

# Situación

Servicio de Estudios Económicos

Noviembre 2009



La economía europea ha tocado fondo, pero la recuperación será lenta

Una vez el estímulo fiscal llegue a su fin, la sostenibilidad de la demanda doméstica es incierta, así que ...

... las estrategias de salida de la política monetaria y fiscal tendrán que ser implementadas con cautela

Los tipos de interés permanecerán en niveles muy bajos por un período más largo del que se esperaba



# Índice

Fecha de cierre: 24 de noviembre de 2009

<b>1. Editorial</b>	<b>2</b>
<b>2. La economía mundial se estabiliza, pero los riesgos persisten</b>	<b>4</b>
<b>3. Perspectivas económicas de la zona euro</b>	<b>7</b>
Recuadro 1. Política fiscal: aún no es momento de ajustarla	14
Recuadro 2. Sobre la eficacia de los planes de "achatarramiento" en el sector del automóvil y sus repercusiones en el consumo	16
Recuadro 3. El sistema bancario de la zona euro: nada de complacencia	18
Recuadro 4. El paciente británico	20
Recuadro 5. PIB potencial, menor crecimiento tras la desaceleración	23
<b>4. Los factores determinantes de la inflación europea: una evaluación del papel de las variables macroeconómicas y de las instituciones</b>	<b>25</b>
<b>5. El Tratado de Lisboa: ¿un nuevo comienzo para Europa?</b>	<b>32</b>
<b>6. Resumen de previsiones</b>	<b>36</b>

## Han elaborado esta publicación:

Rafael Doménech	34 91 537 36 72	r.domenech@grupobbva.com
Miguel Jiménez	34 91 537 37 76	mjimenezg@grupobbva.com
Agustín García Serrador	34 91 374 79 38	agustin.garcia@grupobbva.com
Elvira Prades	34 91 537 79 36	elvira.prades@grupobbva.com
Mónica Correa López	34 91 374 64 01	monica.correa@grupobbva.com
Juan Ramón García López	34 91 374 33 39	juanramon.gl@grupobbva.com
Ignacio González Panizo	34 91 538 63 50	ignacio.gonzalez-panizo@grupobbva.com
David Mathieson	34 91 374 49 35	david.mathieson@grupobbva.com
Daniel Navia Simón	34 91 537 83 51	daniel.navia@grupobbva.com

## 1. Editorial

Siete meses después de la caída, la economía europea ha comenzado a recuperarse, aunque todavía sigue débil. Los brotes verdes que comenzaron a aparecer la última primavera se han materializado en un crecimiento positivo durante el tercer trimestre del año, a pesar de que el PIB sigue 5 puntos por debajo del nivel previo a la crisis. La recuperación será vacilante y más lenta que la estadounidense.

Gracias a la solidez de las economías emergentes, son las exportaciones las que sustentan esta tímida recuperación, del mismo modo que fueron, en parte, responsables del desplome de la actividad durante el último trimestre de 2008 y el primero de este año. Pero una buena parte del crecimiento que hemos visto hasta el momento también puede explicarse por los estímulos fiscales implantados de una manera, por una vez, coordinada a principios de 2009. Hasta cierto punto, estos efectos positivos eran previsibles. Cuando se aprobaron aquellos planes, a pesar de la incertidumbre que suele caracterizar a las repercusiones de las políticas fiscales, pronosticábamos una considerable recuperación del PIB en el segundo semestre del año y, quizá, principios de 2010. La realidad nos ha dado la razón. De la miríada de medidas adoptadas por los diversos países, resulta difícil determinar cuáles van a ser más útiles para sustentar la actividad. Hasta el momento, parece que las medidas de apoyo al sector de la automoción y las que contribuyen a mantener el empleo han sido las más efectivas, pero es probable que muchos de los demás planes fiscales estén ayudando (aunque de manera menos visible). Sin embargo, una vez que estas políticas se vayan retirando progresivamente, existen dudas razonables sobre la capacidad de la demanda privada de tomar el relevo. Se trata de un factor de incertidumbre de cara a los próximos trimestres.

El otro elemento de debilidad reside en el sector financiero. Muchas de las tensiones que surgieron en el verano de 2007 y que volvieron a estallar en octubre de 2008 han menguado, pero no han desaparecido. Además, el sector bancario europeo apenas si se ha reestructurado desde que empezó la crisis, a diferencia del estadounidense, donde se reconocieron las pérdidas y se ha abordado la recapitalización en mayor medida. El crédito en la zona euro no crece, y la ausencia de reformas en los bancos europeos podría retrasar la recuperación una vez vuelva a consolidarse la demanda interna.

A pesar de esta situación, se habla mucho de las estrategias de salida de Europa, tanto de la política monetaria como de la fiscal. La política monetaria viene siendo adecuadamente expansiva desde hace más de un año, con un BCE que recortó los tipos oficiales hasta el 1% (aunque después de haberlos subido brevemente en el verano de 2008) y que inyecta generosamente liquidez a las instituciones financieras para suavizar las tensiones. La estrategia consiguió reducir los diferenciales y levantar la confianza —también en este caso la acción coordinada de los bancos centrales ha sido importante—, pero ahora el BCE está reflexionando sobre cómo y cuándo retirar el exceso de liquidez inyectada. Aunque el BCE se muestra muy cauto contra opiniones excesivamente optimistas sobre la recuperación europea, también le preocupan las repercusiones que podrían tener las masas monetarias sobre la futura inflación. En nuestra opinión, esto es erróneo, considerando la fragilidad del sector financiero y las perspectivas de inflación. La inflación general está muy baja, y la subyacente se está desacelerando (hoy se sitúa en torno al 1%). Con un enorme exceso de capacidad —el diferencial de producción es muy amplio, independientemente del método que se utilice para calcularlo—, los riesgos de deflación no han desaparecido completamente, y sería sensato retrasar la implantación de la estrategia de salida hasta que la recuperación tome impulso. En lo relativo a los tipos de interés oficiales, y por

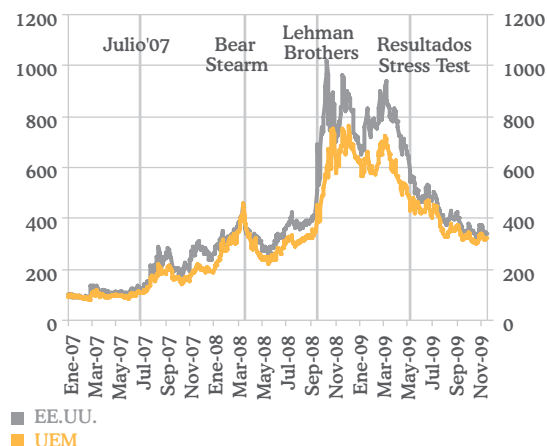
todos los motivos expuestos, creemos que se mantendrán muy bajos durante un período prolongado, especialmente ahora que el cambio del euro está alto y que la Reserva Federal estadounidense ha anunciado que los mantendrá bajos por un tiempo.

En materia de política fiscal, el déficit público y las ratios de endeudamiento se han disparado durante el año pasado, por lo que es importante diseñar una estrategia de salida decidida para los próximos años, así como aplicarla de manera puntual. Es decir, no demasiado temprano. La estrategia ideal sería anunciar con antelación una serie coherente de medidas para reducir los déficits públicos hasta niveles sostenibles una vez que la situación mejore, e implementar dichas medidas antes de que la política monetaria comience a ajustarse. En Europa parece existir un consenso de esperar hasta 2011 para comenzar a implementar el ajuste. No obstante, no queda clara la determinación de volver a la disciplina fiscal una vez iniciado dicho ajuste.

