
IV. POSTCRISIS FINANCIERA MUNDIAL

Heterogeneidad en las condiciones financieras de la zona del euro y sus implicaciones para la política monetaria (BCE)

El 9 de agosto de 2012, el Banco Central Europeo (BCE) publicó en Francfort, Alemania, su *Boletín Mensual* sobre la Evolución Económica y Monetaria de la zona del euro. A continuación se presenta el artículo *Heterogeneidad en las condiciones financieras de la zona del euro y sus implicaciones para la política monetaria*.

La crisis actual se ha asociado a la existencia de una heterogeneidad considerable en las condiciones financieras, tras un período de costos de financiamiento reducidos y más homogéneos. Los mercados monetarios se han deteriorado, especialmente a escala transfronteriza, y los rendimientos de la deuda soberana han registrado divergencias significativas. En general, cada vez es más evidente que los factores nacionales han adquirido mayor importancia a la hora de determinar las condiciones financieras.

El sistema financiero es el principal canal a través del cual la política monetaria influye en la economía y, en última instancia, en los precios. Unos mercados financieros estables, eficientes e integrados constituyen la base para una transmisión fluida de la política monetaria en los distintos países. Por lo tanto, el grado de heterogeneidad que se observa actualmente en las condiciones financieras plantea un reto importante para la política monetaria única.

Las causas subyacentes de la mayor heterogeneidad radican en la acumulación de desequilibrios presupuestarios, macroeconómicos y financieros en varios países de la zona del euro antes de la crisis, impulsados, en particular, por la reducción de las tasas de interés en el período en torno al inicio de la Unión Económica Monetaria (UEM) y

por unas respuestas políticas inadecuadas tanto a escala nacional como europea. Cuando estalló la crisis se hizo evidente que estos desequilibrios eran insostenibles. La reevaluación de los riesgos hizo que los desequilibrios reales se trasladaran al ámbito financiero. La integración financiera se interrumpió cuando se produjo una reversión de los flujos financieros en los distintos países de la zona del euro. La existencia de vínculos desestabilizadores y que se retroalimentaban entre el deterioro de las finanzas públicas, la grave recesión económica y la fragilidad de los balances de las entidades de crédito provocaron una espiral de reacciones adversas entre la evolución fiscal, real y financiera en algunos países. La falta de un mecanismo de respaldo creíble dificultó la ruptura de esta espiral negativa en una unión monetaria caracterizada por unas políticas económicas descentralizadas.

Para preservar la estabilidad de precios en la zona del euro, el BCE ha introducido diversas medidas destinadas a asegurar una transmisión más homogénea de sus decisiones sobre las tasas de interés oficiales a la economía. Sin embargo, estas medidas no pueden dar una solución estructural a las causas subyacentes de la heterogeneidad observada en las condiciones financieras, sino que más bien, exigen que los Gobiernos actúen a escala nacional y de la zona del euro y europea en las áreas en las que es preciso adoptar las políticas y los mecanismos adecuados. Estas actuaciones son imprescindibles, en particular en lo que respecta a las finanzas públicas, las reformas económicas estructurales y la estabilidad financiera, e incluyen la necesidad de avanzar hacia una “unión financiera”, con transferencia de más competencias a las instituciones europeas en relación con la gestión y resolución de crisis del sector financiero de la zona. Estas políticas crearían también mejores condiciones para favorecer una transmisión fluida de la política monetaria en los distintos países.

Introducción

La crisis actual se ha asociado a la existencia de una heterogeneidad considerable en las condiciones financieras. Esto plantea un reto especial para la ejecución y la transmisión de la política monetaria en una unión como la UEM y, en términos más generales, suscita dudas acerca de la idoneidad de la arquitectura fiscal, estructural y financiera de la zona del euro.

El sistema financiero es el principal canal a través del cual la política monetaria influye en la economía y, en última instancia, en los precios. Unos mercados financieros estables, eficientes e integrados constituyen la base para una transmisión fluida de la política monetaria en los distintos países. Por tanto, el grado de heterogeneidad que se observa actualmente en las condiciones financieras plantea un importante reto para la política monetaria única.

Aunque cierto grado de diferenciación nacional en la evolución financiera es un rasgo normal de una unión monetaria, la heterogeneidad observada en las condiciones financieras de la zona del euro ha aumentado sustancialmente a medida que algunos países se han visto considerablemente más afectados por la crisis financiera que otros. Los mercados monetarios se han deteriorado, especialmente a escala transfronteriza, y los rendimientos de la deuda soberana han registrado divergencias significativas.

El BCE ha introducido una serie de medidas destinadas a asegurar una transmisión más homogénea de las decisiones sobre las tasas de interés oficiales a la economía. Sin embargo, no puede proporcionar una solución estructural a las causas subyacentes de la heterogeneidad observada en las condiciones financieras. Para ello, los Gobiernos nacionales deben adoptar las políticas y los mecanismos adecuados a escala nacional y de la zona del euro y europea. Estas políticas también crearían mejores condiciones para respaldar una transmisión fluida de la política monetaria en los distintos países.

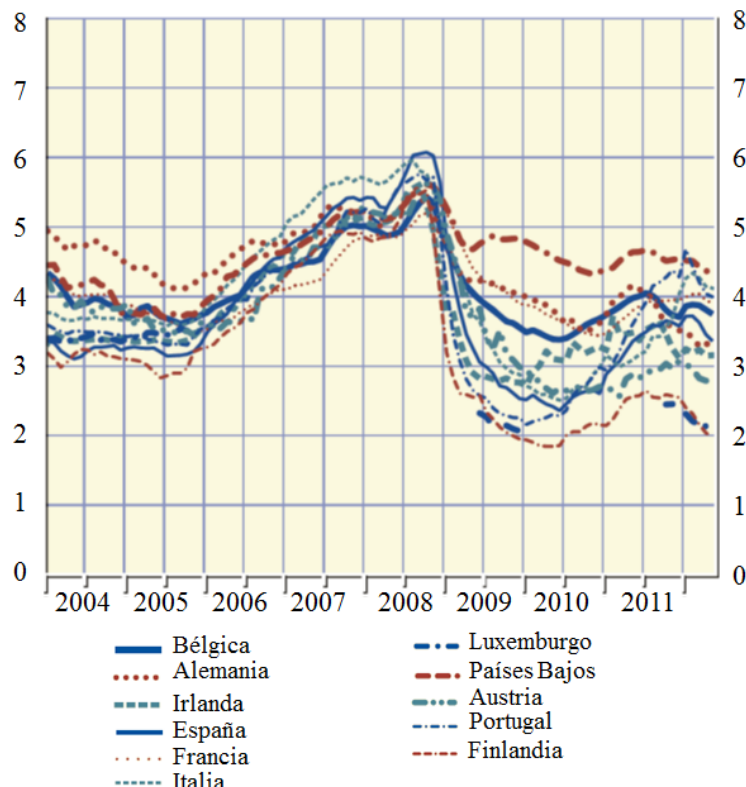
En este contexto, en este artículo se consideran las causas de la heterogeneidad observada en las condiciones financieras en los últimos años y se analiza su relación con los desequilibrios macroeconómicos y los errores políticos anteriores a la crisis. Se explica la respuesta de política monetaria del BCE y se examina el papel desempeñado por otras políticas, principalmente las políticas fiscales, estructurales y prudenciales, en la superación de los desequilibrios y las divergencias estructurales. En la sección dos se describe la evolución en el tiempo de las condiciones financieras y relaciona la reaparición de unas condiciones financieras heterogéneas con la repentina reevaluación de los riesgos después de años de acumulación de desequilibrios en las finanzas públicas, en la macroeconomía y en la banca. En la sección tres se analiza el impacto de esta renovada heterogeneidad, así como las principales medidas adoptadas por el BCE para promover una transmisión más homogénea de la política monetaria en la zona del euro. La sección cuatro se centra en la necesidad de abordar las deficiencias institucionales de la UEM que contribuyeron a la aparición de la citada heterogeneidad para atajar la crisis, y en la sección cinco se presentan algunas conclusiones.

Heterogeneidad en las condiciones financieras de la zona del euro en el tiempo

En las dos décadas anteriores a la crisis, las tasas de interés nominales y los costos de financiamiento se redujeron sustancialmente en todos los países de la zona del euro. La culminación del mercado único de servicios financieros y la mayor integración financiera estuvieron asociadas a una notable convergencia de las condiciones financieras en los países de la zona. Además de las iniciativas políticas adoptadas para impulsar la integración financiera, como el Plan de acción para los servicios financieros (FSAP, en sus siglas en inglés), otros factores contribuyeron a la disminución de las tasas de interés nominales: en particular, un entorno económico y financiero más estable y favorable, y una política monetaria orientada a la estabilidad, crearon las condiciones para que las tasas de interés descendieran.

El segmento de los mercados financieros más próximo a la política monetaria única, el mercado monetario de la zona del euro, estaba muy integrado desde el inicio de la UEM. La desviación típica entre países de la zona del euro de las tasas de interés de los préstamos interbancarios a un día sin garantías disminuyó hasta situarse próxima a cero tras la introducción del euro. También se observó un grado considerable de convergencia en los mercados de deuda pública y de renta fija privada. En las siguientes tres gráficas se aprecia el bajo nivel de dispersión de las tasas de interés aplicados por las entidades de crédito a las hipotecas residenciales de los hogares y a los nuevos préstamos a las sociedades no financieras, así como de los rendimientos de la deuda soberana. El resultado general fue una heterogeneidad limitada en las condiciones financieras de los países de la zona.

TASAS DE INTERÉS DE LOS NUEVOS PRÉSTAMOS A HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA
-Porcentaje-

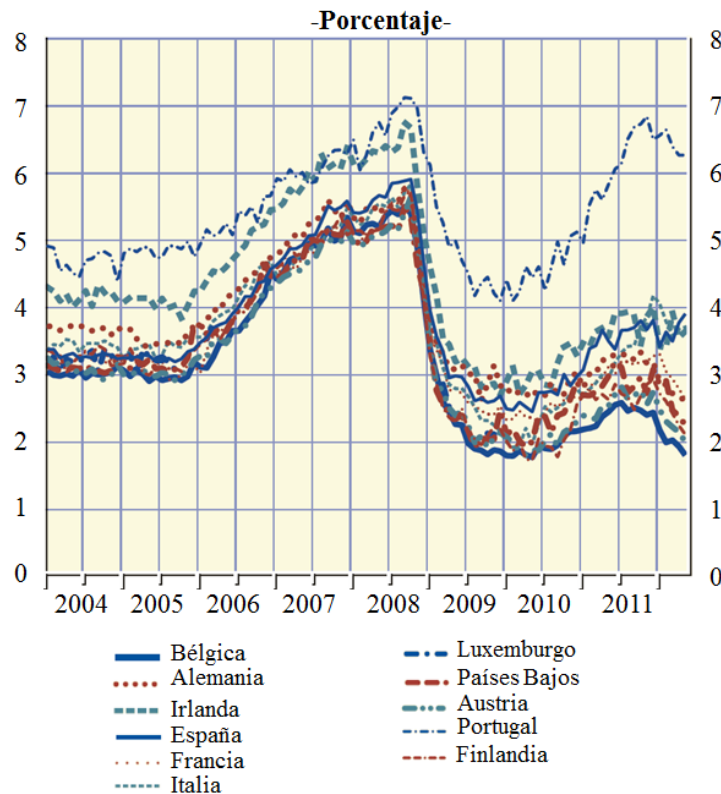


Nota: No se dispone de datos de todos los países de la zona del euro para la totalidad del período.

