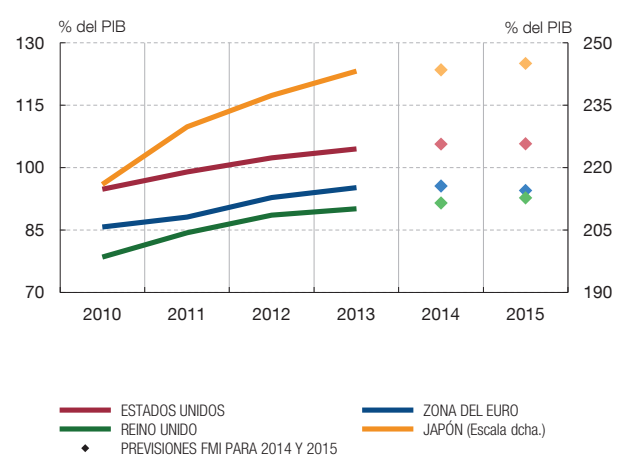
RIQUEZA NETA



SALDO E IMPULSO FISCAL (2010-2015) (c)



DEUDA PÚBLICA BRUTA



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Banco Central Europeo y estadísticas nacionales.

- a En línea continua se muestra el endeudamiento de las sociedades no financieras. Los datos en línea discontinua reflejan el endeudamiento de los hogares.
- b El dato de 2013 es una estimación según el crecimiento esperado de la riqueza neta y de la renta disponible.
- c El impulso fiscal se define como la variación del saldo público ajustado de ciclo.
- d La cifra de 2013 incluye los ingresos extraordinarios derivados del programa de compra de activos del Banco de Inglaterra.

tasa de paro ha venido acompañada en Estados Unidos de un fuerte descenso en la tasa de participación. Por otra parte, en Reino Unido el buen comportamiento del mercado de trabajo ha discurrido en paralelo a un mal comportamiento de la productividad (véanse gráficos del recuadro 3.1). En contraste, en el área del euro la tasa de paro se estabilizó en el entorno del 12 %.

... y los progresos en la consolidación fiscal

La consolidación fiscal en las economías desarrolladas siguió su curso, con una reducción del déficit público de 1,5 pp del PIB en 2013 (con un recorte similar en términos ajustados al ciclo), y se prevé que en 2014 el ajuste sea algo menor, de 1 pp. La excepción a este perfil es Japón, donde el ajuste será mucho mayor este año y el próximo, por el aumento del impuesto sobre el consumo, si bien el impacto contractivo se mitigará parcialmente a través de paquetes fiscales compensatorios. La evolución fiscal en Estados Unidos estuvo marcada por el fuerte incremento de impuestos y los recortes de gasto introducidos como consecuencia del denominado *sequester*, a principios de año, y por el cierre parcial de la administración federal en octubre, en un conflicto generado por la prórroga presupuestaria;

En los últimos años, los bancos centrales de las principales economías avanzadas han hecho un uso cada vez más frecuente de indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria —práctica conocida como *forward guidance*—, con el propósito de guiar las expectativas de los agentes en un contexto de tipos de interés oficiales cercanos al límite inferior cero y en el que existen dudas sobre la efectividad marginal y los riesgos de las medidas cuantitativas no convencionales¹.

A pesar de que estos bancos centrales comparten un uso creciente de este instrumento, hay diferencias importantes en los objetivos perseguidos en cada caso. Así, el Banco Central Europeo ha insistido en que la nueva herramienta no implica un cambio en su estrategia de política monetaria, sino que persigue un mejor anclaje de las expectativas de tipos de interés y una reducción de la incertidumbre para aumentar la efectividad de la política monetaria² (véase texto principal). Mientras tanto, la Reserva Federal lo utilizó para señalar su intención de proporcionar un estímulo prolongado a la economía y, más recientemente, para comunicar la forma en la que espera instrumentar la normalización futura de su política. Algunos académicos han abogado por el uso de este instrumento para propiciar un cambio en la función de reacción del banco central y mantener un tono de la política monetaria más expansivo que el que sería coherente con una regla de Taylor convencional, dando un mayor peso relativo a la actividad³.

Esta diversidad de objetivos se ha traducido en diferencias en el diseño y en la evolución de las medidas de *forward guidance* (véase cuadro 1). Algunos bancos centrales han optado por ofrecer una orientación cualitativa e indefinida, señalando el mantenimiento de una determinada política monetaria por un período prolongado de tiempo (como hizo la Reserva Federal en un principio o el BCE actualmente). Otras modalidades de *forward guidance* son más complejas. Por ejemplo, pueden fijarse períodos de tiempo determinados (como ha hecho la Reserva Federal en los últimos años) o dotar a las indicaciones de un carácter contingente, condicionado a umbrales cuantitativos para algunas variables económicas, como la tasa de paro (como han hecho, asimismo, la Reserva Federal o el Banco

de Inglaterra), siempre que ello no suponga riesgos para la estabilidad de precios y para la estabilidad financiera. Por último, el Banco de Japón utiliza un caso especial de *forward guidance* contingente al logro de un objetivo de inflación del 2% y referido a la base monetaria, que ha sustituido al tipo de interés oficial como instrumento principal de la política monetaria, y con un horizonte temporal abierto.

En cuanto a la efectividad de las medidas de *forward guidance*, los análisis realizados hasta ahora concluyen que sus efectos han sido positivos, reduciendo la volatilidad de los tipos de interés del mercado monetario, la incertidumbre sobre el tono futuro de la política monetaria y mejorando las condiciones financieras generales (véase cuadro 2), atenuándose los efectos en horizontes temporales más dilatados. Los resultados deben tomarse, sin embargo, con cautela, pues resulta en general difícil separar los distintos factores y los efectos anticipados. Además, estas medidas no siempre han logrado alinear las expectativas del mercado con las intenciones señaladas por el banco central. Así, mientras que parece haber evidencia de que los anuncios de la Reserva Federal que señalaban un período determinado consiguieron transmitir a los mercados un cambio hacia una política monetaria más acomodaticia, la experiencia con las formas de *forward guidance* sujetas a umbrales numéricos ha sido menos favorable. En el caso del Banco de Inglaterra, tras el anuncio de su estrategia en agosto de 2013, los mercados anticipaban en más de un año la primera subida del tipo oficial respecto a las previsiones del propio banco central. Las dificultades de diseño y comunicación de la *forward guidance* contingente se han puesto también de manifiesto en el abandono de los umbrales numéricos en los últimos meses por parte de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra, ante una reducción de las tasas de paro en esas economías mucho más rápida de lo que anticipaban en un principio, pero que, sin embargo, no reflejaba una evolución igualmente favorable de los fundamentos últimos de la economía (véase gráfico 1)⁴. Así, se han visto obligados a reintroducir elementos cualitativos, señalando que los tipos oficiales se mantendrán en sus niveles actuales durante un período más o menos prolongado.

Estos problemas de comunicación ilustran los importantes desafíos a los que se enfrentan estas medidas. El principal reto es cómo dar credibilidad a unos instrumentos que, por su naturaleza, plantean problemas de inconsistencia temporal más severos que otras herramientas. Ello requiere un esfuerzo adicional, tanto para diseñarlos de forma que se minimice la necesidad de recalibrarlos o redefinirlos *a posteriori* como a la hora de explicar las medidas, pues su efectividad depende, en todo caso, de que el público interprete correctamente el mensaje de la autoridad monetaria. Esta condición obliga a encontrar un equilibrio entre transparencia y claridad, ya que tanto una escasez de información como un exceso de detalles técnicos podrían confundir a los agentes. La experiencia reciente con umbrales cuantitativos ilustra es-

1 La utilización de las políticas de *forward guidance* no es algo nuevo. Para una revisión de las experiencias más recientes de *forward guidance*, véanse, por ejemplo, S. López y P. del Río (2013), «El uso de la orientación de expectativas o *forward guidance* como instrumento de política monetaria», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España; o A. Filardo y B. Hofmann (2014), «Forward guidance at the zero lower bound», *BIS Quarterly Review*, marzo.

2 Véanse P. Praet (2013), «Forward guidance and the ECB», en W. den Haan (ed.), *Forward guidance: Perspectives from central bankers, scholars and market participants*, a voxEU.org eBook, CEPR; B. Coëré (2013), «The usefulness of forward guidance», discurso pronunciado en Money Marketeers Club of New York, Nueva York, 26 de septiembre; y BCE (2014), *Informe Anual 2013*.

3 Véanse, por ejemplo, las recomendaciones de P. Krugman (1998), *It's baaaack! Japan's slump and the return of the liquidity trap*, Brookings Papers on Economic Activity, n.º 2; y M. Woodford (2012), «Methods of policy accommodation at the interest-rate lower bound», *Jackson Hole Economic Symposium Conference Proceedings*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 185-288.

4 Un análisis de la dificultad inherente a este tipo de herramientas, en el contexto de los problemas recientes de la Reserva Federal y del Banco de Inglaterra, puede verse en el artículo «La economía mundial ante un cambio de escenario. Evolución, perspectivas y riesgos», *Boletín Económico*, marzo 2014, Banco de España.

tas dificultades, sobre todo si son complicados de explicar al público o si el margen de incertidumbre que rodea la proyección de las variables de referencia es muy amplio o pivota sobre aspectos controvertidos.

Por último, si bien las medidas de *forward guidance* han sido útiles en el contexto de la respuesta de política monetaria a la crisis, una cuestión relevante de cara al futuro es su uso en el proceso de reti-

rada de los estímulos monetarios. En general, cabe pensar que deberían ser una pieza clave en la comunicación de las estrategias de salida, a medida que la economía se vaya recuperando, como forma de dirigir las expectativas de los agentes. Sin embargo, cuando se retorne a una situación de normalidad, habrá que valorar si estas medidas deberán formar parte del paquete habitual de instrumentos de la política monetaria.