En resumen, las previsiones para el próximo año son que la economía europea seguirá débil. Tras caer en torno al 4% en 2009, el PIB apenas crecerá en 2010 (con un 0,2%, nos situamos en la banda inferior de proyecciones entre los analistas), en una ruta de convergencia hacia un potencial crecimiento de aproximadamente el 1,5%. El riesgo es que Europa se mantendrá muy débil durante varios años si el sector financiero no se reforma rápidamente. No deben olvidarse las lecciones de lo que sucedió en Japón en la década de 1990. Incluso si la recuperación se afianza, el potencial de crecimiento de Europa quedará por debajo de los niveles anteriores a la crisis. No solamente porque los años de expansión fueron artificialmente impulsados por burbujas en diversos mercados, sino además porque los factores de producción crecerán más lentamente (la población activa debido a la debilidad de la dinámica demográfica, y el capital físico como consecuencia de la caída de las inversiones). Tras la crisis, la brecha negativa del crecimiento entre Europa y EE.UU. (por no hablar de los mercados emergentes) persistirá.

Gráfico 2.1.  
Indicador de Tensiones Financieras

100 = Enero-07



Fuente: SEE BBVA  
Primer componente normalizado de las siguientes series: spread OIS, volatilidad implícita, y spread CDS de banca y corporativa.

## 2. La economía mundial se estabiliza, pero los riesgos persisten

**La actividad económica mundial se está estabilizando y la recuperación se ha iniciado, pero persisten riesgos de retroceso, en especial en las economías desarrolladas**

La economía global ha entrado en una fase más positiva desde la publicación de la última edición de Europa Watch. Afortunadamente, la caída libre de la actividad económica se ha moderado, y en el segundo semestre de 2009 la mayoría de las economías se han estabilizado y, en ciertos casos, incluso consiguieron tasas de crecimiento positivas.

Este cambio de rumbo se explica, en gran medida, por las medidas de estímulo excepcionales adoptadas a escala global, tanto en el ámbito monetario como en el fiscal. En la gran mayoría de los países, los tipos oficiales han sido sustancialmente recortados, y una gran variedad de medidas no convencionales —inyecciones excepcionales de liquidez y compras de activos— han posibilitado la restauración parcial de las condiciones de liquidez y de crédito. Por lo que respecta a la política fiscal, los grandes paquetes de estímulos aprobados en el último trimestre de 2008 surtieron efecto gradualmente durante 2009. Estos programas han supuesto un notable empujón para sectores fundamentales —el de la automoción es un caso muy significativo— y un impulso para la renta de las familias, y ayudaron a contener un ajuste mucho más brusco del consumo privado.

Considerando el papel que jugaron las políticas económicas en la estabilización, el principal riesgo a corto plazo para la economía mundial es el momento y la manera de salir de las mismas. Persisten dudas sobre si la demanda privada podrá liderar la recuperación una vez que se retiren los estímulos. Es muy poco probable que se produzca un completo restablecimiento del crecimiento de la demanda interna, que fue el principal motor de la actividad en la expansión anterior, y ello por diversos motivos. En primer lugar, un factor muy importante que sostuvo la demanda fue el excesivo uso del endeudamiento, algo que es muy poco probable que ocurra en los próximos años, que estarán dominados por presiones de desapalancamiento. Además, la evolución prevista de los mercados de trabajo, donde la destrucción de empleo sigue siendo muy alta, también actuará como freno del gasto privado. Una retirada prematura de los estímulos, en especial los monetarios, podría reactivar el circuito entre la contracción de la actividad y las pérdidas financieras, prolongando la duración de la recesión.

Gráfico 2.2.  
Índice de riesgo corporativo:  
CDS 5 años no financiero

(pb)



Fuente: Datastream

### Los mercados financieros se recuperan como consecuencia de la disposición a asumir riesgos y la vasta liquidez

Durante 2009 también se produjeron sustanciales avances en la estabilización de los mercados financieros 2009. Tras un primer trimestre muy convulso, la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia de los bancos estadounidenses actuó como un catalizador positivo. La transparencia y credibilidad de estas medidas de las autoridades supervisoras contribuyeron a disipar los temores de un completo colapso del sistema bancario, aceleraron la inyección de capital público y privado a las instituciones financieras y, en consecuencia, promovieron un incremento gradual de la disposición a asumir riesgos en los mercados (Gráficos 2.1 y 2.2). Simultáneamente, las inyecciones de liquidez realizadas por los bancos centrales han tenido excelentes resultados en la contención de las tensiones de los mercados interbancarios. Se trata de un área en la que las correcciones se han realizado antes, y en este momento los diferenciales del OIS se encuentran hoy muy próximos a sus niveles anteriores a la crisis. No obstante, esta evolución es altamente dependiente del apoyo aportado

por los bancos centrales, por lo que una retirada prematura podría conllevar una reversión de las ventajas obtenidas.

Las tendencias en los demás mercados también han sido positivas para la mayoría de las categorías de activos. Las bolsas experimentaron fuertes avances desde los mínimos alcanzados en marzo (Gráfico 2.3), inicialmente impulsados por los títulos de las instituciones financieras. Esta mejora comenzó a generalizarse a medida que comenzaban a surgir los primeros indicios de estabilización. Los diferenciales de los mercados de crédito mejoraron notablemente en el segundo trimestre, aunque esta tendencia ha perdido impulso desde el verano. Por lo que respecta a la renta fija, la rentabilidad de la deuda soberana ha mostrado una notable solidez alcista, a pesar de la evolución positiva de inversiones de mayor riesgo. Este patrón se explica sobre todo por las previsiones de que los tipos oficiales se mantendrán muy bajos durante un período prolongado. Además, a pesar de que los tipos de interés a corto plazo son muy bajos, a los participantes del mercado les preocupan los fundamentos de la actual recuperación, preocupación que sigue manteniendo alta la aversión a asumir riesgos. Ambos factores han facilitado la absorción de volúmenes récord de deuda soberana con limitadas presiones sobre la rentabilidad a largo plazo.

### Las economías emergentes se han convertido en el principal motor del crecimiento mundial...

Tras una caída altamente sincronizada de la actividad a finales de 2008 y principios de 2009, la recuperación actual es muy heterogénea entre las regiones. La actividad económica de los mercados emergentes marcha claramente por una vía más firme, situación que se explica por una combinación de diversos factores. La mayoría de estos países estaban menos expuestos a las causas que originaron la crisis financiera. Además, consiguieron utilizar sus políticas monetarias y fiscales para contrarrestar la presión negativa sobre la demanda, y lo hicieron en una medida que no había sido posible en crisis anteriores. Últimamente, este impulso se ha visto reforzado por la recuperación gradual del comercio mundial y de los precios de las materias primas en el segundo semestre de 2009. En gran medida, todos estos factores fueron una consecuencia directa de las anteriores iniciativas de los mercados emergentes de implementar políticas económicas sanas tendientes a la estabilidad macroeconómica. La continuidad de estos factores durante 2010 hace muy probable que en el futuro se amplíe la brecha de crecimiento entre los mercados desarrollados y los emergentes (Gráfico 2.4).

En los mercados emergentes, los indicios de una recuperación de la actividad económica son ahora muy claros, aunque no en la misma medida en todas las regiones. La economía china consiguió experimentar un impresionante crecimiento en el tercer trimestre (8,9% a/a) después de recibir numerosos estímulos, implantados mediante incrementos rápidos del crédito bancario y del gasto fiscal. Otras economías asiáticas están en medio de significativas recuperaciones del ritmo de actividad, aunque no han sido tan rápidas como la de China. También la mayoría de los países de América Latina han vuelto a la vía de crecimiento, y es muy probable que se acelere en 2010. Sin embargo, los países de Europa del Este se enfrentan a una situación más complicada. La profundidad del ajuste económico ha sido, en general, mayor. Y la existencia de importantes desequilibrios financieros y macroeconómicos antes de la crisis complica la adopción de políticas económicas para aliviarlos.