FUENTE: BCE.

La crisis financiera que estalló en septiembre de 2008 con la quiebra de Lehman Brothers, tras un período de turbulencias financieras que empezó en agosto de 2007, supuso una interrupción en la tendencia hacia unas condiciones financieras más homogéneas. Los mercados monetarios con garantías y sin garantías experimentaron crecientes dificultades, especialmente a escala transfronteriza. Los rendimientos de la deuda soberana también empezaron a divergir en ese período, y estas diferencias se hicieron más pronunciadas a raíz de la crisis de la deuda soberana que comenzó en mayo de 2010. Estas divergencias se propagaron a los mercados de renta fija privada, y los efectos a nivel de países pasaron a ser el principal factor determinante de la evolución de los rendimientos. El retorno a unas condiciones financieras diferenciadas también se ilustra en las tres primeras gráficas.

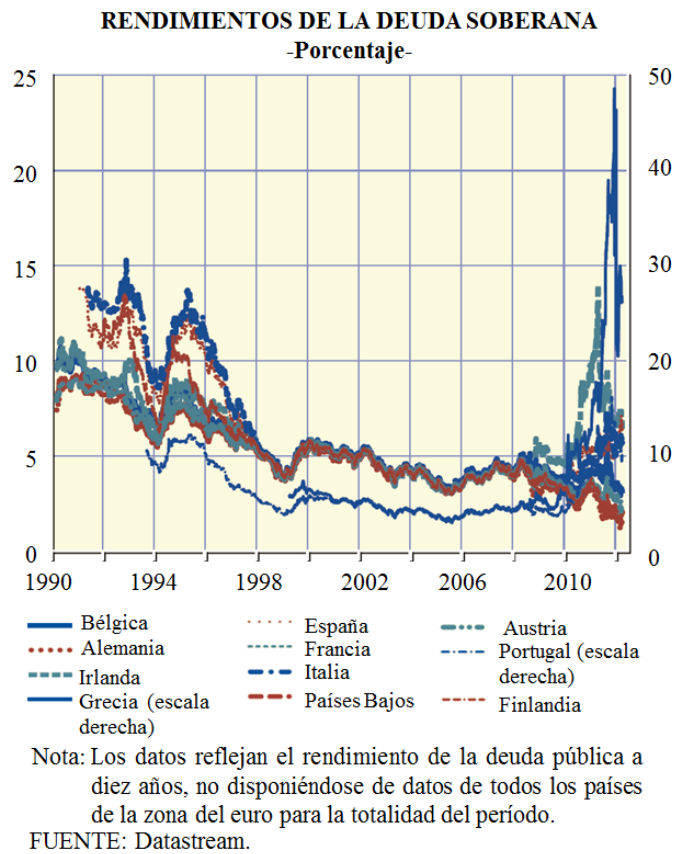
TASAS DE INTERÉS DE LOS NUEVOS PRÉSTAMOS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



Nota: No se dispone de datos de todos los países de la zona del euro para la totalidad del período.

FUENTE: BCE.

El retorno a unas condiciones financieras heterogéneas refleja fundamentalmente diferencias en la manera en que los países de la zona del euro se han visto afectados por la crisis. Antes de la crisis, la convergencia de las condiciones financieras ocultó divergencias en las políticas nacionales y la acumulación de desequilibrios presupuestarios, macroeconómicos y financieros en varios países de la zona. Estos desequilibrios no se abordaron adecuadamente en el ámbito nacional ni en el europeo, creando factores de vulnerabilidad en estos países y allanando el camino para una vuelta repentina a unas condiciones financieras diferenciadas cuando se reevaluaron los riesgos.



Estos desequilibrios estaban relacionados, por ejemplo, con la situación de las finanzas públicas en algunos países de la zona del euro. Tras el inicio de la UEM, las finanzas públicas se beneficiaron de las mayores facilidades de acceso al

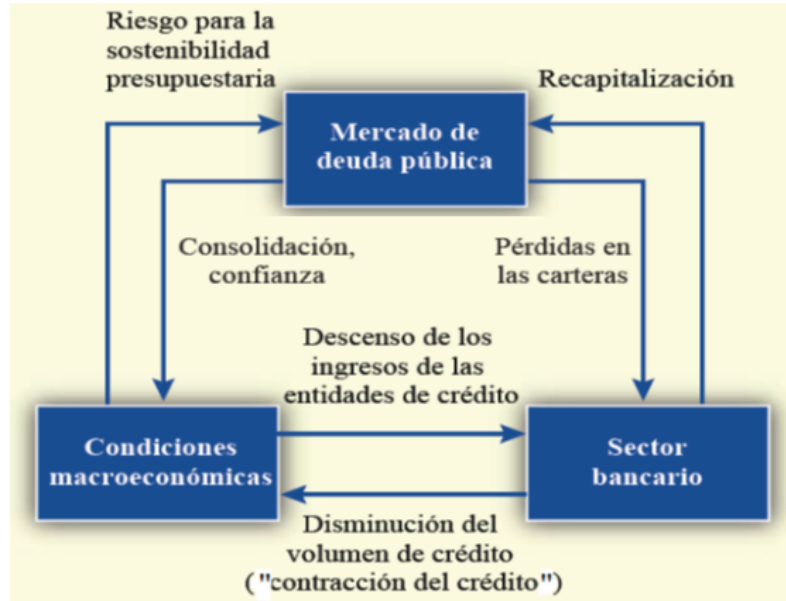
financiamiento resultantes de la eliminación del riesgo de tipo de cambio, y de una infravaloración del riesgo por parte de los participantes en los mercados financieros. No obstante, los avances hacia la consecución de unas finanzas públicas saneadas y sostenibles fueron limitados, debido, en parte, a una interpretación flexible y, con el tiempo, más laxa, de las reglas presupuestarias europeas. La disciplina de mercado también era débil, como se reflejó en el grado muy limitado de dispersión de las tasas de interés de la deuda pública. En consecuencia, los países que antes de incorporarse a la UEM habían registrado tasas de interés elevados, en particular, experimentaron una relajación sustancial de sus condiciones financieras. Las posiciones presupuestarias estructurales siguieron siendo precarias y vulnerables a cambios en las condiciones económicas y financieras.

Los desequilibrios también estaban relacionados con la evolución del sector privado. Al igual que los Gobiernos, los hogares y las sociedades no financieras se beneficiaron de los menores costos de financiamiento tras el establecimiento de la UEM. Esto se tradujo en un aumento del gasto en algunos países que anteriormente habían registrado tasas de interés elevados, también en el sector inmobiliario. Como resultado de la fuerte demanda interna, las tasas de inflación de estos países se situaron en niveles superiores a la media. Los costos laborales unitarios se incrementaron, lo que provocó pérdidas de competitividad, aunque las rigideces existentes en los mecanismos de formación de precios y salarios también influyeron. Además, como consecuencia de unos resultados económicos aparentemente buenos, hubo menos incentivos para acometer reformas estructurales (que conllevarían un costo político) en los mercados de productos y de trabajo. Esto dio lugar a un deterioro de las balanzas por cuenta corriente y a un auge de los mercados de la vivienda. La creciente integración financiera de la zona del euro, junto con la abundancia de liquidez a escala mundial, así como el hecho de que los inversores y los supervisores nacionales no tomaran debidamente en consideración el aumento de los riesgos, facilitaron el financiamiento necesario a estos países; los déficit se

financiaron en parte con los superávit registrados en otros países de la zona. Las entidades de crédito también acumularon desequilibrios, ya que expandieron sustancialmente sus balances cuando las condiciones financieras mejoraron y la demanda de crédito de hogares y empresas aumentó. Las políticas crediticias de las entidades y la supervisión bancaria no fueron suficientemente prudentes para mitigar la intensificación de los riesgos.

Estos desequilibrios crearon las condiciones para que la heterogeneidad financiera aumentara durante la crisis. En el sector privado, el carácter insostenible del rápido incremento de los costos laborales, de los precios de la vivienda y de los déficit por cuenta corriente de los países con tensiones financieras (Irlanda, Grecia, Portugal y, posteriormente, España e Italia) se hizo evidente cuando las condiciones económicas y financieras experimentaron un acusado deterioro y la confianza cayó con la quiebra de Lehman Brothers.

PRINCIPALES VÍNCULOS ENTRE LA ECONOMÍA, EL SECTOR BANCARIO Y LOS MERCADOS DE DEUDA PÚBLICA



Nota: Las flechas indican el canal a través del que un deterioro de las condiciones en un área afecta a las otras dos áreas. A modo de ejemplo, el deterioro de las condiciones macroeconómicas reduce los ingresos de las entidades de crédito, debido, por ejemplo, a la disminución de la actividad crediticia, y aumenta los riesgos para la sostenibilidad presupuestaria, ya que los déficits se incrementan de manera automática, lo que probablemente quede reflejado en un aumento del rendimiento de la deuda pública.

FUENTE: BCE.

Estos países se vieron afectados por una severa recesión que agravó los problemas en las finanzas públicas e influyó negativamente en los balances de las entidades de crédito. Se produjo una revaluación de los riesgos a escala mundial, lo que hizo que los desequilibrios económicos se propagaran al ámbito financiero (en la gráfica siguiente se muestran los principales vínculos entre la economía, el sector bancario y los mercados de deuda pública). En cierta medida, el proceso de integración financiera se interrumpió y revirtió, especialmente cuando la confianza en algunos sistemas bancarios nacionales cayó con la crisis de la deuda soberana.

Las entidades de crédito de los países afectados experimentaron una reducción de la demanda de crédito y registraron pérdidas en los préstamos morosos. Los problemas financieros se acentuaron a raíz de la crisis de la deuda soberana que comenzó en

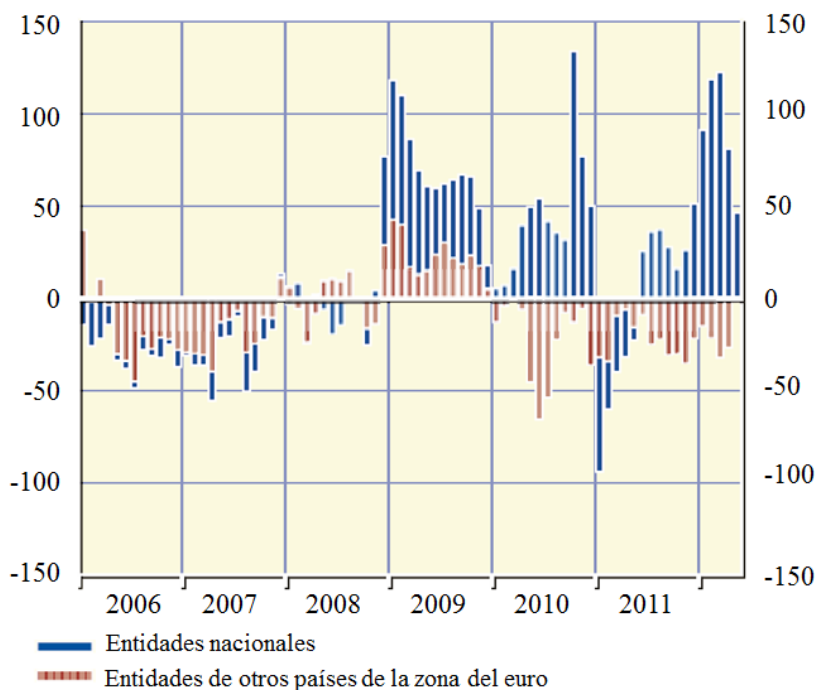
mayo de 2010, y los amplios diferenciales de deuda pública generaron pérdidas en las tenencias de deuda pública nacional. La disminución de la confianza en la solvencia de las entidades y en la capacidad financiera de los Gobiernos nacionales en cuestión para realizar recapitalizaciones bancarias en caso necesario limitó el acceso de las entidades a los mercados monetarios y de renta fija.