1 *FORWARD GUIDANCE* EN LOS PRINCIPALES BANCOS CENTRALES TRAS LA CRISIS FINANCIERA

Anuncios de los bancos centrales

Banco Central	Tipo de <i>forward guidance</i>	Fecha de decisión	Anuncio
	Contingente	Febrero de 2012	«Hasta que la estabilidad de precios esté a la vista, con un objetivo del 1% de inflación»
Banco de Japón	Contingente	Abril de 2013	«El Banco continuará con la expansión monetaria cuantitativa y cualitativa durante el tiempo necesario para mantener la estabilidad de precios en el objetivo del 2 %, con un horizonte temporal de unos dos años»
	Indefinido	Diciembre de 2008	«Durante algún tiempo»
	Indefinido	Marzo de 2009	«Por un período prolongado»
	Período determinado	Agosto de 2011	«Al menos, hasta mediados de 2013»
	Período determinado	Enero de 2012	«Al menos, hasta finales de 2014»
	Período determinado	Septiembre de 2012	«Al menos, hasta mediados de 2015»
Reserva Federal de Estados Unidos	Contingente	Diciembre de 2012	«Mientras la tasa de desempleo se mantenga por encima del 6,5%, la previsión de inflación en un horizonte de entre uno y dos años no supere el 2,5 % y las expectativas de largo plazo de inflación continúen bien ancladas»
	Contingente con mayor valoración cualitativa	Diciembre de 2013	«Se valorarán más indicadores del mercado de trabajo y es posible que se mantengan los tipos oficiales hasta bastante tiempo después de que la tasa de paro se sitúe por debajo del 6,5 %, especialmente si la inflación prevista sigue situándose por debajo del objetivo del 2 %»
	Contingente con valoración cualitativa	Marzo de 2014	«Para determinar cuánto tiempo el tipo de interés oficial se mantendrá en el intervalo actual del 0 %-0,25 %, se tendrán en cuenta una serie de indicadores sobre el mercado de trabajo, las presiones inflacionistas, las expectativas de inflación y la evolución financiera»
Banco de Inglaterra	Contingente	Agosto de 2013	«Al menos, hasta que la tasa de desempleo caiga al 7 %, sujeto a tres <i>knockouts</i> relacionados con la inflación y la estabilidad financiera»
	Contingente con mayor valoración cualitativa	Febrero de 2014	«Aún queda capacidad ociosa que absorber antes de aumentar el tipo oficial. La senda de tipos en los próximos años dependerá de la evolución económica, si bien la subida de tipos sería gradual y se mantendría por debajo del 5 %»
Banco Central Europeo	Indefinido	Julio de 2013	«Por un período prolongado de tiempo. Esta expectativa se basa en el mantenimiento a medio plazo de unas perspectivas de inflación en general contenidas, dadas la debilidad generalizada de la economía y la atonía de la evolución monetaria»
Banco de Canadá	Período determinado	Abril de 2009	«Hasta el segundo trimestre de 2010, condicionado a las perspectivas de inflación»
Banco de Suecia	Período determinado	Abril de 2009	«Hasta principios de 2011»

FUENTES: Reserva Federal, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Banco de Japón, Banco de Canadá y Banco de Suecia.

NOTA: Contingente: condicionado a variables económicas.

2 RESPUESTA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS A LOS ANUNCIOS DE *FORWARD GUIDANCE*

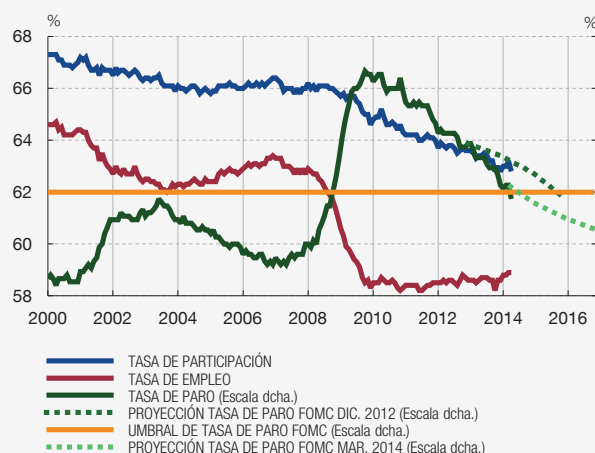
	Tipos de <i>forward guidance</i>						
	Cualitativo		Calendario		Condicionado a variables económicas		
	Banco Central Europeo 4.7.2013	Reserva Federal 9.8.2011	Reserva Federal 25.1.2012	Reserva Federal 13.9.2012	Reserva Federal 12.12.2012	Banco de Japón 4.4.2013	Banco de Inglaterra 7.8.2013
Bono del tesoro (a)							
A dos años	-6	-7	-1	-1	0	0	1
A diez años	-3	-16	-6	-1	5	-11	0
Volatilidad (VIX) (a)							
VIX	0,0	-12,9	-0,6	-1,8	0,4	-0,3	0,3
Índice bursátil (b) (%)							
S&P 500	0,0	4,7	0,9	1,6	0,0	0,4	-0,4
EUROSTOXX	2,9	0,3	-0,5	-0,8	0,2	-0,7	0,1
FTSE	3,1	1,9	-0,5	0,7	0,4	-1,2	-1,4
NIKKEI	-0,3	-1,7	1,1	0,4	0,6	2,2	-4,0
MSCI - Global	0,6	2,1	0,5	0,9	0,2	-0,3	-0,6
Tipos de cambio (b) (c) (%)							
Dólar-euro	0,2	0,3	-0,5	0,1	0,4	-0,1	0,2
Yen-dólar	0,0	-0,6	0,1	-0,3	0,7	3,5	-1,1
Libra-dólar	1,4	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,7	-0,9

FUENTES: Bloomberg y Datastream-Thomson Reuters.

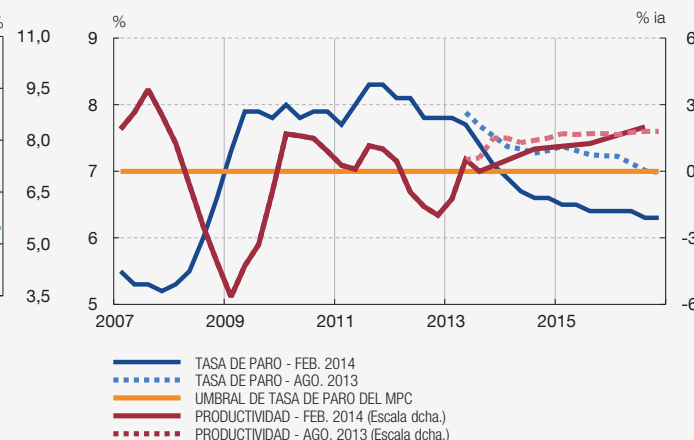
- a Cambio diario, en puntos básicos.
- b Variación porcentual diaria.
- c Signo negativo indica depreciación de la segunda moneda.

1 MERCADO LABORAL Y *FORWARD GUIDANCE* EN ESTADOS UNIDOS Y REINO UNIDO

ESTADOS UNIDOS. EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE PARTICIPACIÓN, PARO Y EMPLEO



REINO UNIDO. TASA DE PARO Y PRODUCTIVIDAD (a)



FUENTES: Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Banco de Inglaterra, estadísticas nacionales, Bloomberg y Datastream-Thomson Reuters.

- a Datos del *Informe de Inflación* del Banco de Inglaterra publicado en agosto de 2013 y febrero de 2014.

los acuerdos fiscales alcanzados al final del año permitirán atenuar el impacto fiscal contractivo en 2014. En cualquier caso, la elevada deuda pública en los países desarrollados y la ausencia de planes de reforma a medio plazo en Estados Unidos y Japón siguen suponiendo obstáculos a la consolidación de un escenario fiscal sostenible a largo plazo.

La ausencia de presiones inflacionistas...

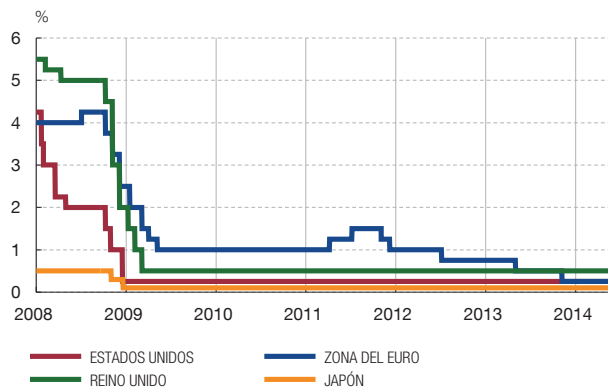
La recuperación de la actividad en las economías avanzadas a lo largo de 2013 vino acompañada, con la excepción de Japón, de una continuada reducción de las tasas de inflación, pese al contexto de políticas monetarias extraordinariamente acomodaticias. Esta evolución se ha producido en un contexto de persistencia de amplias brechas de producto negativas, reversión del impacto de la subida de impuestos indirectos y precios regulados de años precedentes (en Reino Unido y en algunos países de la UEM) y moderación de los precios de las materias primas —con caídas en alimentos y metales—. La marcada estabilidad del petróleo es coherente con el ajuste de la producción por parte de la OPEP en respuesta a diversas perturbaciones: cambios en las perspectivas de demanda de las economías emergentes y fluctuaciones de la oferta por factores geopolíticos, y, sobre todo, por el sustancial aumento de la producción de petróleo de fuentes no convencionales (*shale oil*) en Estados Unidos y Canadá. Al cierre de 2013, la tasa de inflación se situó en el 2 % en Reino Unido, en torno al 1,5 % en Estados Unidos y por debajo del 1 % en la UEM. En Japón, por el contrario, la inflación repuntó hasta el 1,6 %, muy influida por la depreciación del yen y alejada de las tasas negativas de años anteriores.

... facilitó el mantenimiento de un tono acomodaticio de las políticas monetarias, compatible con el inicio del proceso de normalización monetaria

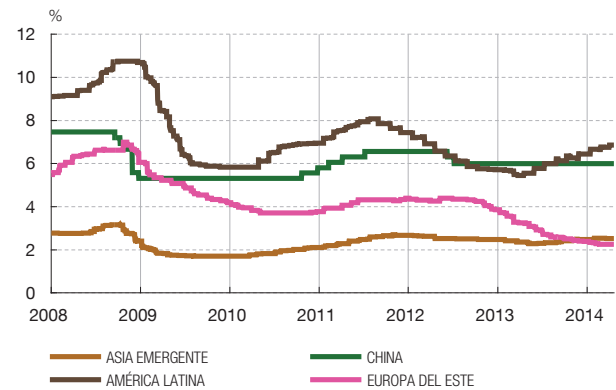
Durante 2013, las políticas monetarias de las economías avanzadas continuaron manteniendo un tono muy acomodaticio, con los tipos de interés anclados en niveles muy cercanos a cero y medidas extraordinarias todavía en vigor, pero al mismo tiempo comenzó a vislumbrarse el inicio del proceso de normalización monetaria en Estados Unidos y Reino Unido, lo que contrasta con la posición del Banco de Japón —inmerso en una nueva y ambiciosa fase de expansión cuantitativa— y del BCE —que se comenta en el último epígrafe— (véase gráfico 3.4). Desde el punto de vista de la instrumentación, cabe destacar la adopción generalizada de esquemas de indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria —más conocidos como *forward guidance*—. Estos esquemas se han enfrentado ya a problemas de diseño y comunicación, tanto en la fase inicial de creciente expansión monetaria como en la nueva fase de retirada gradual de los estímulos monetarios (véase recuadro 3.1).