La economía estadounidense experimentó un crecimiento positivo en el tercer trimestre de 2009 (+0,9% t/t), ayudada en parte por la aportación positiva del programa de renovación del parque automotor. Aunque algunos de estos factores temporales desaparecerán

Gráfico 2.3.

### EE.UU., Zona Euro y mercados emergentes: Mercados bursátiles (Julio 2007=100)

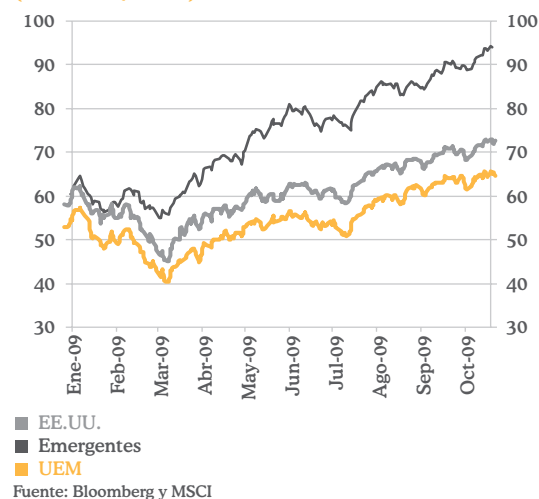


Gráfico 2.4.

### Economías emergentes y G3: crecimiento PIB (a/a %)

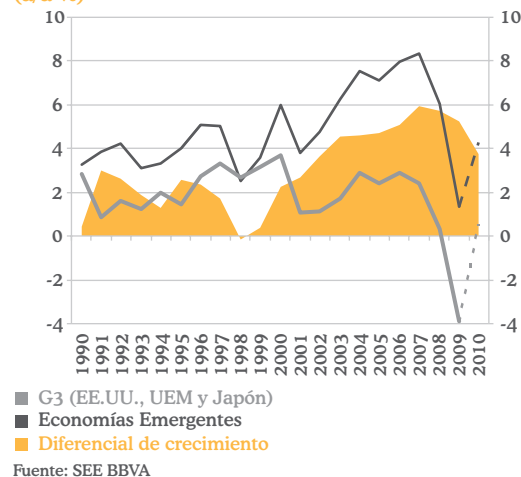


Gráfico 2.5.

### EE.UU. y China: Cuenta Corriente (% PIB)

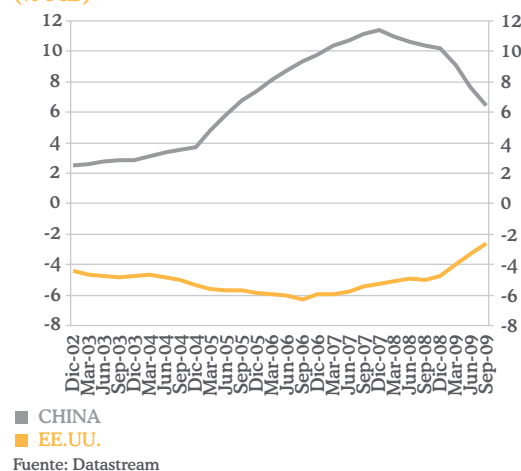
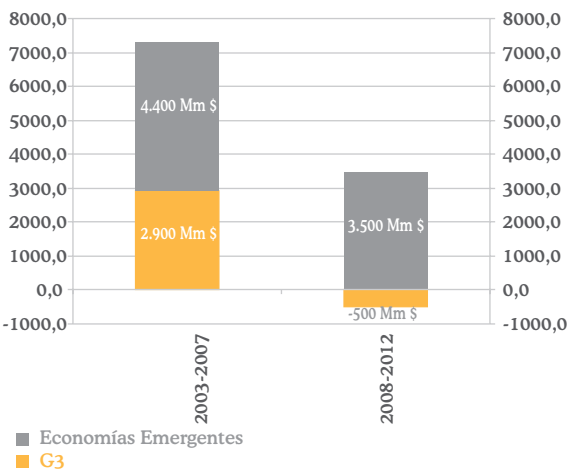


Gráfico 2.6.

**G3 y Economías Emergentes:  
Transferencias de demanda\***  
(Mm \$, a precios de 2008)



(\*) : Consumo Privado + Inversión Bruta  
Fuente: SEE BBVA

gradualmente durante 2010, de cara al futuro la economía estadounidense podría conseguir una recuperación algo más rápida. El apoyo de la política fiscal será importante en 2010; se estima que se situará en 3 puntos porcentuales para todo el ejercicio. También sigue en marcha a buen ritmo la reestructuración del sistema bancario estadounidense. Varios bancos ya han devuelto al gobierno las ayudas recibidas.

**... pero queda por resolver el reto que suponen los balances por cuenta corriente y la consolidación fiscal**

De cara al futuro, la sostenibilidad del crecimiento depende de conseguir reequilibrar los modelos de ahorro e inversión, tanto a nivel mundial como nacional. En particular, las tendencias que conllevaron la acumulación de desequilibrios externos muy importantes tendrán que revertirse para que la actual recuperación nos lleve a un período de crecimiento sostenido (Gráfico 2.5). Para ello es necesario que aumente el consumo privado en aquellas economías con grandes superávits exteriores y cuyo crecimiento ha estado basado en la devaluación de la moneda, la acumulación de reservas y altas tasas de ahorro. Este proceso plantea difíciles desafíos, en especial en lo que respecta evitar un brusco reajuste de los tipos de cambio. Por el otro lado, EE.UU. y otras economías desarrolladas deberán aumentar sus tasas de ahorro, un proceso que ya ha comenzado pero cuya continuidad sigue siendo incierta (Gráfico 2.6).

Por último, a medio plazo será cada vez más necesario abordar planes creíbles de consolidación fiscal. De lo contrario, resurgirán los riesgos de que la demanda pública excluya a la inversión privada. Aunque la aplicación de estos planes no está necesariamente garantizada en las actuales condiciones, sería muy ventajoso empezar el debate lo antes posible.



### 3. Perspectivas económicas de la zona euro

#### 3.1 Las medidas fiscales dan resultado y la actividad se ha recuperado, pero los fundamentos siguen frágiles

La contracción de la economía europea ha sido, en cierta medida, más profunda que la estadounidense porque el retroceso de la demanda externa ha sido mayor que en recesiones anteriores.

Tras el inicio de la crisis de las hipotecas basura en EE.UU. en el verano de 2007, no fue extraño leer que, dado que la crisis financiera se había originado en EE.UU., afectaría mayormente a la economía estadounidense y sus repercusiones serían menores en Europa. Varios trimestres después, en especial después del episodio de Lehman Brothers que volvió a encender a crisis, es evidente que no era así. Posteriormente, la economía europea fue duramente afectada por la caída de la confianza y el retroceso del comercio mundial, así como por la extremada aversión a asumir riesgos reinante a finales de 2008.

El Gráfico 3.1 refleja esta situación. Debido en parte a su mayor apertura al comercio internacional, la caída del PIB en el período desde el verano de 2008 hasta marzo de 2009 fue más profunda en la zona euro que en EE.UU. Dicho retroceso ha sido más profundo en esta crisis que en cualquiera otra de las recesiones de los últimos 30 años (Gráfico 3.2). También se espera que la recuperación sea más lenta.

Por lo que respecta a los componentes de la demanda, esta recesión ha golpeado duramente al consumo privado, tanto como a principios de la década de 1990 (Gráfico 3.3). No obstante, sus repercusiones no han sido tan evidentes en la zona euro como en EE.UU., o, especialmente, el Reino Unido (Gráfico 3.4), donde el endeudamiento acumulado de las familias durante los años de expansión era más alto, y el porcentaje de ahorro menor (Gráficos 3.5 y 3.6). En la zona euro, el impacto del consumo se ha reflejado sobre todo mediante una crisis de confianza, acompañada de la incertidumbre en materia de renta y empleo. En los países anglosajones las familias han comenzado a ahorrar rápidamente en los últimos trimestres. Sin embargo, en la zona euro esta reacción ha comenzado solamente en el segundo trimestre del año. Por lo que respecta a los próximos tiempos, se prevé que la tasa de ahorro seguirá incrementándose, lo que retrasará la recuperación de la demanda privada.