En consecuencia, los diferenciales de los bonos bancarios se incrementaron sustancialmente en los países más afectados por la crisis, pese a los avales públicos. Esto repercutió negativamente en la concesión de crédito bancario a la economía real, y los efectos se vieron acentuados por las presiones de desapalancamiento derivadas de las exigencias regulatorias, entre las que se incluían mayores requerimientos de capital¹.

¹ Para más información sobre la evolución del crédito a la economía real, véase el artículo titulado “Evaluación de las condiciones financieras del sector privado de la zona del euro durante la crisis de la deuda soberana”, publicado en este Boletín Mensual.

ADQUISICIONES DE DEUDA PÚBLICA POR PARTE DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS MONETARIAS

-Flujos trimestrales en miles de millones de euros;
datos desestacionalizados-



Nota: La gráfica muestra las adquisiciones de deuda pública emitida por un país de la zona del euro efectuadas por las Instituciones financieras monetarias de ese país y las adquisiciones de esa deuda por parte de las Instituciones financieras monetarias de otros países de la zona.

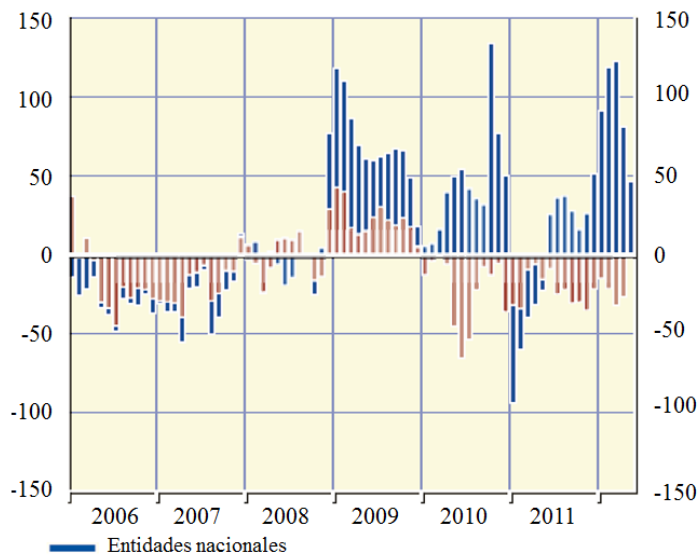
FUENTE: BCE.

Las finanzas públicas experimentaron un acusado deterioro como consecuencia de la crisis, en un contexto de persistencia de las proporciones de deuda elevadas y de apoyo considerable al sector bancario especialmente en los países en los que el tamaño de este sector en relación con el PIB es muy grande. El rápido incremento de los déficits públicos, de la deuda y de los pasivos contingentes suscitaron dudas acerca de la sostenibilidad de las finanzas públicas de algunos países de la zona del euro, lo que quedó reflejado en un aumento de los rendimientos de la deuda soberana (véase la gráfica: Rendimientos de la deuda soberana) y en la desaparición de la liquidez en determinados mercados. Inicialmente, la crisis de la deuda soberana que estalló en mayo de 2010 estuvo asociada a una evolución adversa de las finanzas públicas en

Grecia, pero luego se propagó a Irlanda y Portugal, y posteriormente, España e Italia también se vieron sometidas a un escrutinio más intenso por parte de los mercados. La falta de confianza en la disposición de los Gobiernos a afrontar la crisis, junto con la ausencia de un mecanismo de resolución eficaz, también se extendió a otros Gobiernos. Este fenómeno se denomina “contagio”.

**ADQUISICIONES DE DEUDA PÚBLICA POR PARTE DE
LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS MONETARIAS**

-Flujos trimestrales en miles de millones de euros;
datos desestacionalizados-



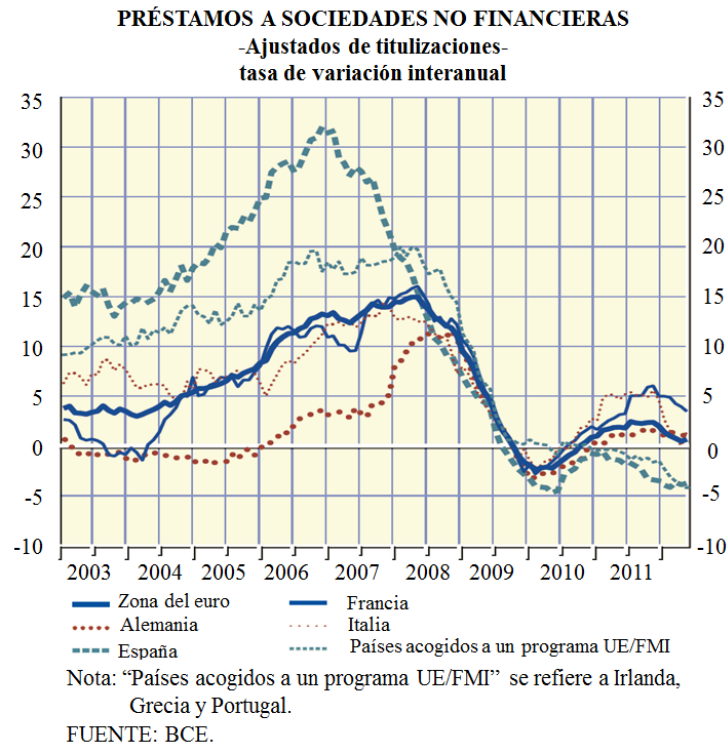
Nota: La gráfica muestra las adquisiciones de deuda pública emitida por un país de la zona del euro efectuadas por las Instituciones financieras monetarias de ese país y las adquisiciones de esa deuda por parte de las Instituciones financieras monetarias de otros países de la zona.

FUENTE: BCE.

El proceso de integración financiera se vio parcialmente interrumpido por la reversión de los flujos financieros a los países en cuestión, como se aprecia en el aumento de las adquisiciones de valores de deuda pública por inversores nacionales,

siendo los vendedores de estos valores entidades de la zona del euro no residentes en el país².

La reversión de los flujos de financiamiento afectó seriamente a la oferta de préstamos al sector privado. Como se aprecia en la gráfica siguiente, la tasa de crecimiento de los préstamos a las sociedades no financieras, por ejemplo, pasó a ser negativa hacia finales de 2009, sin que posteriormente se recuperara en los países acogidos a un programa de ajuste de la UE y el FMI (es decir, Irlanda, Grecia y Portugal) ni en España, aunque sí lo hizo en los demás países de la zona del euro. Aparte de factores de oferta, esto también refleja la atonía de la demanda de las sociedades no financieras resultante de las débiles perspectivas de crecimiento, aunque es posible que algunas de las sociedades no financieras más importantes hayan aumentado su recurso al financiamiento en los mercados de renta fija.



² Otra indicación del retroceso de la integración financiera en la zona del euro es el descenso relativo del uso de activos de garantía no nacionales en las operaciones de financiamiento del Eurosistema. Para más detalles, véase el informe *Financial integration in Europe*, BCE, Fráncfort del Meno, abril de 2012, p. 68.

Abordar los problemas existentes en las finanzas públicas, en la macroeconomía y en los balances de las entidades es complicado por sus estrechos vínculos. Durante una crisis, estos vínculos pueden ser desestabilizadores y autorreforzarse. Por ejemplo, las abultadas tenencias de deuda pública nacional de las entidades de crédito de los países afectados las hicieron vulnerables a incrementos de los rendimientos de estos instrumentos mientras que, al mismo tiempo, la debilitada situación financiera de las entidades nacionales hizo que los Gobiernos de esos países tuvieran que proporcionar apoyo financiero adicional al sector bancario. La ruptura de una espiral adversa de este tipo en una unión monetaria que se caracteriza por unas políticas económicas descentralizadas se ve aún más dificultada, debido a la falta de instituciones supranacionales eficaces en el ámbito de las finanzas públicas, las reformas estructurales, la competitividad y la estabilidad financiera.

La respuesta del BCE a la mayor heterogeneidad financiera

Un mercado financiero integrado con unas condiciones financieras prácticamente homogéneas constituye la base para una transmisión fluida de la política monetaria en la zona del euro. No obstante, las condiciones financieras de los países que la integran nunca han sido idénticas porque sus estructuras financieras son distintas. Esto ha provocado cierta diferenciación en la transmisión de la política monetaria, habida cuenta del carácter predominantemente bancario del financiamiento de los hogares y las sociedades no financieras de la zona. Con todo, mientras la heterogeneidad financiera fue limitada, esto no fue motivo de preocupación. Sin embargo, durante las diversas fases de la crisis (es decir, las turbulencias financieras registradas a partir de agosto de 2007, la crisis financiera que comenzó en septiembre de 2008 y la crisis de la deuda soberana que se inició en mayo de 2010), la heterogeneidad ha aumentado de manera significativa, alcanzando niveles no observados hasta ahora desde la creación de la UEM.

En consecuencia, la orientación de la política monetaria del BCE ya no pudo transmitirse a las tasas de interés a corto y a largo plazo, como en el pasado, en un contexto en el que las tasas reflejaban un mayor riesgo de mercado y de liquidez. Como las condiciones financieras de las entidades de crédito también se vieron afectadas, existía el riesgo de que los flujos de crédito a los hogares y a las empresas se paralizaran, mermando la eficacia de la política monetaria y generando riesgos a la baja para la estabilidad de precios en la zona del euro en su conjunto.

En respuesta al excepcional grado de heterogeneidad financiera observado, la política monetaria del BCE continuó guiándose por su mandato de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro en su conjunto. Las tasas de interés oficiales del BCE se redujeron considerablemente, dada la profunda crisis financiera que había generado riesgos a la baja para la estabilidad de precios a mediano plazo. Además, se adoptaron medidas no convencionales para respaldar el funcionamiento del mecanismo de transmisión haciendo que la liquidez retornara a los mercados con un comportamiento disfuncional. Esto se hizo para asegurar que las tasas de interés, situados en niveles muy bajos, se transmitieran a toda la economía de la zona y, en última instancia, a los precios.

Aunque las medidas no convencionales del BCE han estado a disposición de las entidades de crédito de todos los países de la zona del euro, con el tiempo se han utilizado más intensamente en aquellos con problemas financieros. Las diferencias observadas en los distintos países en cuanto al empleo de estas medidas reflejan, en gran medida, la heterogeneidad de las condiciones financieras en la zona, y han contribuido a la ejecución eficaz de la política monetaria única. Las medidas se centraron en el mercado monetario, en particular, y posteriormente también en el mercado de deuda soberana. Las condiciones de financiamiento en los mercados monetarios interbancarios empeoraron en las sucesivas fases de la crisis, como resultado del deterioro de la confianza de las entidades de crédito en sus contrapartes.