El detonante del cambio en las expectativas sobre el inicio de la normalización monetaria se produjo en mayo de 2013, cuando, al hilo del afianzamiento gradual de la recuperación y de la preocupación por los riesgos asociados a la prolongación de las medidas extraordinarias, la Fed abrió la posibilidad de comenzar la reducción del volumen de sus compras de activos en alguna de las siguientes reuniones. El repunte de los tipos a largo plazo inducido por las expectativas de reducción de estímulos monetarios en Estados Unidos afectó a los tipos de interés de otras economías desarrolladas, cuyos bancos centrales (como el BCE o el Banco de Inglaterra) intentaron separarse de estos movimientos utilizando sus propias formulaciones de *forward guidance*. Finalmente, en su reunión de diciembre, la Fed anunció el comienzo de la reducción en el ritmo de compras de activos a partir de enero de 2014, de 85 mm a 75 mm de dólares mensuales, minoración de 10 mm de dólares que se ha repetido en las reuniones posteriores de enero, marzo y abril. En este contexto, la moderación de la inflación —junto con el repunte de tipos a largo desde el verano— contribuyó a la elevación de los tipos de interés reales en Estados Unidos, Reino Unido y el área del euro, mientras que en Japón el aumento de la inflación, junto con la estabilidad de los tipos nominales, propició un descenso adicional de los tipos de interés reales, que volvieron a territorio negativo a mediados de 2013.

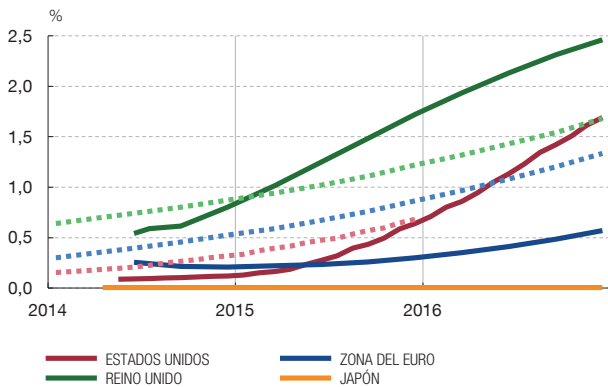
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN ECONOMÍAS AVANZADAS



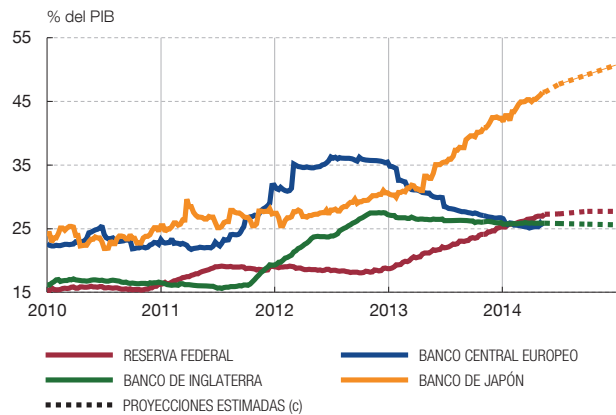
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN ECONOMÍAS EMERGENTES (a)



EXPECTATIVAS DE TIPOS DE INTERÉS (b)



BALANCES DE LOS BANCOS CENTRALES: TOTAL ACTIVOS



FUENTES: Reserva Federal, Banco Central Europeo, Banco de Inglaterra, Banco de Japón y Datastream-Thomson Reuters.

- a Áreas consideradas: Asia emergente: India, Corea del Sur, Indonesia, Tailandia, Malasia y Filipinas. América Latina: Brasil, México, Colombia, Perú y Chile. Europa del Este: Polonia, República Checa, Rumanía y Hungría.
- b Las líneas continuas muestran los últimos datos disponibles, mientras que las líneas discontinuas reflejan los datos a 4 de enero de 2013.
- c Senda estimada a partir de la información proporcionada por los distintos bancos centrales.

2.3 LA CRECIENTE PERCEPCIÓN DE VULNERABILIDAD EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

En las economías emergentes se ha producido un cambio de percepción sobre sus perspectivas de crecimiento y sobre sus vulnerabilidades

A lo largo de 2013 se produjo un progresivo deterioro en la percepción respecto de las perspectivas económicas y vulnerabilidades de las economías emergentes. Algunas vulnerabilidades acumuladas en los últimos años afloraron en la fase de inestabilidad que se inició en mayo: en particular, la ampliación de los déficits por cuenta corriente en algunos países, el creciente endeudamiento externo del sector corporativo y, en algunos casos, inflaciones elevadas y posiciones fiscales más débiles. Las economías más dependientes de la financiación exterior, como Brasil, India, Indonesia, Sudáfrica o Turquía, sufrieron en mayor medida este cambio de percepción. La abundante liquidez global y los bajos costes de financiación de la etapa previa no solo habían hecho pasar desapercibida esa dependencia de la financiación exterior, sino que también habían contribuido a incrementarla.

La sensibilidad mostrada por las economías emergentes —aunque en distinta medida en cada caso— a las expectativas de normalización de las condiciones monetarias globales en 2013 puede explicarse por la confluencia de dos factores. Por un lado, el contexto de intensa afluencia de flujos financieros hacia las economías emergentes —con la correspondiente compresión de diferenciales de crédito, apreciaciones cambiarias y elevación de precios de los activos—, resultado de la percepción favorable sobre esas economías que se generó en la salida de la crisis, combinada con la abundante liquidez asociada a las

políticas monetarias de las economías avanzadas. Por otro lado, la reiteración de registros de crecimiento inferiores a los esperados desde 2011, que acabó traducéndose en una revisión a la baja de las previsiones y del crecimiento potencial de estas economías. Esta revisión ha puesto de manifiesto ciertas limitaciones estructurales y falta de reformas, que limitan el avance de la productividad. Además, la propia moderación del crecimiento de China, determinada por el cambio de modelo de crecimiento necesario para corregir sus desequilibrios internos y garantizar la sostenibilidad a largo plazo, también tiene un efecto contractivo sobre la demanda externa del resto de economías emergentes.

En todo caso, la progresiva normalización de las condiciones financieras a escala global puede tener implicaciones positivas para las economías emergentes

En todo caso, la normalización de las condiciones financieras a escala global puede tener implicaciones positivas para las economías emergentes. La moderada reversión de flujos de capitales que ha generado puede interpretarse, hasta cierto punto, como una normalización. Por otra parte, la consolidación de la recuperación de las economías avanzadas anticipa un horizonte global más estable y una mayor demanda externa para las economías emergentes, que puede apoyar su dinamismo. El resultado final dependerá de los fundamentos y del grado de vulnerabilidad de cada una de estas economías. En este sentido, conviene observar que, a pesar del deterioro reciente de las posiciones externas y fiscales, y del avance del crédito en algunas economías emergentes, la gestión de la política económica es ahora más adecuada y los niveles de vulnerabilidad son menores que cuando se desencadenaron episodios de crisis en el pasado. Además, existen mecanismos de mitigación, como la flexibilidad cambiaria —en un contexto de menores descalces de moneda— y un alto nivel de reservas en muchos de estos países.

Las políticas monetarias difirieron en función de la incidencia de los episodios de turbulencias, adoptando en algunos casos un carácter contracíclico

La evolución de la inflación en las economías emergentes se vio contenida por la moderación de los precios de las materias primas, apreciándose tasas reducidas en Europa del Este y relativamente moderadas en Asia y América Latina. No obstante, algunos países, como Brasil, India, Indonesia y Turquía, terminaron el año con tasas entre el 6 % y el 9 %, en parte como resultado de las presiones depreciatorias que experimentaron sus monedas en diversos momentos del año. De hecho, las políticas monetarias difirieron en función de la incidencia de las turbulencias. Así, mientras que los países con fundamentos más sólidos (entre ellos, México, Chile o Corea) permitieron la flotación de los tipos de cambio y redujeron sus tipos de interés, aquellos con problemas de inflación o financiación exterior tuvieron que endurecer sus políticas monetarias, que adoptaron un sesgo procíclico. Asimismo, se revirtieron algunas medidas de carácter macroprudencial instrumentadas en la fase expansiva para frenar los flujos de capital en países como Brasil o Perú, mientras que las políticas fiscales tuvieron poco protagonismo.

El incremento de la inestabilidad refuerza la importancia de los fundamentos sólidos y del avance de las agendas reformistas

En todo caso, las turbulencias de 2013 y principios de 2014 han revelado un carácter más selectivo de los mercados, penalizando más a los países con vulnerabilidades más acusadas. La mayor resistencia de las economías con fundamentos más sólidos o con mayores avances reformistas (como México, Perú o Colombia), muestra los réditos de la buena gestión de las políticas en un entorno de mayor sensibilidad hacia las economías emergentes.

3 La zona del euro

3.1 LA EVOLUCIÓN EN 2013 Y EN LOS PRIMEROS MESES DE 2014

La zona del euro inició una fase de recuperación de la actividad económica en el segundo trimestre de 2013, que le permitió superar la recesión en que estaba inmersa desde finales de 2011 y frenar así el deterioro del mercado de trabajo. No obstante, la mejoría no fue suficiente para compensar la fuerte caída de la actividad en los primeros meses del año, de modo que en el promedio de 2013 el PIB y el empleo se contrajeron un 0,4 % y un 0,9 %, respectivamente, y la tasa de paro alcanzó el 12,1 %, el máximo des-

El área del euro inició una fase de recuperación en el segundo trimestre de 2013, mientras que la inflación se redujo hasta mínimos históricos

El principal resorte de la recuperación fue la reanimación de la demanda interna, lo que permitió un cierto reequilibrio de las fuentes de crecimiento

La actuación de las autoridades económicas contribuyó a la estabilización de la situación financiera y a sustentar la recuperación

Desde la segunda mitad de 2013, tanto el consumo como la inversión registraron avances positivos...

de la creación de la UEM (véase cuadro 3.2). La ausencia de presiones de demanda, la moderación de los salarios, la desaparición de los efectos relacionados con los aumentos impositivos pasados y la caída de los precios de las materias primas propiciaron que la inflación registrara un notable retroceso a lo largo del año, situándose en el 0,7 % en abril de 2014, muy alejada del umbral establecido en la definición de estabilidad de precios del BCE.

El principal resorte de la recuperación fue la reanimación de la demanda interna, que permitió reequilibrar las fuentes de crecimiento y afianzar una expansión que se ha ido consolidando en los primeros meses de 2014. Este comportamiento favorable está vinculado de manera muy estrecha a la reducción de la incertidumbre, a la mejora de la confianza de consumidores y empresarios, a la estabilización del mercado de trabajo y a la relajación sostenida de las tensiones financieras (véase gráfico 3.5), interrumpida solo transitoriamente por algunos episodios puntuales de inestabilidad, como la negociación en los primeros meses de 2013 del programa de asistencia de Chipre.