Más que el consumo privado, la principal diferencia entre esta recesión y las anteriores reside en la drástica caída de las exportaciones después del verano de 2008, que provocó el retroceso de la demanda de inversiones y de la producción industrial. Las exportaciones solamente han comenzado a recuperarse poco tiempo atrás, y todavía están un 20% por debajo de sus niveles anteriores a la crisis (Gráfico 3.7).

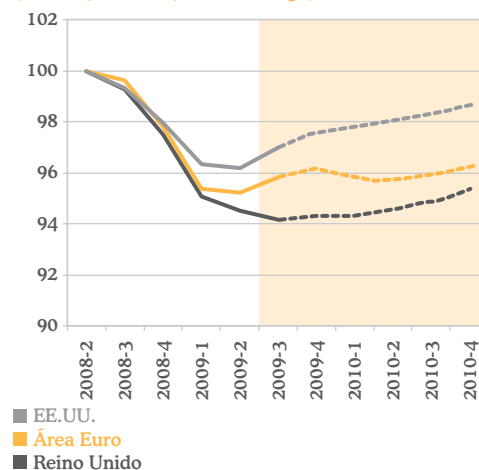
**Las pérdidas de producción han sido generalizadas en todos los países, con pequeñas diferencias en el ritmo de las caídas y las recuperaciones. En la zona euro, el crecimiento ha vuelto, en general, en el tercer trimestre.**

El PIB de la zona euro avanzó un 0,4% t/t en el 3T de 2009: el primer trimestre de crecimiento desde el 2T de 2008. Desde entonces, la caída acumulada de los niveles de producción ha sido de casi el 5%. En los grandes países de la zona euro, el PIB cayó más en Alemania e Italia, dado que dependen mucho más de la demanda internacional. Y en ambos países el PIB ha comenzado a recuperarse marginalmente. Aunque todavía no se han publicado datos del desglose de la demanda del 3T, aparentemente el principal motor de la recuperación han sido las exportaciones.

Gráfico 3.1.

#### PIB 2007-2010

(Índice, T=100; T=2008 Q2)

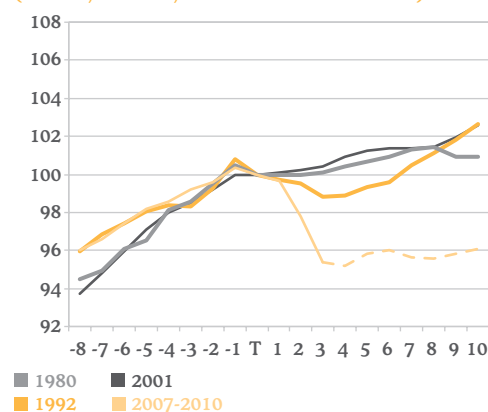


Fuente: Institutos de Estadística Nacionales y SEE BBVA

Gráfico 3.2.

#### Zona Euro: ciclos PIB

(Índice, T=100; T=comienzo recesión)

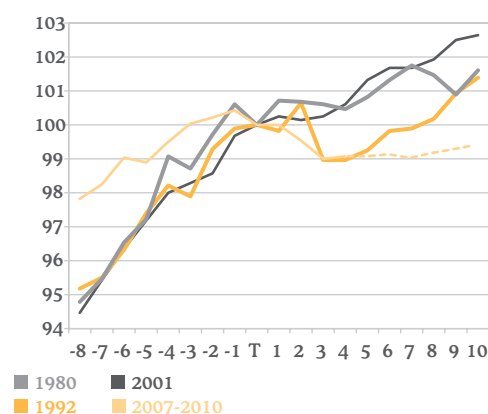


Fuente: Institutos de Estadística Nacionales y SEE BBVA

Gráfico 3.3.

#### Zona euro: ciclos en consumo privado

(Índice, T=100; T=comienzo recesión)



Fuente: Institutos de Estadística Nacionales y SEE BBVA

Gráfico 3.4.  
Consumo 2007-2010  
(Índice, T=100; T=2008 Q2)

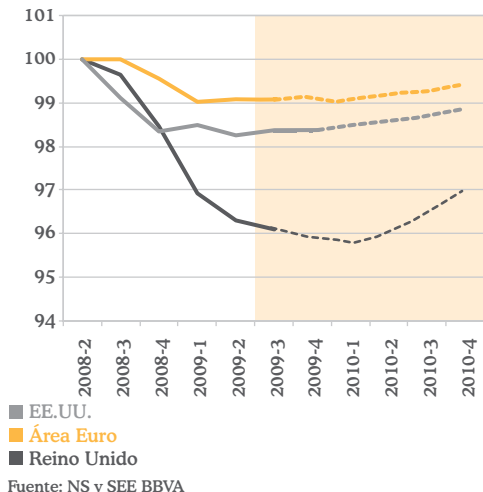


Gráfico 3.5.  
Tasa de ahorro de las familias  
% renta disponible

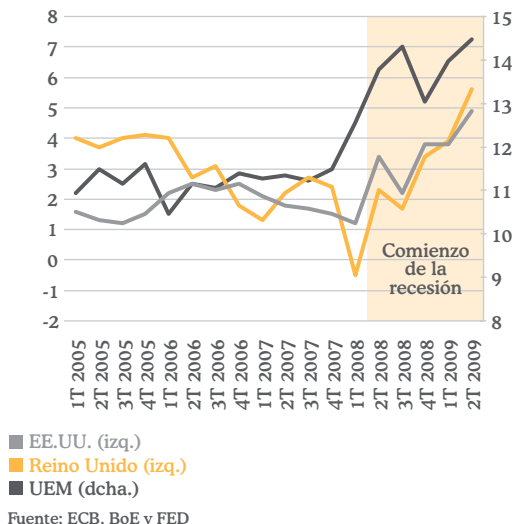
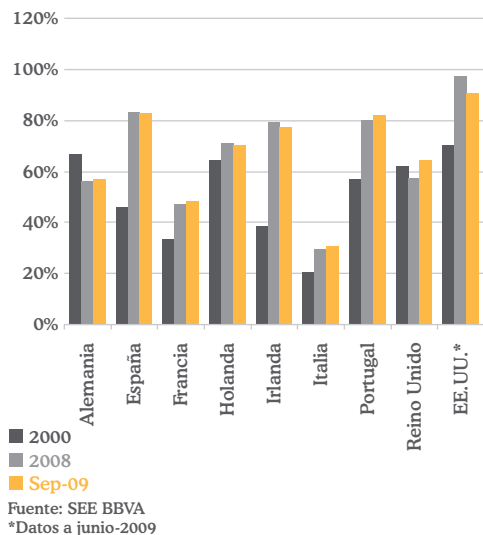


Gráfico 3.6.  
Crédito a Familias (% del PIB)



Francia resistió mejor la recesión, en parte porque depende menos de la demanda externa, y también debido a la ausencia de un boom de la construcción similar al de países como España, Irlanda y, en menor medida, el Reino Unido. En España la caída inicial fue menor, probablemente porque uno de los motores de la recesión es el sector de la construcción, en el que la transmisión desde la demanda hasta la producción final es más lenta. Por el mismo motivo, el PIB español siguió cayendo en el tercer trimestre, igual que en el Reino Unido, donde la menor dependencia de la producción industrial y de las exportaciones quedó contrarrestada por un consumo débil, consecuencia de los anteriores, y altos, niveles de apalancamiento de las familias.