Para evitar que se produjeran restricciones al financiamiento de la economía real que habrían afectado negativamente al crecimiento económico y al empleo, y con ello a la estabilidad de precios, el BCE intensificó gradualmente su función de intermediación entre entidades de crédito³. En consecuencia, el exceso de liquidez en el mercado monetario interbancario —es decir, el volumen de liquidez del banco central por encima de la necesaria para financiar los factores autónomos y las exigencias de reservas— aumentó sustancialmente. La posición agregada suele situarse próxima a cero, y la abundancia de liquidez en una entidad suele canalizarse a otra con un déficit a través del mercado monetario, en vez de realizar depósitos en el Eurosistema. Sin embargo, la menor disposición a prestar fondos a entidades “sospechosas”, especialmente a escala transfronteriza, dificultó la distribución de liquidez a las entidades más necesitadas. Las entidades tuvieron que recurrir en mayor medida al financiamiento del banco central para asegurarse de que disponían de suficiente liquidez, y el exceso se colocó en la facilidad de depósito. Por consiguiente, el aumento de los depósitos en el Eurosistema es un buen indicador del grado de desintermediación observado en el mercado monetario.

Las restricciones de acceso al mercado monetario afectaron a las entidades de crédito, especialmente en los países en los que las finanzas públicas se habían deteriorado considerablemente, debido a los vínculos existentes entre las entidades y los emisores soberanos. Por ese mismo motivo, otros mercados de financiamiento de las entidades, como el mercado de bonos bancarios, también se hicieron menos accesibles. Existía asimismo la posibilidad de que estas restricciones de financiamiento obstaculizaran el crecimiento del crédito a hogares y sociedades no financieras. Esto, junto con las necesidades de desapalancamiento, podría haber dado lugar a que se produjera una

³ Para un análisis de las medidas no convencionales del Eurosistema, véase el artículo titulado “Las medidas no convencionales del BCE: impacto y retirada gradual”, *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, julio de 2011. Las principales medidas adoptadas posteriormente se describen en los recuadros titulados “Comunicado del presidente del BCE, 7 de agosto de 2011”, *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, agosto de 2011, y “Otras medidas de política monetaria no convencionales adoptadas por el Consejo de Gobierno el 8 de diciembre de 2011”, *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, diciembre de 2011.

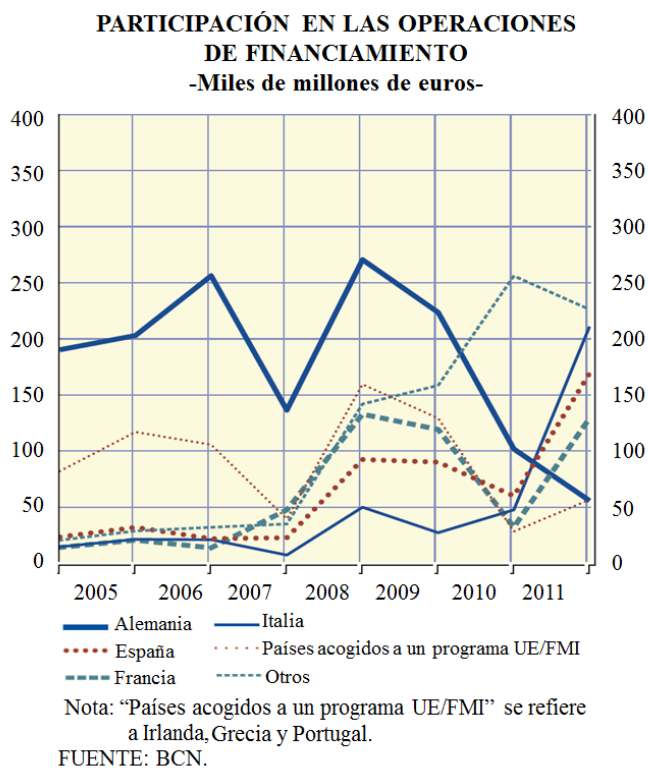
contracción del crédito en varias partes de la zona del euro, con efectos adversos sobre la economía y sobre la estabilidad de precios en la zona en su conjunto.



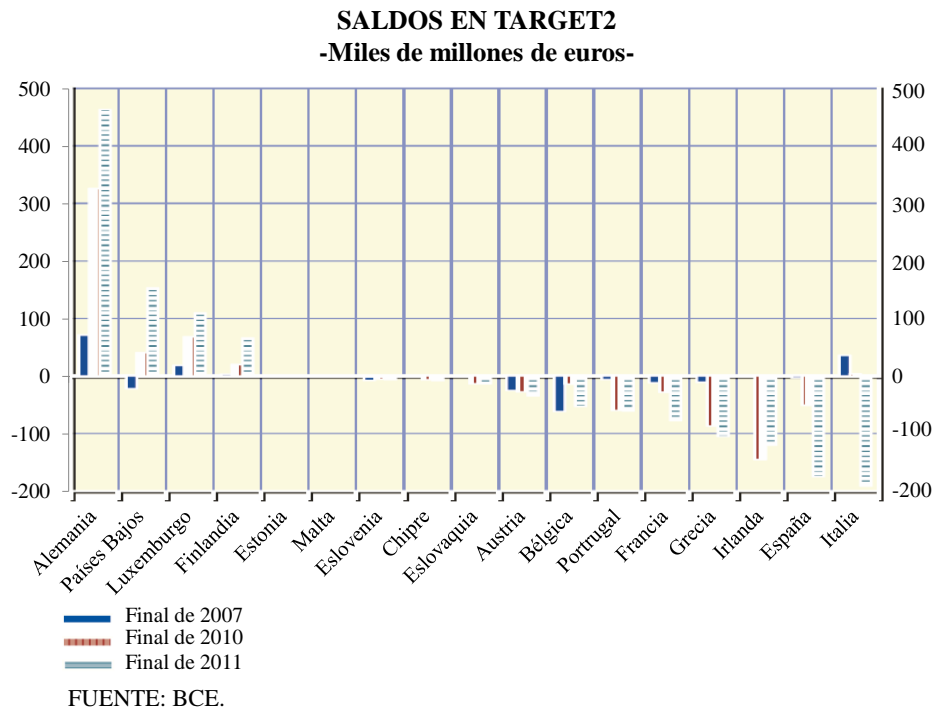
Por consiguiente, el BCE adoptó diversas medidas no convencionales con el fin de potenciar el crecimiento del crédito corrigiendo los efectos negativos que los mercados monetarios estaban causando en los canales de transmisión. Por ejemplo, en octubre de 2008, el BCE decidió aplicar un procedimiento de subasta a tasas de interés fijo con adjudicación plena en las operaciones de financiamiento. Como consecuencia de las restricciones registradas en los mercados de financiamiento de las entidades de crédito, los plazos de vencimiento de las operaciones de financiamiento a plazo más largo (OFPML) también se ampliaron sucesivamente, hasta tres años en el caso de las operaciones realizadas en diciembre de 2011 y febrero de 2012. Además, el ya extenso sistema de activos de garantía se ha ampliado de nuevo, con las correspondientes medidas de control de riesgos para mitigar la exposición al riesgo del Eurosistema. Esta medida ha proporcionado la oportunidad de seguir participando

en las operaciones de financiamiento a las entidades con dificultades para aportar activos de garantía.

Como consecuencia de la mayor función de intermediación del BCE en el mercado monetario, el uso de las facilidades de financiamiento aumentó de manera espectacular, con la correspondiente ampliación del balance del Eurosistema. La gráfica siguiente muestra que el recurso a las operaciones de financiamiento por parte de las entidades de crédito de los países más afectados por la crisis fue especialmente intenso. A finales de 2008 y 2009 se situaba en niveles elevados en los países acogidos a un programa de ajuste de la UE y el FMI. En 2011 fueron entidades principalmente de Italia, España y Francia las que impulsaron la demanda de financiamiento del BCE. Los muy altos niveles de participación registrados en 2011 se debieron a la adjudicación de la primera OFPML a tres años. En cambio, el recurso a las operaciones de financiamiento por parte de las entidades alemanas disminuyó, reflejando entradas de capital.



El grado de heterogeneidad patente en las necesidades de financiamiento de las entidades de crédito también puede apreciarse en los saldos en TARGET2 (véase gráfica siguiente)⁴. TARGET2 es el sistema de liquidación bruta en tiempo real del Eurosistema. Los saldos de los BCN reflejan su posición acreedora/ deudora neta resultante de los pagos transfronterizos efectuados por bancos comerciales a través de TARGET2. El aumento de las posiciones deudoras de algunos BCN en TARGET2 refleja fundamentalmente las tensiones de financiamiento registradas en sus respectivos sistemas bancarios, compensando las salidas de flujos financieros con un mayor recurso a las operaciones de financiamiento del Eurosistema.



A partir de mayo de 2010, los mercados de deuda pública resultaron adversamente afectados, produciéndose una reevaluación repentina y en ocasiones excesiva de los riesgos. El mal funcionamiento de algunos de estos mercados quedó reflejado en la desaparición de la liquidez. Las modificaciones de las tasas de interés oficiales del

⁴ Para más detalles, véase el recuadro titulado “Saldos en TARGET2 del Eurosistema en un contexto de deterioro de los mercados monetarios”, *Informe Anual 2011*, BCE, Fráncfort del Meno, abril de 2012.

BCE suelen transmitirse, desde las tasas de interés de mercado a corto plazo, a lo largo de la curva de rendimientos, hasta las tasas a largo plazo y de éstos a la economía, pero este proceso se vio obstaculizado en los países en los que los mercados de deuda pública no funcionaban correctamente. Estos mercados desempeñan un destacado papel en el proceso de transmisión (por ejemplo, generalmente fijando un mínimo para los valores de renta fija privada y actuando como fuente principal de activos de garantía en las operaciones de cesión temporal). Si no se hubiesen adoptado otras medidas, es probable que más mercados de renta fija hubiesen resultado contagiados, con repercusiones negativas para el financiamiento de la economía, el crecimiento económico, el empleo y la estabilidad de precios.

En consecuencia, en mayo de 2010, el BCE empezó a comprar deuda pública de algunos países directamente en el mercado secundario, en el marco de su programa para los mercados de valores (SMP, en sus siglas en inglés). Tras un período de calma relativa a principios de 2011, las intervenciones aumentaron de nuevo en el segundo semestre del año. El BCE actuó en los mercados en los que los niveles de liquidez eran muy bajos, contribuyendo con ello a enderezar el proceso de transmisión habitual⁵. Adicionalmente, las operaciones de financiamiento, y en particular las OFPML a tres años, han prestado apoyo a los mercados de deuda soberana, ya que algunas entidades de crédito decidieron utilizar parte de la liquidez para comprar deuda pública.

El papel de las políticas fiscales, macroeconómicas y económicas en la superación de las deficiencias institucionales de la UEM

Los vínculos existentes entre los desequilibrios presupuestarios, estructurales y financieros que condujeron a la crisis de la deuda soberana y a la fragmentación de los mercados financieros, como se ha explicado en las secciones anteriores, han puesto en

⁵ Para preservar la eficacia de estas operaciones de política monetaria, el Eurosistema no proporciona información sobre la distribución por países de las intervenciones realizadas en el marco del SMP.

evidencia varias deficiencias del marco institucional de la UEM. En esta sección se analizan en primer lugar las deficiencias del diseño institucional anterior a la crisis, a continuación se presentan los avances realizados hasta ahora para subsanar dichas deficiencias, y finalmente se considera lo que queda por hacer.