La estabilización de la situación financiera se vio propiciada por la actuación de las autoridades económicas, que durante este período continuaron profundizando en la estrategia de respuesta a dos niveles que ha venido funcionando desde el inicio de la crisis del euro. En el ámbito del conjunto del área, los avances alcanzados en la creación de la unión bancaria constituyen un hito histórico en el camino hacia el establecimiento de un marco de gobernanza más sólido y coherente con las necesidades de una unión monetaria. A escala nacional, las políticas de reforma y de consolidación fiscal adoptadas en los países que se habían visto más afectados por las tensiones financieras comenzaron a dar sus primeros frutos, permitiendo que Irlanda y, más recientemente, Portugal superaran sus respectivos programas de asistencia financiera en los plazos previstos y que volvieran a financiarse en los mercados. También en España concluyó el programa para la recapitalización de entidades financieras acordado en 2012.

El tono acomodaticio de la política monetaria del BCE y el ritmo más moderado de consolidación fiscal acordado en el Consejo Europeo de junio de 2013, junto con el mantenimiento de un entorno exterior relativamente favorable (aunque empañado en algunos momentos por incertidumbres provenientes principalmente de las economías emergentes), contribuyeron también a facilitar la recuperación.

La recuperación de la demanda interna se extendió a la mayoría de los países del área e incluso en algunas de las economías más afectadas por la crisis se volvieron a registrar tasas de crecimiento positivas a finales de 2013, que precedieron a un primer trimestre de 2014 muy moderado para el conjunto del área. No obstante, la expansión del gasto fue muy débil, inferior a la observada en otras regiones avanzadas, y heterogénea por componentes (véase gráfico 3.6). Así, el consumo privado experimentó un avance positivo, pero modesto, en los tres últimos trimestres de 2013. La estabilización del mercado de trabajo y la mejora de la confianza propiciaron que el tímido repunte de la renta disponible real se trasladara al consumo, al tiempo que la tasa de ahorro se mantuvo constante, en niveles relativamente reducidos. Por su parte, la inversión inició una expansión algo más dinámica —aunque sin alcanzar ritmos de crecimiento observados en otros episodios de recuperación anterior—, alentada por la reactivación de la demanda y de la actividad industrial y por el aumento de los márgenes de beneficio empresarial que ha tenido lugar a lo largo de la crisis en los países más afectados por las tensiones, donde este componente del gasto había registrado mayores caídas.

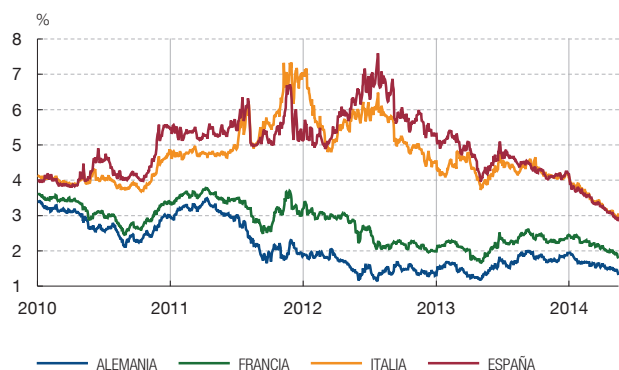
	2010	2011	2012	2013	2013			
					I TR	II TR	III TR	IV TR
Demanda y producto (variación intertrimestral)								
Producto interior bruto	1,9	1,6	-0,6	-0,4	-0,2	0,3	0,1	0,2
Consumo privado	1,0	0,3	-1,4	-0,7	-0,2	0,1	0,1	0,1
Consumo público	0,6	-0,1	-0,6	0,1	0,2	-0,1	0,4	-0,3
Formación bruta de capital fijo	-0,6	1,8	-3,8	-2,9	-1,7	0,1	0,5	1,0
Exportaciones	11,4	6,7	2,7	1,4	-0,9	2,4	0,1	1,3
Importaciones	9,8	4,7	-0,8	0,0	-1,2	1,7	0,9	0,5
Contribuciones al crecimiento del PIB, en puntos porcentuales								
Demanda interna	0,6	0,5	-1,6	-0,9	-0,4	0,1	0,2	0,2
Variación de existencias	0,6	0,3	-0,5	-0,1	0,1	-0,1	0,3	-0,3
Demanda externa	0,7	0,9	1,5	0,6	0,1	0,4	-0,3	0,4
Precios y costes (variación interanual)								
Precios de consumo (media anual)	1,6	2,7	2,5	1,4	1,9	1,4	1,3	0,8
Deflactor del PIB	0,8	1,2	1,3	1,4	1,6	1,6	1,4	1,1
Costes laborales unitarios	-0,6	0,8	1,9	1,2	1,8	1,2	1,2	0,6
Remuneración por asalariado	1,8	2,1	1,9	1,7	1,7	1,7	1,8	1,5
Productividad del trabajo	2,4	1,3	0,0	0,5	0,0	0,5	0,6	0,9
Administraciones Públicas (% del PIB)								
Gastos totales	51,0	49,5	49,9	49,8				
Gastos corrientes	46,7	46,0	46,2	46,6				
Inversión pública	2,6	2,4	2,2	2,1				
Ingresos totales	44,8	45,3	46,2	46,8				
Déficit (-) / superávit (+) primario	-3,4	-1,1	-0,6	-0,1				
Déficit (-) / superávit (+)	-6,2	-4,1	-3,7	-3,1				
Deuda pública	85,7	88,1	92,7	95,0				
Mercado de trabajo								
Empleo total (variación intertrimestral)	-0,5	0,3	-0,6	-0,9	-0,5	0,0	0,0	0,1
Paro (% de población activa)	10,1	10,1	11,3	12,0	12,0	12,0	12,0	11,9
Balanza de pagos (% del PIB)								
Cuenta corriente	0,1	0,1	1,4	2,4	1,2	2,5	2,2	3,6
Ratios de endeudamiento								
Hogares (% del PIB)	66,6	65,7	65,2	64,0	64,8	64,6	64,4	64,0
Sociedades no financieras (% del PIB)	102,2	101,0	101,7	99,5	101,4	100,6	100,1	99,5

FUENTES: Comisión Europea y Banco Central Europeo.

... aunque muy débiles y heterogéneos por países, lastrados por los altos niveles de endeudamiento y la fragmentación financiera

El proceso de desendeudamiento en que se encuentran inmersas algunas economías del área es uno de los factores que subyacen a la debilidad en el crecimiento de la demanda y a la persistencia de grandes disparidades por países. A ello se añaden las dificultades que se derivan de la fragmentación financiera que, a pesar de una cierta mejoría, sigue dificultando la traslación del tono expansivo de la política monetaria especialmente a aquellos países del área donde la situación cíclica se encuentra más deprimida (véase gráfico 3.5). El escaso dinamismo de los préstamos bancarios constituye una pauta habitual en las fases más tempranas de una recuperación, especialmente en situaciones caracterizadas por el sobreendeudamiento del sector privado. Sin embargo, la debilidad que muestran los agregados crediticios, incluso en las economías con fundamentos más favorables, apunta a la posible incidencia en esta fase del ciclo de factores de oferta, en un contexto en el que aún persisten los efectos de la crisis sobre los balances de algunos

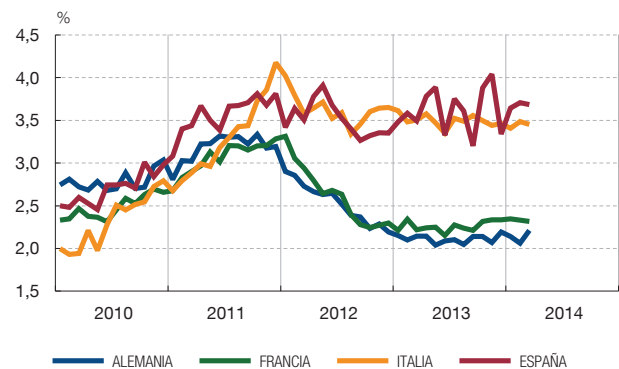
RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



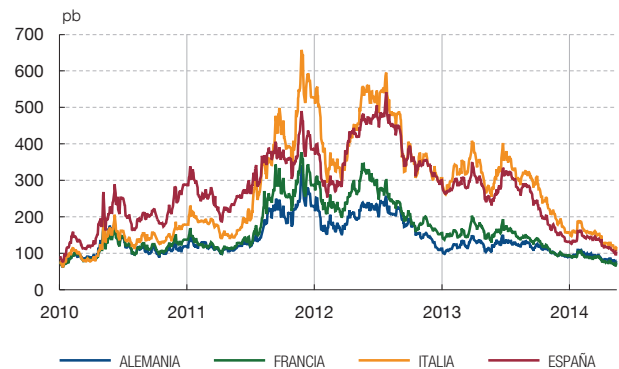
RENDIMIENTO DE LA DEUDA PÚBLICA A DIEZ AÑOS



TIPOS DE INTERÉS DE PRÉSTAMOS BANCARIOS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



PRIMAS DE RIESGO CREDITICIO PARA ENTIDADES DE CRÉDITO



FUENTE: Banco Central Europeo.

bancos y las entidades han de adaptarse a los nuevos requerimientos regulatorios. La escasez de financiación bancaria podría lastrar la recuperación de la inversión, afectando especialmente a empresas pequeñas y medianas, que tienen menor capacidad de acceso a la financiación de mercado (véase recuadro 3.2).

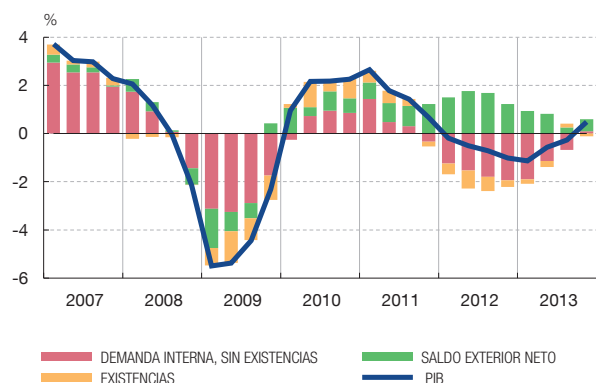
La demanda exterior mantuvo una aportación positiva, pese a la desaceleración de las exportaciones a los mercados emergentes...

Por su parte, la demanda exterior siguió contribuyendo, aunque de forma decreciente, a la expansión de la actividad en 2013. Las importaciones fueron cobrando dinamismo conforme avanzaba el año, en línea con la expansión del gasto interno y, en especial, de la inversión, que presenta un elevado contenido importador. En cambio, las exportaciones registraron una desaceleración que se centró sobre todo en los mercados emergentes, afectados por dudas crecientes sobre las perspectivas económicas de estos países. La apreciación del euro frente a estas economías —y en los meses finales del año frente al dólar— contribuyó también a este comportamiento.