Los indicadores de confianza recientes han sido positivos, pero los de la actividad real todavía son contradictorios

Los índices de confianza de la Comisión Europea y de los gerentes de compras (PMI) pintan, grosso modo, un panorama similar: después de marzo comenzaron a recuperarse desde niveles muy profundos (Gráficos 3.8 y 3.9), coincidiendo con el momento en que las bolsas y otros indicadores financieros tocaron fondo tras la publicación de los resultados de las pruebas de resistencia de los bancos en EE.UU. Los progresos fueron rápidos en los primeros meses, y más lentos a partir del verano. Las cifras de la CE tocaron fondo el 29 de marzo de 2009, en tanto que los PMI cruzaron la línea que separa la expansión de la contracción más recientemente, en octubre. Este avance ha sido más o menos simultáneo en las principales economías.

El traslado de estas mejoras a los indicadores de actividad fue más vacilante al principio y más convincente en el verano, pero sin la fuerza de pasados episodios de recuperación tras recesiones profundas, que se caracterizaron por pronunciadas curvas en V en numerosos indicadores. La producción industrial avanzó un 2,2% en el 3T (después de haber caído un 18% desde mediados de 2008), y los nuevos pedidos industriales experimentan un rápido crecimiento. Por el contrario, las ventas minoristas han sido decepcionantes (y siguen cayendo en niveles mensuales), lo cual confirma las perspectivas poco optimistas sobre el consumo, anteriormente expuestas (Gráfico 3.10).

Además de las exportaciones, los estímulos de las políticas económicas han sido fundamentales para estabilizar la economía

El aumento de las tensiones en los mercados financieros después de la quiebra de Lehman Brothers abrió paso a una respuesta política económica que intentó evitar el riesgo de una profunda depresión de la economía mundial, en un momento en que la mayoría de los indicadores económicos caían abruptamente. Al principio, los bancos centrales reaccionaron recortando los tipos de interés hasta niveles próximos al cero (hasta el 1% el tipo de referencia, en el caso del BCE) y, a renglón seguido, mejorando sus balances mediante la implantación de medidas de flexibilización cuantitativa, o medidas no convencionales, como las define el BCE. En el caso de la zona euro, el BCE realizó subastas de liquidez a largo plazo y aportó fondos ilimitados, satisfaciendo en su totalidad la demanda de dinero de las instituciones financieras a un precio fijo. Como medida complementaria, el BCE también planificó una intervención en el mercado de cédulas hipotecarias, invirtiendo 60.000 millones de euros para adquirirlos. Esta intervención (y en especial la inyección directa de liquidez) ha permitido la reducción de los diferenciales del mercado monetario y posibilitado que los tipos de interés a un día se mantengan al nivel del tipo de recompra oficial y próximos a los tipos de interés de los depósitos (aquella que se aplica a las reservas que los bancos mantienen en el banco central). También permitió a los bancos financiarse en un momento en que otras fuentes estaban cerradas o eran demasiado caras. Resulta difícil estimar los efectos sobre la economía real, pero ha sido fundamental porque permitió a los bancos que pasaban momen-

tos difíciles mantener la actividad y seguir canalizando fondos hacia el sector privado.

Y además de la reacción de la política monetaria, también se produjo una respuesta coordinada de política fiscal a nivel mundial, concebida a finales de 2008 y ya evaluada de manera preliminar en nuestro último Europa Watch de diciembre de ese año. La reacción fue extraordinaria por la magnitud y grado de coordinación, aunque su implementación en Europa ha sido desigual en tiempo y esfuerzos entre los diferentes países (véase el Recuadro 1). En general, la magnitud de los estímulos aprobados en Europa fue grande, aproximadamente el 1,4% del PIB, aunque bastante por debajo de la respuesta de los gobiernos de EE.UU. y China (2,1% y 6,5%, respectivamente). Resulta difícil calcularla ya que no siempre se pueden separar las nuevas medidas de las ya planificadas que se presentan como nuevas. Tampoco resulta difícil discernir los efectos particulares de cada medida en el transcurso del tiempo. En cuanto a los países, Alemania aprobó el mayor paquete de medidas fiscales (tras varios meses de dudas sobre la necesidad y utilidad de activismo fiscal), mientras que Francia y España respondieron de manera importante, aunque menor. Italia apenas si pudo aprobar nuevos fondos debido a su alta ratio de deuda sobre el PIB (véase información detallada en el recuadro citado).

Un año atrás estimamos un multiplicador fiscal del gasto público en proyectos de inversión de aproximadamente el 1,2%, conjeturando que la elasticidad del PIB con respecto a otras medidas fiscales (tributarias y transferencias) sería mucho menor, de aproximadamente el 0,4%. Con estos resultados en mente, proyectamos que la economía de la zona euro se recuperaría en el segundo semestre de este año, aunque solo temporalmente hasta que se disiparan los efectos de las medidas. En esencia, seguimos sosteniendo esa opinión. Incluso ahora resulta difícil estimar los efectos de la política fiscal, dado que la información sobre la implantación de los diferentes programas es escasa y llega con retraso. En todo caso, sería difícil identificar sus efectos y separarlos de otras fuerzas que actúan en la economía. Sin embargo, la evolución de la recuperación se ajusta a nivel general a nuestro pronóstico de un año atrás, aunque 2009 resultará peor que lo previsto.

### Dos medidas específicas han sido eficaces para estimular la demanda: los subsidios para la compra de vehículos y el apoyo al empleo

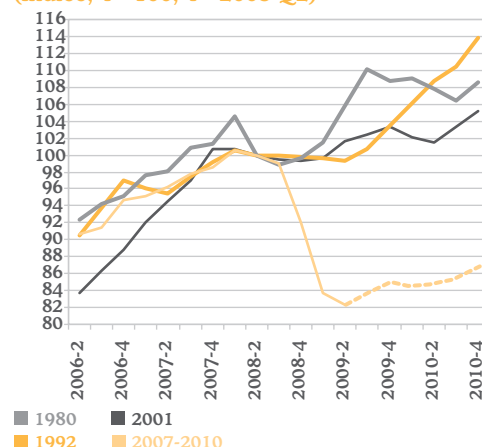
De todas las medidas fiscales implementadas, dos se han destacado especialmente por su relación coste-precio (en sentido estricto de que posiblemente impulsaron fuertemente la actividad y que su coste presupuestario ha sido bajo en relación con otras medidas de los paquetes fiscales): los planes para fomentar la demanda de vehículos, implementados en muchos países europeos, y las medidas para apoyar al empleo, en especial las que han ayudado a las empresas a evitar despidos y promovieron la reducción de las horas de trabajo. En el primer caso, el impulso de la demanda ha sido obvio y ha sustituido la falta de confianza o de financiación, con lo que se evitó una fuerte caída de las ventas de vehículos. En Alemania, donde esta ayuda fue mayor y resultó más eficaz, la demanda de vehículos sobrepasó las tendencias de ventas durante algún tiempo, lo que implica que parte de esta demanda es adelantada y no solamente desaparecerá en los próximos meses (el plan alemán ya ha terminado), sino que además la demanda se mantendrá por debajo de la tendencia durante algún tiempo (véase el Recuadro 2).

En el caso de las medidas de empleo, la mayoría han sido de alcance limitado, y sus efectos desconocidos. Pero una de ellas, el refuerzo del programa de trabajo compartido (también en Alemania) ha tenido un efecto notable en el paro, que en esta recesión aumentó mucho menos que en las anteriores, especialmente si consideramos que la caída del PIB alemán ha sido mucho mayor (Gráfico 3.11). Las cifras de paro, inferiores a las que se podrían haber producido, tuvieron efectos positivos en la confianza y en los ingresos de los alemanes, con el

Gráfico 3.7.