La crisis ha puesto de relieve dos importantes deficiencias del marco institucional de la UEM. En primer lugar, el marco de política vigente para asegurar la convergencia económica y financiera de los países de la zona del euro y promover la flexibilidad de sus economías no es plenamente eficaz. Los incentivos y las normas aplicadas para respaldar unas políticas presupuestarias, financieras y macroeconómicas nacionales adecuadas no fueron suficientes para evitar la acumulación de desequilibrios antes de la crisis. Además, la inexistencia de un mecanismo explícito de corrección de desequilibrios llevó a un aplazamiento de los ajustes necesarios en varios países. Las rigideces estructurales, por su parte, hicieron que esos ajustes fueran más costosos cuando estalló la crisis.

En segundo lugar, una característica del marco de estabilidad financiera anterior a la crisis era su limitado grado de armonización y coordinación entre los países de la zona del euro. La inexistencia de un mecanismo de estabilidad financiera y de gestión de crisis para toda la zona del euro dificultó la identificación y la corrección del riesgo sistémico antes de la crisis, y también fue igualmente difícil contener la propagación de la inestabilidad financiera a distintos países y mercados cuando este riesgo se materializó. La gestión de la crisis y el saneamiento del sector financiero, como el rescate y la resolución de instituciones financieras, se dejó en manos de las autoridades nacionales, pese a las importantes actividades transfronterizas del sector financiero. Esto provocó un repliegue del sistema financiero dentro de las fronteras nacionales, sembrando la semilla para que posteriormente se generara una espiral de reacciones adversas entre las condiciones financieras de los emisores soberanos y las de las entidades de crédito. La heterogeneidad se manifestó no solo en una mayor

divergencia, sino también en un mayor contagio debido a la ausencia de un marco institucional de respaldo creíble, y surgieron poderosos mecanismos de propagación y amplificación —del mercado de deuda soberana al sector bancario, del ámbito financiero al real, traspasando fronteras— de forma que el deterioro de la situación en un país determinado podía afectar a la zona del euro en su conjunto.

Es necesario subsanar estas deficiencias para retornar a unas condiciones financieras más homogéneas y eliminar los desequilibrios financieros. Esto es esencial para una mayor eficacia de la política monetaria y para asegurar su transmisión fluida a la economía de la zona del euro en su conjunto. Como ya se ha indicado en la sección tres, aunque las medidas no convencionales del BCE pueden proporcionar alivio temporalmente, no abordan las causas subyacentes de los desequilibrios financieros existentes, algo que solo puede lograrse aplicando medidas a escala nacional y de la zona del euro y europea. En particular, las políticas macroeconómicas deben abordar los desequilibrios financieros generales, mientras que las políticas financieras deben tratar de conseguir que las condiciones financieras sean más homogéneas.

El reconocimiento de la necesidad de subsanar estas deficiencias ha llevado a la introducción de reformas de amplio alcance relacionadas con el marco global de gobernanza económica, la supervisión y la regulación financieras, y la gestión de crisis.

En primer lugar se han adoptado algunas medidas a escala europea con el fin de mejorar la disciplina fiscal y la competitividad de las economías de la zona del euro. Casi todos los Estados miembros de la UE han firmado el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria, que incluye el “pacto presupuestario” que introduce reglas presupuestarias y mecanismos de corrección en la legislación nacional. También se ha reforzado la supervisión macroeconómica para el conjunto de la zona mediante la adopción de diferentes

medidas, como el “paquete de seis medidas legislativas” y el “paquete de dos medidas legislativas”, que tienen por objeto mejorar la prevención y la corrección de los desequilibrios presupuestarios y macroeconómicos⁶. Aparte de introducir una mayor vigilancia mutua, el marco revisado también pretende reforzar la disciplina de mercado facilitando el seguimiento de las políticas nacionales por parte de los mercados.

En segundo lugar se ha avanzado en relación con el marco financiero de la zona del euro. La necesidad de detectar y abordar el riesgo sistémico llevó a la creación de la Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS), responsable de la política macro prudencial, mientras que la coordinación de la supervisión micro prudencial se reforzó mediante el establecimiento de tres autoridades europeas diferentes. El objetivo de la reforma del marco de supervisión era mejorar la calidad y la coherencia de las prácticas de supervisión, reforzar la supervisión de grupos transfronterizos, fortalecer los mecanismos de prevención y gestión de crisis en la zona del euro, y establecer un conjunto de normas comunes aplicable a todas las instituciones financieras (es decir, un “código normativo único”). En cuanto a la regulación financiera, la revisión del marco regulatorio que se está llevando a cabo actualmente y los objetivos de adecuación del capital fijados a escala europea deberían contribuir a fortalecer el sistema bancario, a evitar un apalancamiento excesivo y a impulsar la concesión de crédito a la economía. También se han puesto en marcha otras reformas regulatorias importantes en ámbitos como las ventas en corto, la normativa sobre las agencias de calificación crediticia, el “sistema bancario en la sombra” y la instauración de un marco regulatorio adecuado para los derivados OTC⁷. Además, un proyecto no

⁶ Estas cuestiones se han tratado con más detalle en los artículos titulados “Interacciones entre la política monetaria y la política fiscal en una unión monetaria”, *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, julio de 2012, y “Un pacto presupuestario para una Unión Económica y Monetaria más fuerte”, *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, mayo de 2012. Por lo tanto, el resto de esta sección se centra fundamentalmente en cuestiones de supervisión.

⁷ Estas cuestiones se han tratado con más detalle en el artículo monográfico D titulado “Institutional reform in the European Union and financial integration”, *Financial Integration in Europe*, BCE, Fráncfort del Meno, abril de 2012.

relacionado con la crisis, concretamente TARGET2-Securities, debería contribuir a un procesamiento más seguro, a una mayor eficiencia y a una disminución de los costos de las operaciones transfronterizas, favoreciendo con ello una mayor integración de los mercados financieros de la zona del euro.

Por último, en tercer lugar, la necesidad de frenar el contagio se abordó con la creación de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF) y su sucesor, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). El MEDE prestará apoyo financiero temporal a los países de la zona del euro, con el objeto de proporcionar financiamiento puente durante el período que sea necesario para aplicar un profundo programa de ajuste orientado a corregir los desequilibrios y recuperar el acceso a los mercados, evitando así la propagación mediante desestabilizadores efectos de contagio entre países⁸.

Enfrentando al futuro es importante que los Gobiernos cumplan los compromisos adquiridos en relación con las medidas acordadas, que representan una mejora significativa del marco institucional y que, si se aplican, deberían reforzar la capacidad de resistencia del sistema financiero de la zona del euro y contribuir a mitigar el riesgo de que se generen los círculos viciosos de inestabilidad y heterogeneidad observados durante la crisis. Dicho esto, puede que sea necesario llevar a cabo otras actuaciones en la esfera política, por ejemplo la formulación de políticas estructurales para el sector financiero, medidas adicionales para abordar los desequilibrios macro financieros, y políticas orientadas a mejorar la gestión y la resolución de crisis. En particular, un régimen armonizado de rescate y resolución de entidades de crédito a escala europea ayudaría a romper el vínculo entre emisores soberanos y entidades de crédito que ha contribuido sustancialmente al desarrollo de una heterogeneidad financiera considerable en la zona del euro, incluida la acumulación de riesgos de contagio. Al mismo tiempo, también contribuiría a reducir

⁸ Véase el artículo titulado “El mecanismo europeo de estabilidad”, *Boletín Mensual*, BCE, Fráncfort del Meno, julio de 2011.

la heterogeneidad patente en la actividad interbancaria y en los flujos financieros, como ha quedado reflejado en los saldos en TARGET2.

En términos generales, las políticas deben orientarse hacia una mayor integración de los mercados financieros de la zona del euro para que sean más eficientes y resistentes. En este sentido, las ventajas de unos mercados financieros integrados son múltiples, ya que favorecen unas condiciones monetarias y financieras equilibradas y, con ello, promueven una transmisión fluida de la política monetaria en la zona del euro. También mejoran la capacidad de resistencia del sistema financiero a través de una mayor competencia, de mercados más líquidos y de una mejor diversificación y distribución de los riesgos. Al mismo tiempo, como la crisis ha puesto en evidencia, un proceso incompleto de integración financiera —con un aumento de las interacciones transfronterizas pero sin salvaguardias para abordar el riesgo sistémico— puede plantear amenazas considerables para la estabilidad financiera y el crecimiento económico.

En cuanto a la supervisión, la gestión de crisis y las políticas de resolución, la necesidad de disponer de instrumentos adecuados para afrontar crisis financieras en una unión monetaria puede demostrarse a través de dos casos opuestos. En el primero, la regulación, la supervisión y la gestión de crisis seguirían organizándose en el ámbito nacional, con algunos elementos de cooperación transfronteriza. No obstante, este marco requeriría normas mucho más estrictas y una cooperación más estrecha —especialmente para ocuparse de instituciones sistémicas (el problema de que “son demasiado grandes para quebrar”)— de lo que ha sido el caso hasta ahora en la zona del euro. En el segundo caso, la regulación, la supervisión y la gestión de crisis están centralizadas, y la agrupación de riesgos de los distintos países crearía una unión financiera de facto. Los recursos para rescatar el sistema financiero, procedentes de fuentes públicas o privadas, se agruparían en un mecanismo central único,

aumentando la eficiencia en comparación con una situación en la que cada país tiene su propia autoridad.

En este contexto se han presentado varias propuestas relativas a un marco de la UE para el rescate y la resolución de entidades de crédito (véase el recuadro siguiente). La propuesta más reciente de la Comisión Europea constituye un avance hacia una unión financiera y un paso adelante en comparación con la situación antes de la crisis, en la que los regímenes nacionales no estaban armonizados y no existían autoridades de resolución. La cumbre de la zona del euro del 29 de junio de 2012, que sentó las bases para un mecanismo de supervisión único eficaz, representa un importante paso en la dirección correcta. No obstante, es necesario seguir avanzando, especialmente en lo que respecta al sistema de garantía de depósitos de la zona del euro y al establecimiento de un régimen de resolución verdaderamente integrado para abordar el problema de las instituciones financieras transfronterizas de importancia sistémica.

Hacia un nuevo marco de la UE para el rescate y la resolución de entidades de crédito

La crisis financiera ha puesto de relieve la necesidad de disponer de un marco de la UE para el rescate y la resolución de entidades de crédito, basado en la medida de lo posible en el nuevo estándar internacional sobre regímenes de resolución (Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions), publicado por el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB, en sus siglas en inglés) en octubre de 2011. El nuevo marco debe tratar de alcanzar dos objetivos interrelacionados e igualmente importantes: i) reducir los riesgos de los contribuyentes velando por que las entidades de crédito puedan quebrar de manera ordenada; y ii) romper el vínculo entre entidades de crédito y emisores soberanos que ha creado un círculo vicioso en algunos Estados miembros de la UE. Para conseguir estas dos metas, el régimen de

resolución de la UE debe asegurar que el sector financiero asuma los costos de los procesos de resolución mediante un mecanismo de financiamiento creíble y eficaz, utilizando instrumentos de resolución que permitan la asignación de pérdidas a accionistas y acreedores.