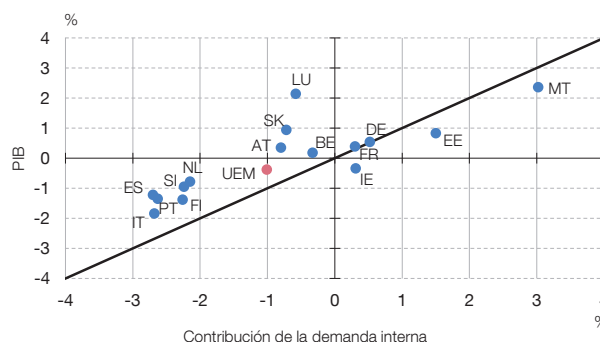
... y prosiguió el proceso de ajuste de los desequilibrios externos y de competitividad de las economías del área más afectadas por la crisis, en las que el crecimiento de las exportaciones fue elevado

Estas pautas, sin embargo, no fueron compartidas por todos los países del área. Así, las ventas al exterior de bienes y servicios de España, Portugal y Grecia mostraron un comportamiento más vigoroso en 2013, que cobró mayor intensidad en los mercados emergentes, donde en los años recientes han registrado un importante incremento de sus cuotas de mercado. La debilidad de la demanda de estos países y el reequilibrio de la competitividad-precio que está teniendo lugar han propiciado una corrección muy rápida e intensa de sus desequilibrios por cuenta corriente (véase gráfico 3.1). A finales de 2013,

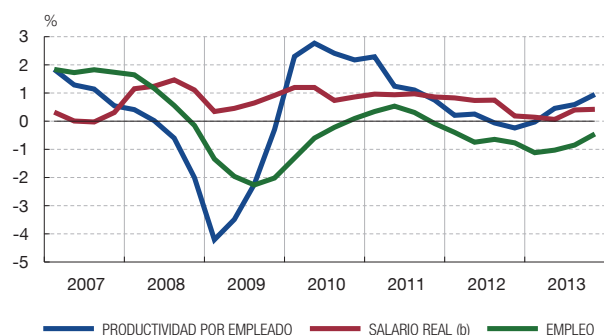
TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE SUS COMPONENTES



CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIÓN DE LA DEMANDA INTERNA EN 2013 (a)



SALARIO REAL Y PRODUCTIVIDAD
Tasas de variación interanual



PRECIOS DE CONSUMO
Tasas de variación interanual



FUENTE: Eurostat.

- a No se representan Grecia y Chipre, porque distorsionan el gráfico. Los valores para Grecia son una caída del PIB próxima al 4 % y una contribución negativa de la demanda interna cercana a 6 pp. Para Chipre son una caída del PIB superior al 5 % y una contribución negativa de la demanda interna en torno a 10 pp.
- b Diferencia entre la variación de la remuneración por asalariado y el deflactor del PIB.

Irlanda presentaba un superávit por cuenta corriente próximo al de Alemania (7 % del PIB) y España se aproximaba al promedio de la zona del euro (2 % del PIB), mientras que Grecia y Portugal registraban saldos positivos por primera vez en muchas décadas. Con todo, el endeudamiento frente al exterior de estas economías es muy elevado, lo que las hace vulnerables frente a eventuales perturbaciones.

En 2013 se detuvo el deterioro del mercado de trabajo y se logró estabilizar la tasa de paro, que permanece en niveles muy elevados

En el mercado de trabajo, la fragilidad de la recuperación económica hizo que las empresas se mostraran cautas a la hora de incrementar plantillas, sobre todo cuando el número de horas trabajadas permanecía aún por debajo de su promedio histórico. En consecuencia, el empleo —que había dejado de caer en el segundo trimestre— se mantuvo estable durante la mayor parte del año. Por su parte, la tasa de paro, tras cinco años consecutivos de aumento, también se estabilizó en registros históricamente muy elevados, cercanos al 12 %. A dicha estabilización contribuyeron el desánimo en la búsqueda de empleo de los trabajadores más jóvenes, afectados por niveles de desempleo próximos al 50 % en algunos países, que compensó el incremento en la tasa de actividad femenina, asociada en estos momentos a la necesidad de incorporar una segunda fuente de ingresos en los hogares más afectados por la crisis, y el impacto de las reformas tendentes a retrasar la edad de jubilación. Así, la tasa de actividad se mantuvo estable en 2013, tras el incremento continuo que había registrado a lo largo de la crisis. Este comportamiento contrasta con el descenso de esta misma tasa observado en Estados Unidos.

Los préstamos bancarios son la principal fuente de financiación del sector privado en la zona del euro y, por tanto, su disponibilidad es clave para sustentar la recuperación económica. La evolución de los préstamos posee un marcado carácter cíclico, que viene determinado por la confluencia de factores de demanda y de oferta que operan en una misma dirección a lo largo del ciclo económico y que, por tanto, resultan difíciles de desligar. Para las empresas no financieras este patrón cíclico ha mostrado históricamente un cierto retraso con respecto al PIB.

Aun teniendo en cuenta estas regularidades, los préstamos han venido mostrando desde mediados de 2012 una debilidad que contrasta con la mayor estabilización de la actividad económica y que sugiere la presencia de factores adicionales que le estarían restando dinamismo (véanse gráficos 1 y 2).

Por el lado de la demanda, un candidato evidente a explicar este comportamiento es el elevado endeudamiento del sector privado en algunos países y la necesidad de disminuirlo. Como ilustran los gráficos 3 y 4, esta situación se manifiesta en flujos netos de préstamos muy negativos en los países que experimentaron un incremento elevado de la deuda privada antes de la crisis —principalmente, Irlanda, Chipre, Portugal y España—. La reconducción de los niveles de endeudamiento está teniendo lugar en un contexto de bajo crecimiento económico y de inflación moderada, lo que hace que el desapalancamiento tenga que transcurrir fundamentalmente a través de flujos netos negativos de financiación. En el caso español, existe evidencia empírica que corrobora el efecto negativo del nivel de endeudamiento sobre la evolución de los préstamos bancarios a las sociedades no financieras (véase, por ejemplo, el recuadro 4.1 en este mismo Informe).

Por el lado de la oferta, la posición de capital y liquidez de los bancos determina de manera crucial la intensidad con la que la situación cíclica se traslada a la evolución del crédito [Jiménez *et al.* (2012)]¹. Aunque la solvencia de la banca no es ajena a la propia situación económica, que ha afectado negativamente a la calidad de los activos en su cartera, los efectos sobre la concesión de préstamos se pueden ver intensificados en esta ocasión por el hecho de que, como resultado de la crisis financiera global, tanto los mercados como los nuevos marcos regulatorios exigen ahora unos estándares prudenciales más rigurosos. También existe evidencia empírica que apoya la relevancia de los factores de oferta en la evolución del crédito durante la última crisis tanto para el conjunto del área [Darracq Paries *et al.*

(2014)]² como para países del núcleo del área, como Alemania [Blaes (2011)]³.

Durante el período más reciente, la información indirecta de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios apunta a que, durante 2013, tanto los factores de demanda como los de oferta han sido relevantes. Dentro de los últimos, la percepción del riesgo de crédito ha sido el determinante principal del sesgo restrictivo de las condiciones de oferta, aunque las entidades aseguran también que los cambios regulatorios han incidido sobre los criterios de concesión de créditos y han provocado un ajuste en sus carteras de préstamo —particularmente, las de mayor riesgo— (véase gráfico 5).

Es interesante constatar también que entre las empresas de mayor tamaño está teniendo lugar una cierta sustitución entre fuentes de financiación externa como resultado de que la orientación expansiva de la política monetaria se habría trasladado más intensamente a los mercados de deuda que al coste de los nuevos préstamos. Desde 2009 las emisiones de renta fija han representado más de un 4 % del PIB en términos acumulados, frente a una caída de casi el 2 % del PIB de los préstamos bancarios. Las emisiones fueron más intensas en los países donde las empresas partían de una estructura de pasivo más orientada hacia los mercados (véase gráfico 6). Por otro lado, en las economías sujetas a mayor tensión durante la crisis, los problemas de fragmentación financiera dentro del área elevaron los costes de financiación de los propios bancos y, por tanto, los de los créditos que estos podían conceder.

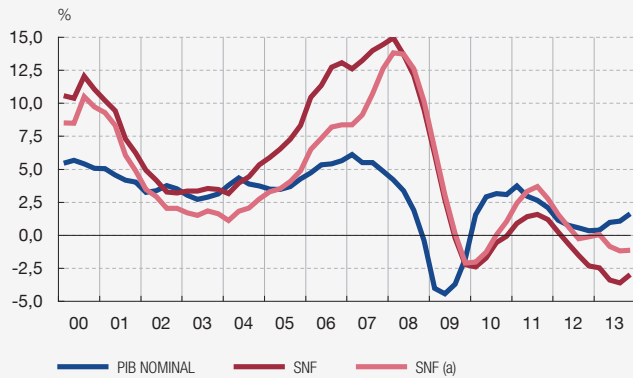
En resumen, la atonía reciente de los préstamos bancarios constituye un motivo de preocupación en la medida en que parece responder, más allá de factores cíclicos, a la presencia de factores limitadores tanto de demanda como de oferta, cuya incidencia varía de forma bastante heterogénea por países. En un contexto en el que la banca está inmersa en un proceso de adaptación a los nuevos estándares regulatorios y de mercado, llevar a buen término esta adaptación puede resultar crucial para que la oferta de crédito no limite la inversión ni la recuperación económica. Desde una óptica distinta, la crisis ha puesto de manifiesto también los riesgos que se derivan de una diversificación limitada de las fuentes de financiación de las empresas. Los riesgos son más acusados en el caso de las pymes, para las que el acceso a los mercados resulta particularmente complejo por las restricciones que se derivan de su tamaño y su capacidad para producir la información relevante para los inversores, y justifican el estudio de iniciativas orientadas específicamente a este sector.

1 G. Jiménez, S. Ongena, J. L. Peydró y J. Saurina (2012), «Credit Supply and Monetary Policy: Identifying the Bank Balance-Sheet Channel with Loan Applications», *American Economic Review*, 102 (5), pp. 2301-2326.

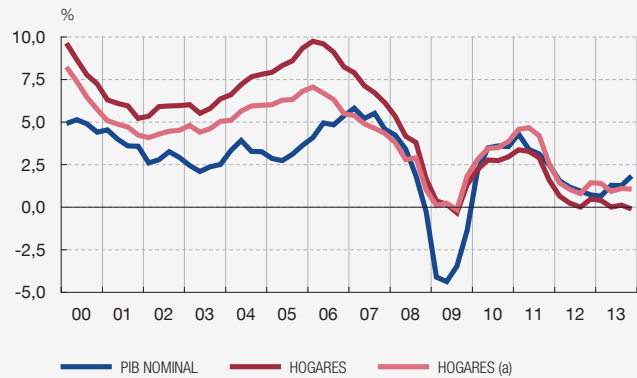
2 M. Darracq Paries, L. Maurin y D. Moccero (2014), *Financial Condition Index and Credit Supply Shocks for the Euro Area*, Documento de Trabajo n.º 1644, marzo, Banco Central Europeo.