### Zona Euro: ciclos de inversión

(Índice, T=100; T=2008 Q2)

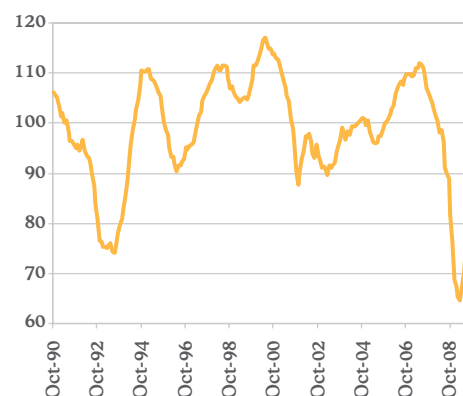


Fuente: Institutos de Estadística Nacionales y SEE BBVA

Gráfico 3.8.

### Área Euro: Indicador de Sentimiento Económico

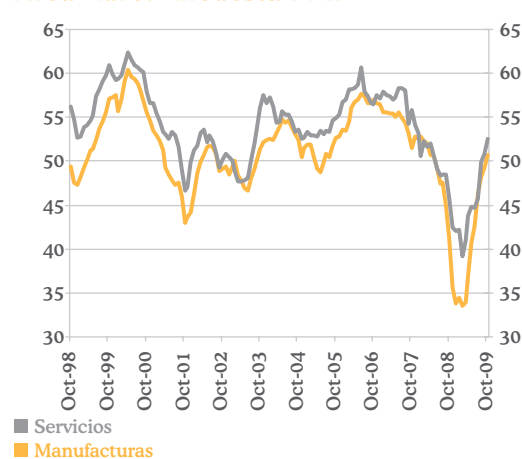
(Encuesta Comisión Europea)



Fuente: Comisión Europea

Gráfico 3.9.

### Area Euro: Encuesta PMI

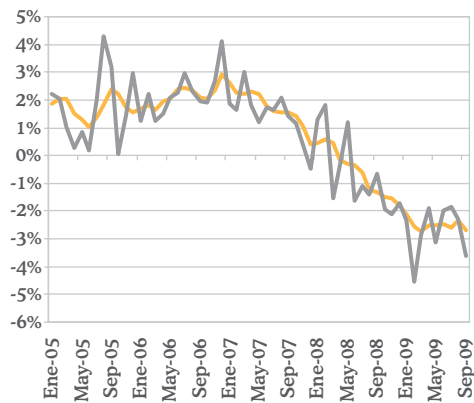


Fuente: NTC Economics Ltd

Gráfico 3.10.

**Area euro: Ventas al por menor**

(% a/a)



■ media móvil 3 meses

Fuente: Eurostat y BBVA

consiguiente aumento de la demanda. Se estima que la influencia sobre la evolución del consumo en 2009 será de aproximadamente 0,4 puntos.

**Las repercusiones de las medidas fiscales son temporales. Existe incertidumbre sobre lo que ocurrirá con la demanda privada una vez que desaparezcan**

La naturaleza “temporal” de las medidas de estímulo fiscal fue una de las tres condiciones del paquete fiscal óptimo tan debatido un año atrás (las otras dos eran “objetivos claros” y “puntuales”). Los planes aprobados por los gobiernos europeos tenían la intención de ser en su mayor parte temporales, aunque uno de los problemas más difíciles es si habrá voluntad política de retirar otras medidas. En algunos países, los planes de compra de vehículos han terminado. Algunos planes de inversión pública rápidamente implantados (como el de obras públicas locales en España) se han prorrogado solo parcialmente. Las reducciones del IVA en el Reino Unido estaban previstas para un período limitado y están a punto de concluir. En cuanto a otros programas de transferencias aprobados para el ejercicio 2009, no está asegurado que vayan a prorrogarse en 2010. En principio, gran parte de los estímulos se aplicarán en 2010 (estimamos que el porcentaje real del gasto fiscal será mayor en 2010 que en 2009), pero las repercusiones de dichas medidas es difícil de predecir. Según nuestro escenario de referencia (véase a continuación), la demanda privada seguirá siendo frágil a finales de 2010, por lo que existe un riesgo de retroceso de la actividad una vez que desaparezcan los estímulos.

**El principal problema es la falta de reestructuración del sistema bancario**

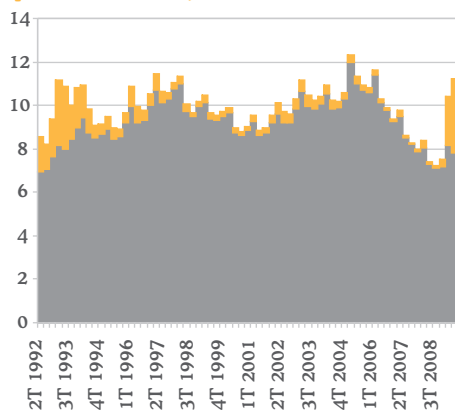
Además de la incertidumbre que rodea al impacto de la política fiscal, el otro factor de riesgo principal para la economía europea es el estado del sector financiero. Como puede verse en el Recuadro 3, la banca europea de la zona euro no ha pasado por un proceso de desapalancamiento tan importante como el de los bancos estadounidenses y, de hecho, sus actuales ratios de apalancamiento son mucho mayores que el de sus homólogos norteamericanos. Este mayor apalancamiento no está justificado por la estructura de riesgos de sus activos.

El sector bancario es una fuente de financiación del resto de la economía mucho más importante en la zona euro que en EE.UU. o el Reino Unido. El crédito bancario es fundamental para la evolución futura. Los bancos han estado restringiendo sus normas de concesión de créditos en los últimos trimestres, en parte porque las condiciones económicas son mucho peores y porque el crédito es más arriesgado (Gráfico 3.12, evolución del crédito). Aunque en su mayor parte la desaceleración del crédito al sector privado puede explicarse por un descenso de la demanda, la solidez del sector bancario es fundamental para el crecimiento futuro. El ejemplo de Japón en la década de 1990, donde los bancos no se reestructuraron y no tuvieron la solidez financiera necesaria para embarcarse en nuevos proyectos de financiación, es un aviso para una Europa, que advierte que la falta de medidas podría retrasar la recuperación durante largo tiempo.

Gráfico 3.11.

**Alemania - Tasa de desempleo y empleo con jornada reducida**

(% población activa)



■ Tasa de desempleo  
■ Empleos con jornada reducida

Fuente: Eurostat

**3.2 Las perspectivas para 2010 sugieren una recuperación muy lenta**

**Nuestro pronóstico para 2010 es que la recuperación será muy lenta, con un retroceso en el primer semestre.**

Sobre la base de los indicadores a corto plazo ya descritos, se prevé que durante el último trimestre de 2009 seguirá el crecimiento en la zona euro, continuando el ya registrado en el tercer trimestre. Nuestro

indicador sintético de actividad sugiere que el PIB crecerá en torno a medio punto porcentual en este trimestre (Gráfico 3.13) tras el 0,4% t/t del 3T.

A partir de ahí, la capacidad de la zona euro de seguir creciendo está envuelta en la incertidumbre. Existen diversos factores que conformarán la evolución de la actividad económica, incluyendo los ya mencionados en la sección precedente.