El 6 de junio de 2012, la Comisión Europea presentó su propuesta de un nuevo marco de la UE para el rescate y la resolución de entidades de crédito, que incluye elementos para la prevención (por ejemplo, planes de resolución y rescate), así como la intervención temprana y la resolución. De conformidad con el nuevo estándar del FSB, la propuesta de la Comisión proporciona herramientas comunes a las autoridades responsables de la resolución, consistentes en una serie de competencias e instrumentos (esto es, la constitución de una entidad puente, la venta de unidades de negocio, la segregación de activos y la transformación de la deuda en capital) que les permitiría ocuparse de bancos con dificultades, ya sea como una empresa en funcionamiento (esto es, mediante la transformación de la deuda en capital) o como empresa fallida (es decir, a través de una entidad puente o una combinación de distintos instrumentos de resolución). La directiva también introduce un sistema europeo de mecanismos de financiamiento integrado por: i) mecanismos nacionales de financiamiento; ii) el préstamo entre mecanismos nacionales de financiamiento; y iii) la mutualización de los mecanismos nacionales de financiamiento en caso de resolución de grupos bancarios. Estos mecanismos de financiamiento estarían respaldados por contribuciones de las entidades de crédito, de forma que, en un plazo no superior a diez años después de la entrada en vigor de la directiva, los recursos financieros disponibles de dichos mecanismos de financiamiento ascendieran al menos al 1% del importe de los depósitos cubiertos.

La propuesta de la Comisión Europea representa un gran paso adelante con respecto a la situación actual en la que los regímenes nacionales carecen de los poderes de

resolución necesarios y el nivel de armonización es insuficiente. La iniciativa de crear un lenguaje común a escala de la UE en materia de resolución de entidades de crédito que sea muy próximo al estándar internacional no solo facilitará la gestión de crisis en el futuro, sino también mejorará la cooperación entre las autoridades competentes de distintas jurisdicciones. Por consiguiente, una prioridad fundamental para el futuro próximo es la aplicación coherente de la directiva entre los Estados miembros de la UE y los Principios básicos del FSB a nivel internacional. No obstante, queda por ver cómo funcionará todo esto en la práctica en el caso de los grandes bancos transfronterizos en el marco del mercado único de la UE.

La crisis financiera ha puesto de relieve la complejidad que entraña la resolución de instituciones financieras transfronterizas de importancia sistémica. A este respecto, la UE debe seguir avanzando hacia un régimen de resolución realmente integrado que refleje adecuadamente la naturaleza transfronteriza de su sector bancario. Este régimen aumentaría la disciplina de mercado mitigando el riesgo moral, mantendría la estabilidad asegurando la continuidad de los servicios básicos de las instituciones que se estén liquidando, asignaría las pérdidas de manera eficiente y protegería a los contribuyentes.

La perspectiva de mediano plazo para este régimen de resolución integrado podría ser, en última instancia, la creación de una autoridad de resolución a escala de la UE responsable de las principales entidades de crédito transfronterizas de la UE. Esta autoridad trabajaría a partir de un marco único para la gestión de crisis, la resolución y la insolvencia de entidades de la UE. Ya se están realizando avances en este sentido en el ámbito de la regulación prudencial. La decisión adoptada en la cumbre de la zona del euro del 29 de junio de 2012 de introducir un mecanismo de supervisión único sobre la base del apartado 6 del artículo 127 del Tratado de

Funcionamiento de la Unión Europea representa un importante paso adelante hacia una unión financiera. Esto se unirá a la implementación de las nuevas normas de Basilea, que en parte quedarán recogidas en un reglamento de la UE, eliminando con ello la posibilidad de que haya diferencias nacionales en su transposición.

Este sistema de resolución integrado debe basarse en mecanismos sólidos para financiar las medidas de la autoridad de resolución de la UE. Estos mecanismos deben estructurarse de forma que la espinosa cuestión de la asunción de la carga financiera por parte del sector público se sustituya, en la medida de lo posible, por una solución privada. A tal fin, se podrían agrupar recursos en un fondo de resolución único para toda la UE, lo que contribuiría a romper el vínculo entre la solvencia de las entidades de crédito y la de sus emisores soberanos y, al mismo tiempo, aseguraría un trato equitativo y una aplicación coherente de las normas pertinentes en toda la UE.

Conclusiones

La crisis financiera y de la deuda soberana ha aumentado notablemente el grado de heterogeneidad de las condiciones financieras de la zona del euro. Unas finanzas públicas insostenibles, unos desequilibrios macroeconómicos considerables y unos sistemas bancarios nacionales con dificultades han provocado un deterioro de las condiciones financieras en algunas partes de la zona del euro en las que las ventajas financieras que conllevó la incorporación a la UEM habían sido particularmente sustanciales y los crecientes desequilibrios no fueron frenados por las políticas adecuadas.

Este alto grado de heterogeneidad ha planteado retos para la ejecución de la política monetaria única. No obstante, la política monetaria del BCE ha contribuido a reducir

las divergencias observadas en las condiciones financieras. A lo largo de la crisis, las medidas del BCE han seguido orientándose por su mandato de mantener la estabilidad de precios en la zona del euro en su conjunto, ayudando a reducir la incertidumbre y las primas de riesgo de las tasas de interés asociadas. Las medidas de política monetaria no convencionales del BCE, como las OFPML a tres años y el SMP, respaldaron las condiciones en los mercados monetarios y de renta fija de los países con problemas financieros, y contribuyeron a asegurar una transmisión más homogénea de la política monetaria de la zona.

Con todo, las medidas no convencionales adoptadas por el BCE son de carácter temporal y no pueden abordar las causas subyacentes de los desequilibrios financieros y de unas condiciones financieras heterogéneas. Es necesario introducir reformas estructurales en el ámbito de las finanzas públicas, los desequilibrios macroeconómicos y la estabilidad financiera, que son responsabilidad de los Gobiernos nacionales de los países de la zona del euro. Hasta cierto punto, ya se están aplicando políticas adecuadas a escala nacional y de la zona del euro y europea, pero es posible que deban ponerse en práctica con mayor celeridad de lo actualmente previsto, así como tomar contundentes medidas adicionales, entre las que se incluye la transferencia de más competencias a las instituciones europeas para la gestión y resolución de crisis del sector financiero de la zona del euro, lo que constituiría un paso adelante hacia una unión financiera. La decisión adoptada en la cumbre de la zona del euro del 29 de junio de 2012 de introducir un mecanismo de supervisión único sobre la base del apartado 6 del artículo 127 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea representa un importante avance en la dirección correcta.

Fuente de información:

<http://www.bde.es/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/12/Fich/bm1208-3.pdf>

La crisis de deuda de la eurozona lastra su economía (Economy Weblog)

El 14 de agosto de 2012, el sitio electrónico *Economy Weblog* publicó el artículo *La crisis de deuda de la eurozona lastra su economía*. A continuación se presenta el contenido.

La economía de la Eurozona cayó en el segundo trimestre de este año a un ritmo de 0.2% trimestral (ver cuadro). La debilidad de las economías periféricas (Portugal, Italia y España) no ha sido compensada por el inesperado crecimiento de Alemania, Austria y Holanda. Las perspectivas apuntan a nuevas caídas del Producto Interno Bruto (PIB) en lo que resta de año. Así, algunos servicios de estudios esperan que el promedio en 2012 el PIB de la Eurozona (UEM) retroceda casi 0.5%. Los riesgos para que estas previsiones sean todavía peores tienen que ver con la aprobación de nuevas medidas de consolidación fiscal en gran parte de los periféricos que castigarán aún más a estas economías.

CRECIMIENTO DEL PIB
-Variación porcentual con respecto al trimestre anterior-

País	2011			2012	
	II	III	IV	I	II
Alemania	0.5	0.4	-0.1	0.5	0.3
Austria	0.5	0.0	0.2	0.5	0.2
Bélgica	0.2	0.0	-0.1	0.2	-0.6
Chipre	0.0	-0.8	-0.3	-0.4	-0.8
Eslovaquia	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7
Eslovenia	-0.1	-0.3	-0.6	0.2	---
España	0.2	0.0	-0.3	-0.3	-0.4
Estonia	1.8	1.4	0.1	0.3	0.4
Finlandia	-0.2	0.9	0.0	0.8	-1.0
Francia	0.0	0.3	0.0	0.1	0.0
Grecia	---	---	---	---	---
Holanda	0.0	-0.4	-0.6	0.3	0.2
Irlanda	3.0	-1.1	0.7	-1.1	---
Italia	0.3	-0.2	-0.7	-0.8	-0.7
Luxemburgo	-0.4	1.7	0.1	-1.4	---
Malta	0.1	0.2	-0.7	-0.1	---
Portugal	-0.2	-0.6	-1.3	-0.1	-1.2
UEM	0.2	0.1	-0.3	0.0	-0.2

FUENTE: Eurostat.

Como se puede ver en el cuadro, Francia encadena ya tres trimestres consecutivos de estancamiento. Italia cayó 0.7% trimestral y España registra una caída ligeramente superior a la del trimestre anterior (0.4% trimestral), mientras que en Portugal se intensifica la caída (1.2%).

La economía alemana creció 0.3% en tasa trimestral. El Ministerio de Economía señaló que las exportaciones aumentaron un 1.6% y también creció el consumo privado.

Pero este modesto ritmo de crecimiento no durará. La crisis de la deuda de la eurozona está finalmente alcanzando a la economía alemana, largamente considerada inmune por sus bajos niveles de deuda y por su flexible mercado laboral.

Estos datos ponen de manifiesto que la situación en la UEM es bastante delicada y que las economías “centrales” no son capaces de salvar por ellas solas la actividad en el conjunto de la zona.

La insistencia de Alemania en que los países periféricos (inmersos en una recesión) deben seguir aplicando medidas de austeridad fiscal para cumplir con los objetivos establecidos y poder acceder a ayuda financiera si lo necesitasen es uno de los mayores desafíos a los que se enfrenta la UEM.

Perspectivas

Si a ello unimos la debilidad del mercado de trabajo en gran parte de la Zona Euro prevemos nuevas caídas del PIB en la segunda mitad de 2012. Además la incertidumbre sobre la economía de Alemania, la mayor de Europa, podría hacer a los alemanes más reacios a apoyar los rescates de los países periféricos lo que generaría un hundimiento mayor de la economía europea.

Fuente de información:

<http://economy.blogs.ie.edu/archives/2012/08/la-economia-de-la-zona-euro-entrara-en-recesion-en-este-tercer-trimestre-del-ano.php>

Alemania enfrenta temor a recesión, y amenaza zona euro (Reuters)

El 10 de agosto de 2012, la agencia informativa *Reuters* publicó el artículo *Alemania enfrenta temor a recesión, y amenaza zona euro*. A continuación se presenta el contenido.

A tres años de la crisis de deuda en la zona euro, la poderosa economía alemana se ha estancado y algunos temen que pueda caer en recesión en la segunda mitad de este año.

La primera semana de agosto pasado, la mayor economía de Europa fue golpeada por una serie de divulgaciones de datos cada vez más pesimistas que mostraron declives en órdenes de manufacturas, producción industrial, importaciones y exportaciones.

En una advertencia inusualmente dura el viernes, el Ministerio de Economía dijo que esas cifras y una fuerte caída en la confianza empresarial en los últimos meses apuntan a "riesgos significativos" para el panorama de Alemania.

El próximo martes, datos del Producto Interno Bruto (PIB) para el segundo trimestre mostrarían un modesto crecimiento de cerca de un 0.2 por ciento.

Pero el peligro de recesión en la segunda mitad del año aumenta, según importantes economistas, en momentos en que el bloque monetario único europeo necesita desesperadamente del crecimiento de su potencia económica.

La desaceleración conlleva riesgos para la canciller alemana, —quien buscará un tercer mandato en las elecciones del próximo año—, y podría influir en la opinión pública sobre su estrategia para combatir la crisis, especialmente si se acelera una incipiente alza del desempleo.