3 B. Blaes (2011), *Bank-related loan supply factors during the crisis: an analysis based on the German bank lending survey*, Discussion Paper, n.º 31/2011, Deutsche Bundesbank.

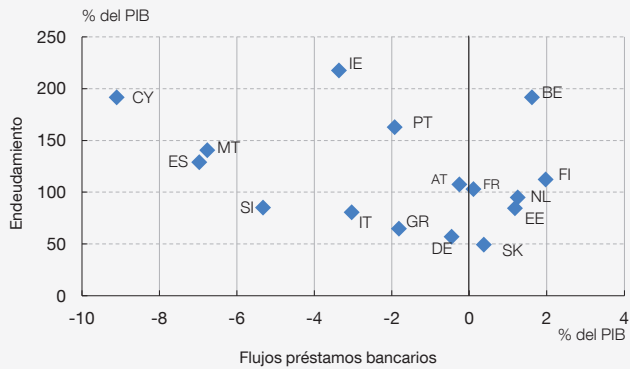
1 PIB Y PRÉSTAMOS BANCARIOS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS EN LA UEM (Crecimiento interanual)



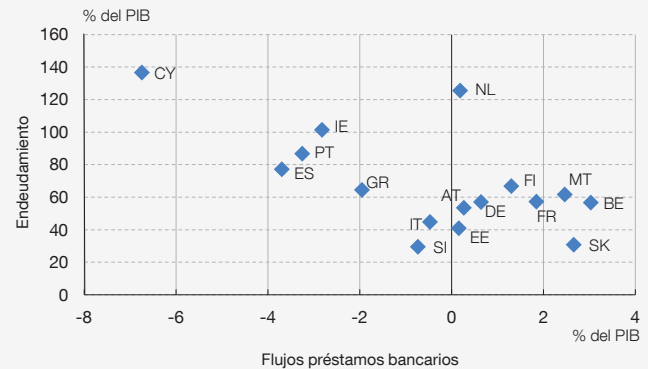
2 PIB Y PRÉSTAMOS BANCARIOS A HOGARES EN LA UEM (Crecimiento interanual)



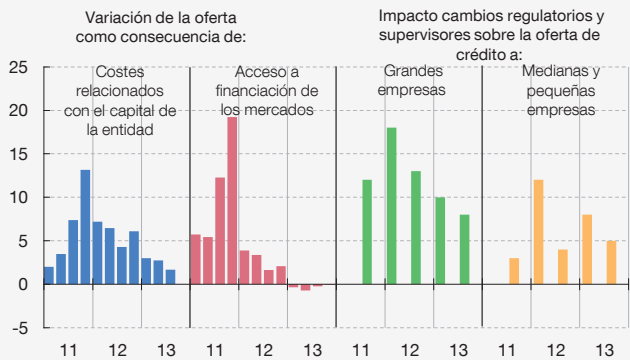
3 ENDEUDAMIENTO DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS 2013



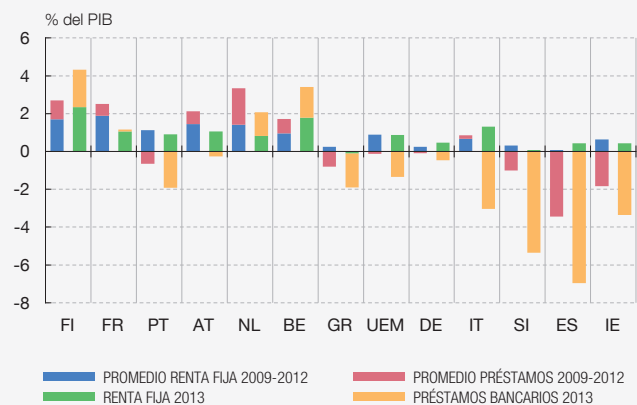
4 ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES 2013



5 ENCUESTA SOBRE PRÉSTAMOS BANCARIOS



6 PRÉSTAMOS BANCARIOS Y EMISIONES DE BONOS DE LAS EMPRESAS (b) (Flujos en porcentaje del PIB)



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

- a Excluidos los países con elevado endeudamiento en proceso de ajuste (España, Portugal, Irlanda y Chipre).
- b Ordenados según el peso de la renta fija en el total de deuda. La importancia de la financiación vía valores de las sociedades no financieras está infravalorada en países como Alemania o España, donde, en ocasiones, esta es captada por filiales en el extranjero o filiales financieras y distribuida posteriormente a través de préstamos interempresariales.

La consolidación fiscal prosiguió, aunque a un ritmo inferior al de años anteriores

En el ámbito de la política fiscal, la decisión del Consejo Europeo de junio de ampliar los plazos para la corrección de los déficits excesivos (superiores al 3 % del PIB) permitió que los Gobiernos adoptaran un mayor gradualismo en su estrategia de consolidación fiscal. Con todo, en 2013 la política fiscal ejerció un efecto contractivo sobre la actividad económica del área (véase gráfico 3.3), con una reducción del déficit estructural en torno a 1 pp del PIB, algo inferior a la observada un año antes. No obstante, la debilidad de la situación económica hizo que el déficit total de las AAPP disminuyera en menor medida, aproximándose para el conjunto del área al 3 % del PIB. Como en años anteriores, el ajuste provino principalmente del aumento de los ingresos impositivos, mientras que el gasto público permaneció estabilizado. Pese a las recomendaciones del Consejo de la Unión de que los programas de consolidación fiscal deberían diseñarse de la forma más favorable al crecimiento, en diversos países los recortes del gasto necesarios para reducir el déficit afectaron principalmente —además de a los salarios y al empleo públicos— a la inversión pública y a los gastos en educación e innovación. En un entorno de moderado crecimiento nominal, la deuda pública siguió creciendo, hasta situarse en el 95 % del PIB en 2013 (véase gráfico 3.7). Por países, el ajuste de las finanzas públicas fue más intenso en los países que se han revelado más vulnerables a las tensiones financieras. Destaca, en particular, el gran esfuerzo realizado por Grecia durante los últimos años, que le ha permitido alcanzar una situación de superávit primario a finales de 2013, lo que abre la puerta para que a lo largo de 2014 el Eurogrupo valore establecer medidas para reducir el peso de la deuda helena, en los términos acordados en el segundo programa de asistencia.

La inflación se redujo notablemente, hasta alcanzar valores muy moderados, alejados del objetivo de medio plazo de la política monetaria...

La inflación de la zona del euro se redujo notablemente a lo largo de 2013 y principios de 2014, situándose en el 0,7 % en abril, muy alejada del objetivo de medio plazo de la política monetaria. A este descenso contribuyó la caída de los precios de la energía, pero también los precios de los bienes no energéticos y de los servicios registraron un retroceso de su ritmo de avance, especialmente destacable en el caso de los servicios, que habían mostrado cierta resistencia a la baja en los primeros años de crisis. La moderación de la inflación se extendió a todos los países del área, si bien fue más acusada en aquellos —como Grecia, Chipre, Portugal, Irlanda y España— en los que la demanda interna está más deprimida, donde se han registrado tasas de inflación interanuales muy próximas a cero o negativas en algunos casos.

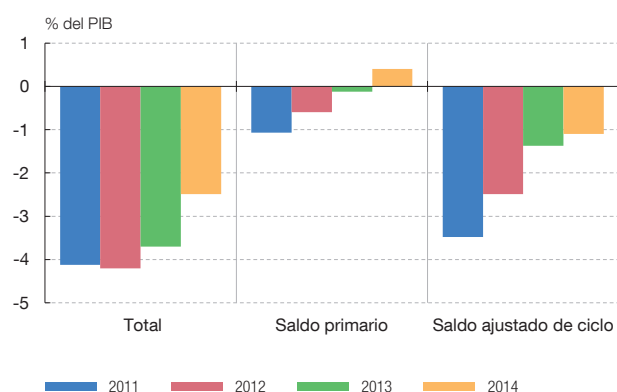
... condicionada por la situación económica general...

Los bajos niveles de inflación alcanzados responden, en primer lugar, al estado relativamente deprimido de la demanda interna que prevalece en el conjunto de la UEM —aunque, especialmente, en las economías que están ajustando desequilibrios acumulados en el pasado— y que se manifiesta en la persistencia de brechas de producción (*output-gaps*) elevadas, altas tasa de paro y ausencia de presiones salariales. La caída de la inflación se hizo más visible cuando se desvanecieron los efectos temporales asociados a subidas de impuestos indirectos en algunos países y reflejó también el retroceso de los precios de importación. El comportamiento de estos últimos recoge la evolución favorable de los precios de las materias primas —en un contexto de debilidad de la demanda, sobre todo de economías emergentes, y de fortaleza de la oferta—, así como la apreciación del tipo de cambio. En términos efectivos, el euro se revalorizó más de un 10 % entre julio de 2012 y mediados de mayo de 2014.

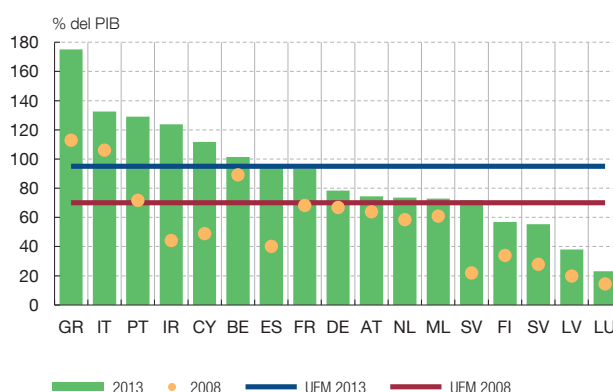
... si bien los riesgos de deflación son relativamente reducidos

Como se discute en el recuadro 1.1, los indicadores habituales para aproximar los riesgos de deflación asignan una probabilidad relativamente reducida a esta —inferior a la registrada en el año 2009, en los momentos más críticos de la crisis financiera internacional—. Con todo, como se señala en el siguiente epígrafe, el escenario que se anticipa de recuperación solo moderada de la actividad y muy lenta convergencia de la tasa

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



DEUDA PÚBLICA



FUENTE: Comisión Europea.

a Previsiones de primavera de 2014 de la Comisión Europea.

de inflación hacia valores cercanos al 2 % plantea importantes retos para el conjunto de las políticas económicas.

3.2 LAS PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO E INFLACIÓN A MEDIO PLAZO Y LOS RETOS DE LAS POLÍTICAS NACIONALES EN EL NUEVO MARCO DE GOBERNANZA EUROPEO

Las previsiones disponibles sugieren que el área del euro irá afianzando progresivamente la recuperación, que será modesta...