- En el aspecto positivo, la demanda de exportaciones desde los países emergentes posiblemente sea sólida, mientras que EE.UU. volverá a la senda del crecimiento en 2010. En general, considerando la baja cuota de exportaciones de la zona euro a los países emergentes, no bastará con este crecimiento para que las exportaciones vuelvan a los niveles anteriores a la crisis. En segundo lugar, tarde o temprano el nivel de existencias debería recuperarse, considerando el importante descenso de inventarios que se produjo a principios de año. Esperábamos ya para e 3T una importante aportación positiva de las existencias, pero posiblemente esto no haya ocurrido (todavía no se ha publicado el desglose). En tercer lugar, lo más probable es que los tipos de interés se mantendrán en niveles muy bajos.
- Los aspectos negativos, aparte de la situación del sector bancario y de los riesgos de estancamiento del crédito, se centran en el incremento del ahorro de los consumidores, quizá menos como medida de precaución y más para sanear sus cuentas tras las pérdidas incurridas después de la caída de los precios de los activos. Lo más importante es que aquellos programas fiscales que tanto influyeron en el crecimiento, y que ya mencionamos, posiblemente desaparecerán (aunque podrían continuar los subsidios al empleo en Alemania). Habrá otras medidas fiscales, aunque es muy poco probable que consigan repetir el repunte de la confianza que generaron cuando se anunciaron. Por último, en materia de comercio exterior, el tipo de cambio frente al dólar estadounidense está en máximos históricos, y sus efectos sobre las exportaciones se sentirán en 2010. Nuestra hipótesis de trabajo sobre el euro-dólar es que la cotización bajará lentamente para situarse en 1,35 hacia finales de año.

Con estas hipótesis, nuestra previsión es que el consumo privado crecerá ligeramente, en tanto que el gasto público (que no incluye la mayoría de los programas fiscales, ya que éstos se materializan mediante transferencias o inversiones) seguirá sus tendencias históricas y crecerá en torno al 2%. También prevemos que las inversiones brutas de capital fijo seguirán cayendo, dado el muy alto porcentaje de capital no utilizado y la falta de un factor de empuje entre otros componentes de la demanda. Como media, nuestro pronóstico es que retrocederá un -1,5% anual. Suponemos que las existencias aportarán 2 décimas al crecimiento. En general, la demanda interna posiblemente crezca un 0,4%.

Por lo que respecta al comercio exterior, las exportaciones (Gráfico 3.14) se recuperarán un poco más que las importaciones, ya que los efectos del tipo de cambio compensan el factor de empuje de un crecimiento mundial más sólido, y restará una décima al crecimiento del PIB. En cuanto al PIB, creemos que su crecimiento anual será apenas marginal, un 0,2%.

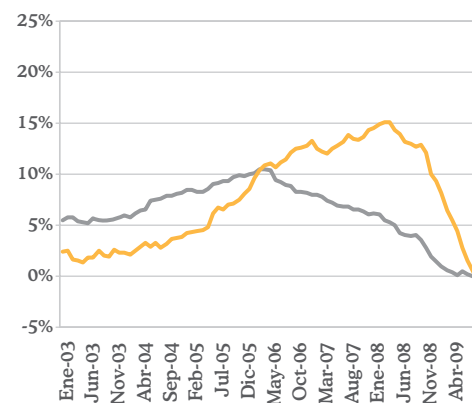
También creemos que el empleo bajará un 1% en 2010, después de haber registrado un descenso del -1,7% en 2009, debido a los efectos retardados de la caída de este año. Por su parte, la productividad laboral aparente se recuperará y superará el 1%. La tasa de paro seguirá creciendo hasta aproximarse al 11%, con grandes diferencias entre país, tras las dispares tendencias ya observadas este año (Gráfico 3.15).

### No habrá grandes diferencias entre las tres principales economías de la zona euro

Está previsto que Alemania y Francia crezcan por encima de la media, aunque estamos hablando de modestísimos 0,7% y 0,6%, respectiva-

Gráfico 3.12.

### Area Euro: Crédito al Sector Privado tasa crecimiento interanual (en moneda local)



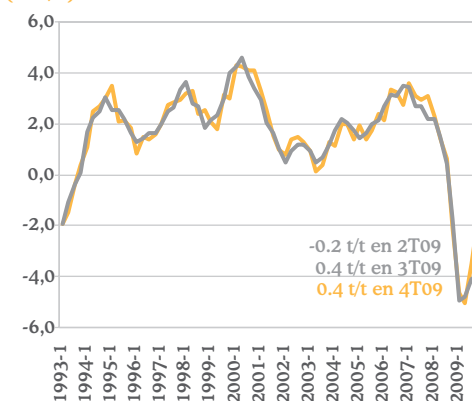
■ Familias  
■ Empresas no financieras

Fuente: ECB y SEE BBVA

Gráfico 3.13.

### Zona Euro: PIB

(% a/a)

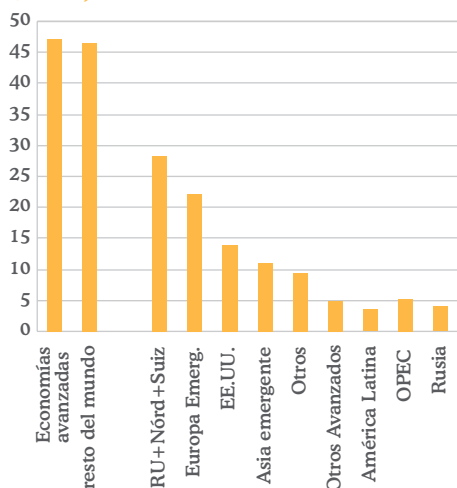


■ PIB  
■ Indicador sintético de actividad

Fuente: Eurostat y SEE BBVA

Gráfico 3.14.

**Exportaciones extra área euro, participación por destino (2005-2008)**



Fuente: Eurostat

mente. En el primer caso, la aportación de la demanda de inversiones —que ya creció en el tercer trimestre— será positiva gracias a las exportaciones. El consumo se mantendrá plano a medida que vayan desapareciendo los efectos del programa de compra de vehículos, aunque existe un riesgo de aumento del gasto de los consumidores si finalmente se implementan los recortes de impuestos sobre la renta a principios de 2010. El crecimiento de Francia posiblemente se fundamentará en la solidez del consumo, +0,5%, misma cifra con la que prevemos que cerrará 2009. En ambos países, la aportación de la demanda externa será ligeramente negativa.

Creemos que Italia crecerá más lentamente, más o menos al mismo ritmo que la zona euro en general, con cifras bajas o negativas en la mayoría de los componentes. En España, los actuales ajustes de la economía (en especial del sector de la construcción) conllevarán un crecimiento negativo del -1,2%. Prevemos que el consumo privado caerá debido al alto índice de paro y al aumento del IVA. Fuera de la zona euro, esperamos que el Reino Unido crezca un 0,5% gracias a la aportación positiva del sector exterior, potenciada por la devaluación de la libra durante el último año (véase el Recuadro 4).

**3.3 El equilibrio adecuado de las estrategias de salida debería orientarse hacia evitar un retroceso**

**El exceso de capacidad es enorme y la inflación subyacente se desacelera.**

Una de las consecuencias de la crisis financiera ha sido la disminución del potencial de crecimiento de las economías europeas (Recuadro 5). No obstante, las pérdidas de producción han sido tan grandes que el diferencial de producción se ha ampliado y tardará tiempo en cerrarse. Como consecuencia de ello se han generado fuerzas desinflacionarias que, conjuntamente con los efectos base negativos derivados de los precios de la energía un año atrás, han provocado tasas de inflación negativas en la zona euro durante los meses centrales de 2009. Es probable que esta inflación negativa anual haya desaparecido en noviembre, pero la inflación mensual sigue baja y la subyacente continúa desacelerándose. Hoy se sitúa en el 1% (estaba próxima al 2% en enero).

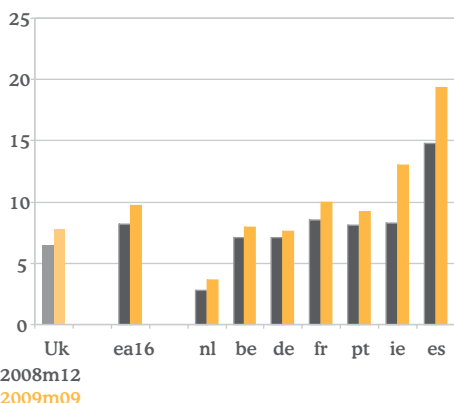
Una curva de Phillips estándar que tomase en cuenta la inflación pasada, los precios de las importaciones y un diferencial de producción que sigue alto (en torno al -5% como media en 2010) predice que la inflación se mantendrá por debajo del 1% en la mayor parte de 2010, con una distribución de probabilidad que no excluye la deflación con una probabilidad significativa (Gráfico 3.16).