"La economía alemana está perdiendo impulso —no hay duda de eso— y en el tercer trimestre la economía se va a contraer en comparación al segundo trimestre", dijo un economista jefe de Commerzbank.

"Las cosas irán cuesta abajo desde aquí. La economía alemana no está tan mal como el resto de la zona euro, pero no se puede desconectar, especialmente en la medida en que el crecimiento en China se ha desacelerado y sigue haciéndolo", agregó.

Alemania es conocida por su crecimiento impulsado por las exportaciones, pero la crisis europea ha golpeado a su mayor mercado.

Cerca de un 40% de las exportaciones germanas son enviadas a sus socios en el bloque monetario y un 60% a los de la Unión Europea en general.

China, uno de los mercados de más rápido crecimiento de Alemania y que representa alrededor de un 7% de las exportaciones totales, también se está desacelerando.

Decepción interna

La esperanza al aproximarse el 2012 era que el consumo privado compensara el declive ampliamente esperado en exportaciones de Alemania.

Se esperaba que bajas tasas de interés, un mercado laboral robusto —el desempleo en Alemania fue de un 6.8% en julio— y fuertes alzas de los salarios tanto en el sector público como en la industria manufacturera alimentaran la demanda interna.

Pero datos recientes han sido decepcionantes y las ventas minoristas han retrocedido.

El mes pasado, el presidente ejecutivo de la alemana Metro, el cuarto mayor minorista del mundo, dijo que las condiciones para los minoristas estaban empeorando, con

preocupaciones sobre la crisis de deuda opacando otros factores que podrían alentar a los alemanes a gastar.

Peter Bofinger, uno de los cinco "hombres sabios" que asesoran al Gobierno alemán sobre la economía, dijo que recientes datos de producción industrial sugieren que el país está al borde de una recesión técnica.

"No es el caso que Alemania pueda contrarrestar la situación económica internacional más débil con su propio dinamismo", dijo Bofinger a Reuters.

Un sondeo para la emisora pública ARD más temprano este mes mostró que un 63 por ciento de los alemanes cree que la economía está en buena forma.

La principal razón para eso es el robusto mercado laboral. Cifras publicadas el viernes mostraron que el desempleo juvenil en Alemania fue de sólo un 7.9% en junio, que se compara al promedio europeo de un 22.6 por ciento.

Aun así, están surgiendo señales de que una caída casi ininterrumpida del desempleo de seis años podría estar llegando a su fin.

El desempleo ajustado por estacionalidad ha aumentado, aunque modestamente, en los últimos cuatro meses. Y grandes compañías alemanas, desde Deutsche Bank hasta la firma de energía RWE y al distribuidor de acero Kloeckner están presionando con miles de recortes de empleos.

El mismo sondeo en el que casi dos de cada tres alemanes dijeron que estaban felices con el clima económico actual también mostró una fuerte alza, a un 56%, en el número de entrevistados que cree que la economía se deteriorará el próximo año.

Ese total está ahora en su mayor nivel desde comienzos del 2009, poco después de que la bancarrota de Lehman Brothers provocó la crisis financiera global que sumió a Alemania en su más profunda recesión en la era de la posguerra.

El sondeo de ARD mostró que un 84% de los alemanes cree que lo peor de la crisis de deuda está aún por venir.

Fuente de información:

<http://lta.reuters.com/article/topNews/idLTASIE87901E20120810?sp=true>

España necesita llevar adelante las reformas para estabilizar la economía (FMI)

El 27 de julio de 2012, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó, a través de su *Boletín Digital del FMI*, la entrevista realizada a James Daniel, Jefe de la Misión del FMI a España. A continuación se presenta la nota.

El gobierno español ha aprobado una serie de reformas encaminadas a ayudar a la economía y al sistema financiero en un momento en que la ininterrumpida crisis europea encarece la captación de crédito para el país.

Apenas concluido el último examen anual de la economía española, el jefe de la misión del FMI a España, James Daniel, habla con el *Boletín Digital del FMI* sobre los retos que implica reformar la economía y explica las recomendaciones del FMI.

Boletín Digital del FMI: ¿Cuál es la mejor manera para que España pueda equilibrar las medidas de austeridad y la promoción del crecimiento económico?

Daniel: El Gobierno procura encontrar un equilibrio entre la necesidad de recortar el déficit y la de estimular el crecimiento de la economía de tres maneras.

Primero, cerciorándose de que las medidas de reducción del déficit fiscal beneficien al máximo el crecimiento; un ejemplo es incrementar el ingreso generado por el impuesto sobre el valor añadido, en lugar de recortar el gasto productivo. Subir este impuesto tiene un efecto menos negativo en el crecimiento que reducir el gasto, sobre todo el que tiene posibilidades de contribuir al crecimiento. En comparación con otros países europeos, España recauda menos con el impuesto sobre el valor añadido.

Segundo, el Gobierno está poniendo en marcha reformas para lograr una economía más competitiva, que tendrán un efecto positivo en el crecimiento, y debería hacer más en este ámbito.

Y, tercero, mejorando el funcionamiento del sistema financiero. Por ejemplo, el préstamo europeo ayudará a sanear los bancos para que puedan otorgar más crédito a empresas sólidas, en lugar de tener que seguir acarreando préstamos a proyectos inmobiliarios que se vinieron abajo.

Boletín Digital del FMI: ¿Por qué es tan alto el desempleo en España, sobre todo entre los jóvenes, y qué reformas se necesitan para encarar el problema?

Daniel: Éste es un tema candente por varias razones. Primero y principal, hiere la dignidad humana y crea mucha presión para las familias. También tiene implicaciones económicas desfavorables: merma el ingreso público, puede reducir el crecimiento potencial, y es malo para los bancos porque la gente sin trabajo no puede saldar los préstamos.

Antes que nada, querría señalar que España tiene un nivel de desempleo inaceptable, mucho más alto que el de otros países, especialmente entre la juventud. Roza el 25% y entre los jóvenes supera el 50%; eso es terrible. Una de las razones, pero solo una, es el estallido de la burbuja inmobiliaria. España siempre ha tenido un desempleo elevado, y hay otros países —como Estados Unidos de Norteamérica, Irlanda y Reino

Unido— en los cuales también estalló una burbuja inmobiliaria pero el desempleo no subió tanto.

Como venimos diciendo desde hace muchos años, existen grandes problemas con la manera en que funciona —o, más bien, no funciona— el mercado laboral en España; sobre todo, la gran divisoria entre quienes tienen empleos permanentes y protegidos y quienes tienen trabajos temporales, que suelen ser los jóvenes. Esta estructura significa que cuando llegan los malos tiempos para la economía, las compañías deben adaptarse despidiendo personal temporal en lugar de cambiar las condiciones de trabajo, como los sueldos. Eso afecta desproporcionadamente a los trabajadores jóvenes. El resto del mundo contrata y despide, claro, pero también modifica las condiciones de trabajo y ajusta los sueldos.

Por ejemplo, el empleo temporal ha disminuido un tercio desde que comenzó la crisis, pero el permanente, apenas 6 por ciento.

Para solucionar esta situación, el mercado laboral debe ser más incluyente, así que el FMI recomienda dos cosas para España: asegurarse de que más gente tenga trabajo y darles a las empresas confianza para contratar, aun si eso significa que algunas personas trabajen de manera diferente, en condiciones más flexibles, o ganando menos. Más que un mercado dividido en trabajadores protegidos y desprotegidos, preferiríamos un mercado laboral más incluyente, que ayude a las empresas a adaptarse a las épocas difíciles sin tener que despedir.

En otros países, los sueldos suben y bajan, y el empleo no es tan variable. España es el caso atípico. Queremos que las empresas puedan ponerse de acuerdo con los trabajadores sobre condiciones de trabajo que reflejen las condiciones económicas, y que no respondan sencillamente con despidos.

Ese es el rumbo por el que se encaminan las reformas laborales adoptadas por este gobierno en febrero y por gobiernos anteriores. Obviamente, éstos son temas muy delicados que afectan a toda la sociedad y que son difíciles de cambiar. De hecho, sugerimos que podría resultar útil una mayor cooperación entre el gobierno, los sindicatos y los empleadores en pos del objetivo primordial de recuperar la competitividad.

Boletín Digital del FMI: Los mercados financieros no parecen convencidos con las reformas ya adoptadas por el gobierno; ¿qué más se puede hacer para restablecer la confianza de los inversionistas y los mercados?

Daniel: Los planes de España son buenos; ahora hay que llevarlos adelante. El país ha aprobado numerosas reformas y asumido muchos compromisos, y ahora el gobierno tiene que hacerlos realidad para que se vean los resultados. Por ejemplo, no basta con anunciar metas ambiciosas para el déficit fiscal, sobre todo porque no se las alcanzó en el pasado. Ahora, el gobierno tiene que cumplirlas. De hecho, debería estar intentando superar esas metas, para que las sorpresas sean buenas, no malas.

El programa de medidas anunciado hace poco, que incluye el aumento del IVA de 18 a 21% y la eliminación de la desgravación hipotecaria en el impuesto sobre la renta, es alentador en ese sentido. Se trata de medidas bien diseñadas para evitar en lo posible perjudicar el crecimiento.

Pero los problemas que enfrenta España en los mercados financieros trascienden sus fronteras, y son reveladores de los defectos en el diseño de la zona del euro. Los dirigentes europeos deben llevar a término las reformas anunciadas y corregir las deficiencias de la unión monetaria. Como tarea inmediata, por ejemplo, Europa podría preparar una hoja de ruta para transformar el préstamo europeo otorgando al gobierno en una recapitalización directa de los bancos a través del fondo de rescate, el Mecanismo de Estabilidad Financiera. El papel de España consistiría en demostrar a los socios de la zona del euro que el país está poniendo orden en su propia casa.

Habrá que esperar algún tiempo para que muchas de las reformas den fruto. Tomando el ejemplo de la reforma del mercado laboral, en las duras circunstancias actuales cuesta imaginarse que se vaya a crear empleo rápidamente, pero lo que sí podemos esperar son indicios de que la reforma est  funcionando. Lo que querríamos ver es que las compa as est n usando la nueva ley, por ejemplo, para concertar más acuerdos a nivel de empresa y para cambiar las condiciones de trabajo y así no tener que recortar empleos. Ese proceso ya parecería estar en marcha.

Boletín Digital del FMI:  Qu  papel desempeñará el FMI en el monitoreo de la asistencia financiera europea a los bancos españoles?

El 20 de julio publicamos en nuestro sitio web los términos de referencia del monitoreo. Nuestro aporte será en forma de asistencia técnica, y nuestro objetivo es proporcionar opiniones y asesoramiento independientes sobre lo que encontremos. Eso implicará monitorear con regularidad el sector financiero español; entre otras cosas, el avance de las reformas del sector financiero a las que se comprometí el gobierno al acordar el préstamo con sus socios europeos. Tenemos previsto preparar información actualizada cada tantos meses, detallando el progreso del saneamiento del sector bancario español. Entregaremos esos informes periódicos a nuestras contrapartes en España y Europa, con la firme expectativa de que se los har  públicos sin grandes demoras.

Obviamente, durante este proceso mantendremos una coordinación constante con nuestras contrapartes españolas y europeas. Al mismo tiempo, somos una institución independiente, no participamos en el préstamo, y daremos nuestra opinión de manera acorde.