La mayoría de análisis de organismos internacionales e instituciones privadas coincide en señalar que el área del euro irá afianzando su recuperación en los próximos trimestres, apoyada en un entorno exterior relativamente favorable, aunque no exento de riesgos, y una expansión del comercio mundial más dinámica que la observada en el pasado reciente (véase gráfico 3.1). Las predicciones disponibles concuerdan asimismo al apuntar que la demanda interna —limitada por los elevados niveles de endeudamiento públicos y privados alcanzados tras la crisis— se irá fortaleciendo, aunque solo de manera gradual. En consonancia, se proyectan, en general, tasas de crecimiento del PIB muy moderadas para el período 2014-2016, delineándose un escenario en el que el proceso de reabsorción de los excesos de capacidad instalada y de los elevados niveles de desempleo será probablemente muy lento. Además, salvo que surjan tensiones inflacionistas provenientes del entorno exterior, es previsible que sea lento también el proceso mediante el cual la inflación del conjunto del área retome valores cercanos al 2 % que resulten más coherentes con el objetivo de estabilidad de precios a medio plazo del BCE.

... y dependiente en el apoyo de las políticas macroeconómicas y de reformas estructurales en el ámbito del área y de los países

En este contexto, la recuperación económica del área seguirá dependiendo del apoyo continuado de la política monetaria —que, de acuerdo con las orientaciones del BCE, es previsible que se mantenga durante un período prolongado de tiempo— y de un tono algo menos restrictivo de las políticas fiscales, que, no obstante, no deberán perder de vista el objetivo de garantizar la sostenibilidad a largo plazo de las finanzas públicas. Otros elementos que deberán coadyuvar de forma decidida al ritmo de la recuperación a medio plazo incluyen, en el ámbito del área del euro, la conclusión de las reformas encaminadas a restaurar definitivamente una situación de estabilidad financiera e integración de los mercados que ayude a normalizar las condiciones crediticias y a recomponer la confianza de los agentes; y, a escala nacional, la continuación de los procesos de ajuste de desequilibrios en los que están inmersas algunas de las economías del área, apoyada en el impulso de nuevas reformas estructurales.

Los países con mayores desequilibrios deben

En un contexto de baja inflación global, el mantenimiento del reajuste de la competitividad que están registrando estas economías hace necesario que la estrategia de moderación

profundizar en su estrategia de reforma estructural, incremento de la productividad y moderación salarial

salarial se vea complementada por el logro de mejoras genuinas de productividad desvinculadas de los procesos de destrucción de empleo. Las reformas emprendidas en España, Portugal, Grecia, Italia o Irlanda en los años recientes han supuesto una revisión notable de sus sistemas de negociación colectiva y de los esquemas de protección de empleo, donde existían diferencias sustanciales con respecto a otras economías que han mostrado un comportamiento del empleo más favorable, aunque aún resulta difícil evaluar sus efectos al entremezclarse con las propias consecuencias de la crisis. En cambio, los esfuerzos para aumentar la competencia en algunas actividades de servicios e industrias de red —en particular, en el mercado de la energía y las actividades profesionales— han sido en general más escasos. También sería conveniente un mayor esfuerzo en el área de las políticas activas de empleo y de formación para facilitar la reasignación de recursos cuando la recuperación de la demanda cobre fuerza y evitar que los elevados y persistentes niveles de desempleo alcanzados tengan efectos permanentes sobre los incentivos a participar en el mercado de trabajo.

Las dificultades para la reabsorción de los desequilibrios que se derivan del contexto de baja inflación resaltan la importancia del impulso en las economías con mayor capacidad de actuación

La fragilidad de la recuperación y las complejidades para la reabsorción de los desequilibrios que se derivan de un contexto de baja inflación hacen deseable que las economías con mayor margen de actuación contribuyan también a sostener la recuperación de la demanda; en particular, eliminando los obstáculos regulatorios que impidan un mayor crecimiento de la inversión, especialmente en las actividades de servicios, según aconseja la Comisión Europea a algunos países en las recomendaciones realizadas en el marco del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos.

La política fiscal también puede contribuir a la recuperación haciendo que la consolidación fiscal sea más favorable al crecimiento

Aun cuando reconducir los elevados niveles de deuda pública alcanzados requiere mantener superávits primarios durante un período prolongado de tiempo, la política fiscal también puede contribuir a la recuperación haciendo que el peso del ajuste recaiga en mayor medida en partidas con menor impacto sobre el crecimiento. Así, por ejemplo, se puede actuar mediante una revisión exhaustiva del gasto orientada a eliminar ineficiencias, como la emprendida por Irlanda o Italia. En aquellos países que tienen margen de maniobra, también se podría reducir la imposición sobre el trabajo, compensándolo con un aumento de las bases imponibles del IVA, como ha hecho recientemente Francia.

También resulta esencial eliminar la fragmentación financiera culminando el proceso hacia la unión bancaria

Por último, resulta esencial reparar el actual estado de fragmentación de los mercados financieros culminando el camino hacia una plena unión bancaria. El estallido de la crisis de Chipre a principios de 2013 y los controles de capitales que se establecieron, y que todavía subsisten, constituyen el recordatorio más reciente de que en una unión monetaria, donde los capitales fluyen libremente, la autonomía nacional de las políticas de supervisión y resolución bancarias es una fuente potencial de inestabilidad financiera y de posibles espirales negativas entre el riesgo soberano y el bancario.

3.3 LAS POLÍTICAS EUROPEAS Y LA ACTUACIÓN DEL BCE

3.3.1 La unión bancaria

La unión bancaria es un hito en el proyecto de construcción de una unión económica y monetaria genuina

El proyecto de unión bancaria —en particular, el establecimiento de su base legal— ha planteado retos de primera magnitud para la política europea desde mediados de 2012. Su construcción se asienta en el nuevo marco de regulación financiera desarrollado para el conjunto de la Unión Europea en respuesta a las lecciones de la crisis financiera internacional y con el objetivo de lograr un sistema financiero más robusto y de proteger la integridad del mercado único. Durante 2013 y los meses transcurridos de 2014 se culminaron gran parte de los elementos esenciales de este nuevo código normativo único, como son las nuevas reglas prudenciales recogidas en el denominado «paquete DRC/RRC IV» (en vigor desde principios de año), la Directiva de los Fondos de Garantía de Depósitos y la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria (DRRB).

La unión bancaria descansa en dos pilares: el Mecanismo Único de Supervisión y el Mecanismo Único de Resolución

El MUS será el supervisor único de las entidades bancarias de los países participantes a partir de noviembre...

... encontrándose inmerso en un trabajo preparatorio intenso, que incluye un ejercicio previo de valoración global de las entidades

El MUR estará conformado por una autoridad de resolución única —la Junta de Resolución— y un fondo único de resolución

La unión bancaria implica la aplicación centralizada de este nuevo marco regulatorio para los países participantes —todos los de la zona del euro y, de manera voluntaria, el resto de países de la UE—, al que se añaden dos elementos esenciales inseparables: por un lado, la constitución de autoridades supranacionales que asuman las tareas de supervisión y de resolución de las entidades bancarias; por otro, el establecimiento de redes de seguridad comunes que actúen como respaldo financiero de última instancia, contribuyendo a evitar los procesos de realimentación entre el riesgo soberano y el bancario a escala nacional que tan negativamente afectaron a la unión monetaria en los momentos más críticos de la crisis del euro en 2012. Concretamente, la unión bancaria europea ha sido concebida con dos pilares: el Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y el Mecanismo Único de Resolución (MUR). En el ámbito de los fondos de garantía de depósitos no se contempla por el momento ir más allá de la armonización que se ha logrado con la nueva directiva.

A pesar de la enorme complejidad técnica y política del proyecto, la UE ha conseguido completar la base legislativa de la unión bancaria en los plazos previstos, lo que permitirá que elementos fundamentales empiecen a estar plenamente operativos en 2014. Este será el caso del MUS, que comenzará a funcionar en noviembre, cuando el BCE se responsabilizará de la supervisión, con la involucración de las autoridades nacionales competentes, de todas las entidades de crédito de los países participantes. El BCE asumirá la supervisión directa de unas 130 entidades identificadas como significativas —representativas del 85 % de los activos del sector—, mientras que las autoridades nacionales competentes serán las encargadas del resto del sistema bancario actuando de acuerdo con los criterios del MUS. Con el objetivo de evitar interferir en sus responsabilidades de política monetaria, las atribuciones supervisoras del BCE serán canalizadas a través del nuevo Consejo Supervisor.

Tras la aprobación de la base legislativa del MUS en el otoño de 2013, comenzaron los trabajos preparatorios, que se encuentran en una fase muy avanzada. Estas tareas incluyen un ejercicio singular de evaluación global de las entidades significativas, actualmente en curso, que concluirá en octubre de 2014 con la publicación de sus resultados. Se trata de un examen de las entidades en dos vertientes principales: el análisis de la calidad de los activos y la evaluación de la capacidad de resistencia a escenarios de tensión —análisis este último que se realiza en colaboración con la Autoridad Bancaria Europea—. Con ello se persigue reforzar la confianza en las entidades que pasarán a estar bajo supervisión directa del BCE, aumentando la transparencia sobre su situación y favoreciendo la recapitalización de aquellas que, siendo viables, requieran un refuerzo de sus niveles de solvencia.

El diseño del MUR, segunda pieza de la unión bancaria europea, ha exigido un proceso de negociación largo y complejo, que culminó en abril de 2014 con la aprobación definitiva en el Parlamento Europeo, lo que permitirá su entrada en funcionamiento en enero de 2015. Este marco de resolución de entidades con problemas tendrá un ámbito de aplicación similar al del MUS y estará compuesto por dos elementos esenciales: por un lado, una autoridad única —la Junta de Resolución—, que será la responsable de aplicar de manera uniforme las normas comunes recogidas en la DRRB; por otro, un fondo único de resolución, que se regirá por un acuerdo intergubernamental y servirá de respaldo financiero para facilitar procesos de resolución ordenada. Este fondo comenzará a nutrirse a partir de 2016, y durante un período de ocho años, con las aportaciones de las entidades bancarias, que ascenderán en conjunto a 55 mm de euros. Durante este tiempo, el fondo estará dividido en compartimentos nacionales, que se irán fusionando progresivamente, de manera que el capital será completamente común en 2022. Aunque la constitución de

este fondo y la aplicación de medidas de recapitalización interna para distribuir las pérdidas entre los accionistas y acreedores del banco en resolución harán menos probable la necesidad de recursos públicos, la credibilidad de este marco de resolución se reforzará con un respaldo financiero de recursos públicos común, que, sin embargo, se encuentra todavía pendiente de definir. En cualquier caso, se prevé que cualquier tipo de financiación pública sea restituida *a posteriori* con aportaciones de las entidades, asegurando la neutralidad fiscal a medio plazo del mecanismo.

A pesar de estos avances, quedan pendientes pasos importantes que permitan finalizar con éxito el establecimiento de la unión bancaria

A pesar de estos avances, quedan pendientes retos importantes para que la unión bancaria sea una realidad y contribuya a restaurar el mecanismo de transmisión de la política monetaria y a garantizar el correcto funcionamiento del sistema bancario, esenciales en una economía eminentemente bancarizada como la de la zona del euro. En primer lugar, además de los cambios organizativos y técnicos que requiere la implantación del MUS, la buena ejecución del ejercicio de evaluación global del BCE es esencial para dotar de la credibilidad necesaria al nuevo supervisor y reforzar la confianza en el sistema bancario del área. Por otra parte, queda por definir, como se ha señalado, un mecanismo fiscal común de respaldo financiero de última instancia que sea congruente con el sistema común de supervisión y resolución de entidades bancarias. Este mecanismo ha de ser creíble y ofrecer garantías de que es suficiente para abordar de forma eficiente futuras dificultades en caso de que, una vez agotados los mecanismos ordinarios previstos en la normativa, las necesidades financieras pudieran exceder puntualmente la capacidad del fondo único de resolución.

3.3.2 La política monetaria

Las perspectivas de inflación débiles y de recuperación económica moderada condicionaron la actuación de la política monetaria

El escenario descrito de perspectivas de inflación débiles y de recuperación económica moderada condicionó la actuación de la política monetaria del BCE en la segunda mitad de 2013 y los meses transcurridos de 2014. En ese período, la acción del BCE continuó viéndose dificultada, además, por el funcionamiento deficiente del mecanismo de transmisión, que —a pesar de la mejoría significativa experimentada desde los momentos más críticos de la crisis a mediados de 2012— siguió impidiendo que los impulsos expansivos provenientes de la política monetaria se trasladasen de forma suficientemente homogénea al conjunto de sectores y de países del área. La persistencia de la fragmentación financiera y de las necesidades de desapalancamiento, tanto del sector privado no financiero en algunos países como de los propios bancos, en general, se ha traducido en una dinámica contractiva del crédito.

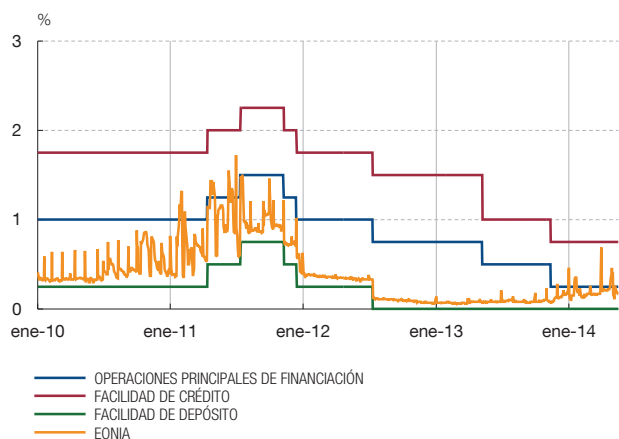
El BCE redujo los tipos de interés hasta niveles muy próximos a su cota inferior efectiva...

Para contrarrestar este conjunto de circunstancias adversas, que afectaban negativamente a las perspectivas de cumplimiento del objetivo de medio plazo de la política monetaria, el Consejo de Gobierno del BCE decidió reajustar el tono de la política monetaria mediante un conjunto de actuaciones complementarias, que discurrieron en tres vertientes. Por un lado, en el ámbito de las medidas convencionales de política monetaria, el BCE redujo los tipos de interés en dos ocasiones, hasta situarlos en noviembre en niveles mínimos del 0,25 % para las operaciones principales de refinanciación (véase gráfico 3.8). Este descenso se acompañó de un estrechamiento del corredor que forman las facilidades de crédito y de depósito, que se volvió asimétrico en torno al tipo de las subastas semanales. El tipo de la facilidad de crédito se redujo hasta el 0,75 %, mientras que el de la facilidad de depósito permanece en el 0 % desde julio de 2012.

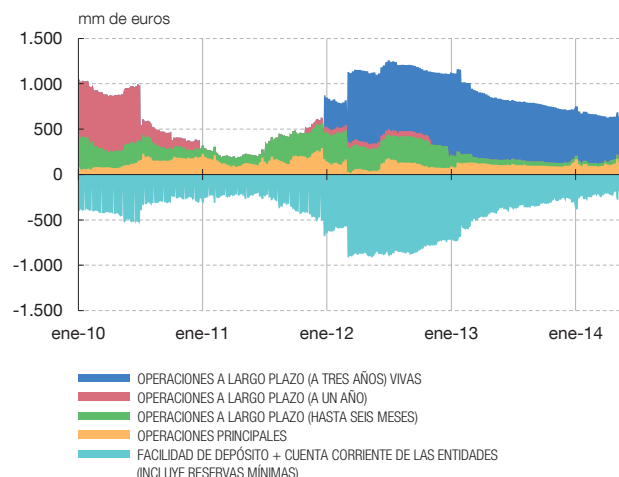
... introdujo novedades importantes en su política de comunicación...

Por otro lado, el Consejo de Gobierno del BCE decidió introducir novedades en el ámbito de su política de comunicación en julio de 2013, en un momento en el que la incertidumbre sobre la política de retirada de estímulos de la Fed generaba volatilidad y presiones al alza sobre los tipos de interés de los mercados monetarios. De este modo, se comenzó a practicar una política de *forward guidance*, haciendo explícita la expectativa del Consejo

TIPOS DE INTERÉS OFICIALES Y EONIA



OFERTA DE LIQUIDEZ DEL EUROSISTEMA



FUENTE: Banco Central Europeo.

de que los tipos de interés oficiales se mantendrían en los niveles reducidos vigentes en aquel momento o inferiores durante un período prolongado. Dicha expectativa —que se ha reiterado en todas las reuniones sucesivas, incluyendo la última celebrada en mayo— se basa en un escenario de perspectivas de inflación a medio plazo contenidas, de debilidad generalizada de la economía y de atonía de la evolución monetaria. Como se explica con más detalle en el recuadro 3.1, a diferencia de lo que ha sucedido en Estados Unidos o Reino Unido, la formulación del BCE condiciona la evolución futura de los tipos de interés oficiales a las perspectivas inflacionistas del área y no proporciona una referencia temporal concreta ni se asocia a la evolución de alguna variable macroeconómica. En el ámbito de la comunicación también, el Consejo de Gobierno anunció que está considerando la publicación de reseñas de sus discusiones de política monetaria y decidió ampliar a tres años el horizonte temporal de los ejercicios de proyecciones macroeconómicas trimestrales, con la publicación en marzo de 2014 de las sendas para la inflación y el crecimiento durante el período 2014-2016.

... y prolongó la política de provisión generosa de liquidez

El tercer ámbito de acción del BCE continuó recayendo sobre la política de provisión de liquidez, terreno en el que fue clave también la comunicación más transparente sobre los planes futuros del Consejo. Así, en noviembre de 2013 anunció que la vigencia de las subastas a tipo fijo y adjudicación plena se prolongaría al menos hasta mediados de 2015. Se intentaba de este modo afectar al tramo largo de la curva de tipos de interés monetarios, limitando también los efectos sobre ella del vencimiento de las operaciones de liquidez a tres años —conocidas como «VLTRO»— que el BCE llevó a cabo a finales de 2011 y principios de 2012.

Las medidas del BCE y la atenuación sostenida de las tensiones financieras se tradujeron en una cierta mejora de las condiciones de financiación...

La acción conjunta de estas medidas del BCE permitió alinear mejor las expectativas del mercado sobre la evolución futura de la política monetaria y las perspectivas del propio Consejo de Gobierno sobre el cumplimiento del objetivo de medio plazo. Ello se tradujo en una cierta relajación de las condiciones financieras, que se vio reforzada por la caída sostenida de las primas de riesgo desde el verano de 2012, en particular tras la aprobación del Programa de las Operaciones Monetarias de Compraventa del BCE (OMT, por sus siglas en inglés).

... pero la perspectiva de un período prolongado de inflación alejada del 2 % plantea importantes retos de futuro

La experiencia internacional muestra, no obstante, que existe un margen amplio para la actuación no convencional de la política monetaria cuando los tipos de interés se encuentran próximos a su cota inferior efectiva

Con todo, la política monetaria se enfrenta a un escenario complejo, marcado por unas perspectivas en las que la tasa de inflación para el conjunto del área del euro retorna a valores próximos al 2 %, más coherente con el objetivo de medio plazo, solo de manera muy gradual. La perspectiva de un período prolongado de inflación demasiado baja frena la demanda agregada, que ya de por sí muestra escaso dinamismo, al incrementar el coste real de la financiación y la carga que la deuda representa en términos reales, dificultando los procesos de desapalancamiento en los que se hallan inmersas familias, empresas y sector público en muchos países del área. En un contexto en el que el margen de actuación de las políticas de demanda es muy reducido, dicha perspectiva incrementa la vulnerabilidad de la economía a posibles perturbaciones deflacionarias y pone en riesgo el anclaje de las perspectivas al objetivo de la política monetaria. Un escenario de inflación demasiado moderado, además, prolonga en el tiempo el proceso de reabsorción de los desequilibrios de competitividad que tiene que producirse entre los países del área del euro, complicándolo, ya que —en presencia de rigideces nominales— dificulta el ajuste de los salarios reales.

El Consejo de Gobierno del BCE deberá calibrar en qué medida los riesgos que se derivan de este contexto podrían requerir en el futuro actuaciones adicionales, incluyendo acciones de carácter preventivo. Ciertamente, el margen de maniobra es escaso en el ámbito convencional de la política monetaria, si bien queda algún espacio para reducir algo los tipos de interés oficiales, sin descartar la posibilidad de establecer tipos de interés ligeramente negativos en el caso de la facilidad de depósito. Sin embargo, la experiencia internacional más reciente demuestra que existe un margen mucho más amplio para la posible actuación no convencional en caso de necesidad. Dependiendo del tipo de perturbaciones a las que se enfrente la economía del área, las medidas en este ámbito podrían abarcar desde un reforzamiento de la política de comunicación o nuevas medidas de liquidez, que podría ser necesario desplegar en el caso de un tensionamiento no deseado de los mercados monetarios, hasta la implementación de un programa de adquisición de activos financieros públicos y privados (*Quantitative Easing*, en terminología anglosajona), que podría ser más efectivo en el caso de perturbaciones de carácter deflacionario. Para economías muy dependientes de la financiación bancaria, como es el área del euro, podrían llegar a ser eficaces también actuaciones específicas destinadas a contrarrestar el funcionamiento deficiente del canal del crédito (*Credit Easing*, en terminología anglosajona), incluidas medidas en las que el banco central otorga financiación a medio plazo y a precios reducidos a las entidades financieras con el objetivo de que estas incrementen su cartera de préstamos a los sectores productivos de la economía.