Fuente de información:

<http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/survey/so/2012/car072712as.pdf>

Para tener acceso a información relacionada visite:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12202.pdf>

<http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2012/pn1287.htm>

Grecia pide más tiempo para cumplir con las condiciones del rescate (El País)

El 22 de agosto de 2012, el periódico español *El País* publicó la nota *Grecia pide más tiempo para cumplir con las condiciones del rescate*. A continuación se presenta la información.

En una semana clave para su país y para el euro, el Primer Ministro de Grecia, comienza una ofensiva política con una reunión con el Jefe del Eurogrupo (Ministros de Finanzas de la zona euro), en Atenas, para persuadirle de que su país está dispuesto a llevar a cabo las reformas impuestas a cambio de los rescates, pero que necesita más tiempo para hacerlo.

“Todo lo que queremos es un poco de aire para respirar, para hacer que la economía mejore y aumentar los ingresos estatales”, ha dicho el Primer Ministro de Grecia en una entrevista publicada en el diario alemán Bild. “Permitidme ser muy explícito”, añade el Primer Ministro: “no estamos pidiendo dinero adicional. Permanecemos apegados a nuestros compromisos, pero tenemos que poner en marcha el crecimiento económico para reducir las brechas financieras”. El Primer Ministro de Grecia se dirige así a la troika (el trío institucional formado por la Comisión Europea, el Banco Central Europeo (BCE) y el Fondo Monetario Internacional (FMI), que ha rescatado en dos ocasiones al país heleno).

El Primer Ministro de Grecia ha subrayado que hasta ahora el país ha abordado las reformas estructurales exigidas por sus acreedores internacionales, aunque ha admitido que a lo largo de este proceso se han cometido varios errores. “Estamos haciendo progresos. Hemos reducido el número de funcionarios y hemos decidido contratar solo a una persona por cada diez funcionarios jubilados”, ha recordado. “Pronto tendremos un sector público más pequeño, saludable y eficiente”.

Al parecer, los próximos recortes supondrán el despido de 40 mil funcionarios, la reducción de los salarios públicos, de las pensiones, de los beneficios sociales y del sistema sanitario. Por lo demás, el Primer Ministro de Grecia ha descartado la salida de Grecia del euro. “Sería una pesadilla: colapso económico, revueltas sociales y una crisis de la democracia sin precedentes. Significaría al menos otros cinco años de recesión y una tasa de desempleo superior al 40 por ciento”.

El Primer Ministro se reunirá con el Jefe del Eurogrupo. Se entrevistará también con la Canciller Alemana y el Presidente Francés, en estas citas se espera que el Primer Ministro de Grecia presione a sus socios europeos para conseguir una prórroga de dos años para reducir el déficit al 3%, algo que, según el calendario actual, debería cumplir a finales de 2014. En 2011, el déficit se situó en el 9.3% como proporción del PIB.

Fuente de información:

http://economia.elpais.com/economia/2012/08/22/actualidad/1345593941_274938.html

Indonesia: Una larga crisis que ha llegado a su fin (Economy Weblog)

El 10 de agosto de 2012, *Economy Weblog* publicó el artículo: *Indonesia: Una larga crisis que ha llegado a su fin*. A continuación se presenta el contenido.

Estamos en Europa y más concretamente en España inmersos en una crisis económica en la que en muchos momentos no se ve el final. Me parece interesante poner la vista en lo que hace 15 años eran un ejemplo de riesgo país y ahora es un paradigma de éxito.

Estamos en verano, y en estas fechas muchos turistas atraídos por las más de 17 mil islas que forman Indonesia quizás buscan el descanso en Sumatra, Yakarta o Java.

Indonesia lleva décadas siendo un destino turístico pero los atentados del 2009 y una crisis económica (la famosa crisis asiática) que comenzó en 1997 empeoraron drásticamente la apreciación del país en el extranjero. Menos de tres lustros después la situación se ha dado la vuelta y el gobierno del país espera cerrar el año con un crecimiento en torno al 6.5 por ciento.

¿Cómo lo han logrado?

El primer pilar ha sido la contención del Gasto Público: Sin tener una Unión Europea que les marque la pauta, llevan cinco años con déficit por debajo del 1.5%, siendo la deuda gubernamental como porcentaje de la economía inferior al 25 por ciento.

El segundo ha sido, ser un destino atractivo a la inversión extranjera, basado en una mano de obra cualificada y productiva. En el segundo trimestre del 2012, los flujos de capital provenientes de corporaciones extranjeras se han incrementado un 30% respecto al 2011. Otro efecto colateral de la inversión económica es una tasa de desempleo del 6 por ciento.

Tercero. Indonesia ha implementado en la última década una profunda reestructuración del sistema bancario del país con el objetivo de incrementar su estabilidad y transparencia.

Finalmente, pese a ser una economía netamente exportadora, con una cuenta corriente positiva en la que son tan importantes la venta al exterior de productos locales como el mantenimiento y defensa del sector turístico, el principal motor de la economía es el consumo nacional. A diferencia de otras economías asiáticas muy dependientes de las exportaciones, principalmente al gigante Chino, en Indonesia el consumo interno representa cerca del 60% del Producto Interno Bruto. Durante el 2012, la rupia indonesia se ha devaluado un 8% frente al dólar estadounidense, lo que ha aumentado la demanda de bienes locales y potenciado sus exportaciones.

En 1998, el Banco Mundial proclamaba que Indonesia era un país en ruinas. La situación actual nos muestra que las crisis no son eternas y que en los países en dificultades deberían aprender de los éxitos ajenos y no repetir sus errores.

Fuente de información:

<http://economy.blogs.ie.edu/archives/2012/08/indonesia-una-larga-crisis-que-va-llegando-a-su-fin.php>

¿Está explotando la burbuja de la globalización? (Economy Weblog)

El 13 de agosto de 2012, el sitio electrónico *Economy Weblog* publicó el artículo: *¿Está explotando la burbuja de la globalización?* A continuación se presenta el contenido.

Parece que la economía China se debilita. Parece que su modelo económico está cambiando: más demanda interna y menos exportaciones. Algunos analistas creen que podría estar explotando una especie de “burbuja exportadora”, al igual que estos años atrás sucedió a España con su sector inmobiliario o a Estados Unidos de Norteamérica con la “punto com”. ¿Se trata de una pequeña bola de nieve (fabricada en 1978) que tiramos por una cuesta, la cual se va haciendo cada vez más grande y más grande, hasta que llega un punto en el que choca contra algún obstáculo y se rompe y tenemos que volver a empezar de nuevo? Creo que no aunque el crecimiento económico de China esté cayendo tiene unos cimientos bastante fuertes y estructurados.

Esta ruptura de la burbuja exportadora que parece estar afectando a China, está condicionada por las recesiones que sufren los principales países de los que depende. Como es el caso de Estados Unidos de Norteamérica y los países de la Unión Europea. El mercado europeo ha pasado de representar alrededor del 40% de las exportaciones chinas en 2009, a un 20% a mediados de 2012.

Como explica la Teoría Económica y la experiencia de muchos países, abrirse al comercio exterior es muy bueno para economías cerradas, de hecho China en la época de Mao era una economía cerrada y muy pobre. Pero no podemos depender exclusivamente y de por vida de éstas. Ya que un cambio brusco en sus países clientes, como ha sido la crisis actual, afecta negativamente al crecimiento de China como estamos viendo.

Para conseguir estabilizar su situación China debería replantearse dos cosas. La primera, intentar reactivar de nuevo su comercio exterior. Y en segundo lugar estabilizar su crecimiento e impulsar su demanda interna. Quizá sea el momento de poner más énfasis en la segunda para mejorar el nivel de vida de los chinos y también para depender menos de economías en declive.

Por tanto China debe impulsar su demanda interna. Debe establecer medidas para incentivar la inversión privada en sectores como la energía (el petróleo esta cada vez más caro), ferrocarriles, salud, educación, telecomunicaciones y mejorar sus infraestructuras.

Para ello podría reducir las cargas fiscales de las empresas, inyectar liquidez en el mercado para que estas empresas privadas consigan obtener créditos de una manera más fácil y con mejores condiciones. Así como favorecer el crédito para el consumo de las familias o explotar las zonas rurales.

Como hemos podido ver en los últimos años el fenómeno de las “Burbujas” sigue apareciendo constantemente. Esta vez le ha tocado a China, aunque está sabiendo responder incentivando y mejorando el bienestar de su población. Cuyo fin es crear un entorno más favorable para el consumo interno y mejora de su economía.

Ahora deberíamos preguntarnos ¿cuál será la próxima “burbuja”? ¿Se puede pensar que de aquí a unos años explotará la Burbuja Africana? ¿Deberíamos abandonar la

exportación (globalización a nivel mundial) y centrarnos en las economías internas?
¿Dejará de ser la globalización el motor del crecimiento de la economía mundial?

Fuente de información:

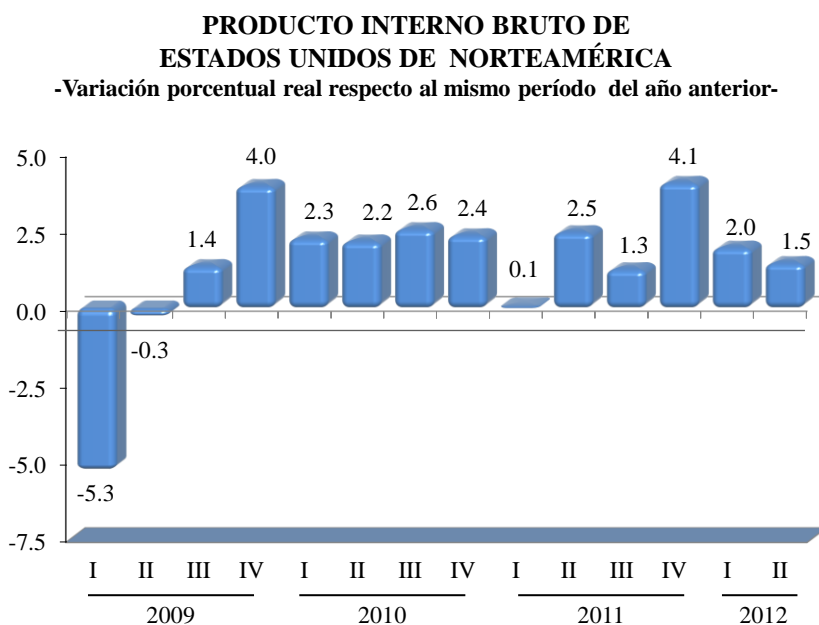
<http://economy.blogs.ie.edu/archives/2012/08/esta-explotando-la-burbuja-de-la-globalizacion.php>

V. ECONOMÍA INTERNACIONAL

Economía de los Estados Unidos de Norteamérica

Producto Interno Bruto de Estados Unidos de Norteamérica (BEA)

El 27 de julio de 2012, el Buró de Análisis Económico (BEA) del Departamento de Comercio de Estados Unidos de Norteamérica dio a conocer que el Producto Interno Bruto (PIB) real, es decir, la producción de bienes y servicios resultado de la acción combinada del trabajo y la propiedad localizados en dicho país, aumentó a una tasa anual¹ de 1.5% durante el segundo trimestre de 2012. Durante el primer trimestre, el PIB real creció 2.0%. A continuación se presenta la información.



FUENTE: Bureau of Economic Analysis.

¹ El Buró de Análisis Económico de Estados Unidos de Norteamérica advierte de que las estimaciones trimestrales se expresan a tasas anuales ajustadas estacionalmente, a menos que otra cosa sea especificada.