**El BCE pretende una estrategia de salida gradual de las inyecciones de liquidez, pero si fuera prematura podría ahogar la recuperación actual**

Si la inflación está bajo control, las masas monetarias (en particular la M3) también se han desacelerado (Gráfico 3.17), en tanto que la M1 se ha incrementado debido a las variaciones en las remuneraciones relativas de los diversos activos. Aunque el crédito al sector privado se ha estabilizado, algunos miembros del Consejo de Gobierno del BCE temen que los altos niveles de la M0 resultantes de las inyecciones de liquidez alimenten la inflación a medio plazo, a pesar de las previsiones derivadas de la curva de Phillips. Por consiguiente, lo más probable es que en la reunión del BCE de diciembre de 2009 se anuncien planes para retirar las medidas de liquidez de la economía. El plan podría servir como orientación sobre las medidas en materia de continuación de las subastas a largo plazo (12, 6 y 3 meses), de mantenimiento de las subastas de cobertura total de liquidez (en las restantes

Gráfico 3.15.

**Reino Unido y área Euro: tasa de desempleo**



Fuente: Eursotat y BBVA

subastas a largo plazo y en las semanales) y, quizá, sobre los avales aceptados para los préstamos del BCE. Resulta difícil predecir cuáles serán los resultados de la reunión de diciembre, pero lo más probable es que se dé a conocer un método gradual para salir de los estímulos monetarios. Aunque es muy posible que la subasta a 12 meses de diciembre sea la última, la principal característica de las subastas de provisión ilimitada posiblemente se mantenga. También es probable que el BCE dé a conocer solamente una parte de su estrategia, dejando otras decisiones para futuras reuniones.

En cuanto a los tipos oficiales de interés, las recientes declaraciones de muchos consejeros del BCE apuntan a que se retrasarán hasta que se retiren las medidas de liquidez, y a que por ahora el asunto no se tratará. Tomando como base nuestras proyecciones base del PIB y de la inflación, prevemos que la tasa de referencia se mantendrá en el 1% hasta mediados de 2011. El alto nivel del tipo de cambio euro-dólar y las declaradas intenciones de la Reserva Federal de mantener los tipos bajos durante un período prolongado también favorecen este escenario.

### La retirada de los estímulos fiscales será un proceso prolongado y doloroso. Debería esperar a que la recuperación esté en marcha, y sea sólida y exenta de dudas

El Recuadro 1 presenta un panorama difícil de las perspectivas fiscales de la zona euro, ya que la mayoría de los países han experimentado un gran aumento de sus déficits y de sus ratios de deuda bruta-PIB como consecuencia de los factores cíclicos, los paquetes fiscales y el incremento de los déficits estructurales fuera de esos paquetes. Han comenzado a trazarse planes de consolidación, a diferentes velocidades según cada país, a menudo con declaraciones discrepantes sobre las intenciones futuras (lo cual, en algunos casos, se complica por los cambios actuales o previsibles en el escenario político).

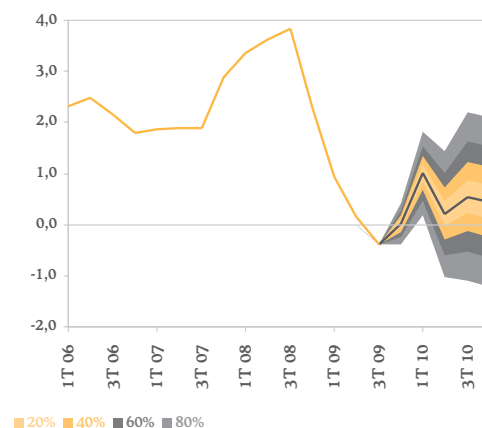
Recientemente, la Comisión Europea ha prorrogado el plazo para que los gobiernos cumplan el Plan de Estabilidad y Crecimiento, que exige que los déficits vuelvan a estar por debajo del 3% del PIB a medio plazo. Para la mayoría de los países, el nuevo plazo para cumplir el requisito del 3% es 2013, pero aún será necesaria una significativa consolidación de las cuentas públicas. En la práctica, la capacidad de la Comisión Europea —o de la presión de otros países— para imponer el cumplimiento del pacto es limitada. El ritmo y la modalidad de este proceso estarán posiblemente influidos más por consideraciones nacionales. Sobre este particular, las perspectivas de varios países grandes son inciertas: en Alemania, la nueva coalición gubernamental ha anunciado recortes de impuestos por el equivalente al 1% del PIB en los dos próximos años, aunque todavía están pendientes de definirse. Al mismo tiempo, una nueva ley constitucional requiere la consolidación estructural en 2010. En Francia, el gobierno ha lanzado un programa de inversiones valorado en más del 1% del PIB, que se financiará en parte mediante recursos no incluidos en la definición de “déficit” de Maastricht, pero que supondrá, al menos hasta cierto punto, un deterioro fiscal. En el Reino Unido, las inminentes elecciones —con un muy probable cambio de gobierno— implica que se desconoce cuál será la estrategia para reducir el déficit desde el actual 12% del PIB (los planes actuales parten del supuesto de tasas de crecimiento mucho más altas que las que prevemos).

La consolidación fiscal será un proceso largo y difícil, considerando el punto de partida. Lo ideal sería que se base en dos principios sencillos: mantener los estímulos actualmente aprobados para evitar una nueva recesión (y estar preparados para hacer más si la recesión vuelve de todos modos), y elaborar una estrategia creíble, de manera transparente, basada en hipótesis de crecimiento realistas. El primer requisito es relativamente fácil de cumplir (los gobiernos están esperando a que la recuperación se consolide), pero el segundo apenas si ha empezado.

Gráfico 3.16.

### Area Euro: Proyecciones de inflación con Curva de Philips

(% a/a)

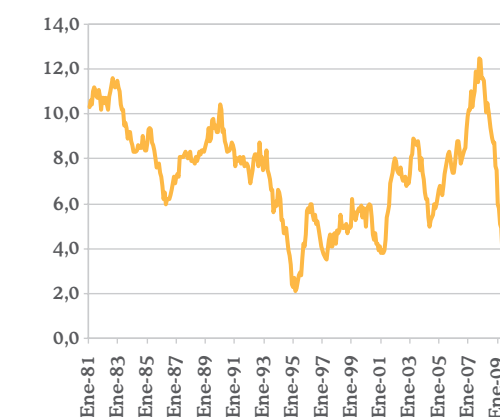


Fuente: Eurostat y SEE BBV

Gráfico 3.17.

### Zona Euro: M3

(% a/a)



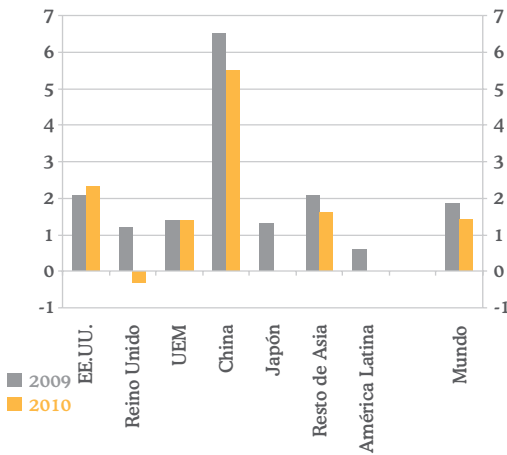
Fuente: ECB

# Recuadro 1. Política fiscal: aún no es momento de ajustarla

Tras varios años de continuas mejoras en los resultados fiscales en los países europeos, la posibilidad de utilizar la política fiscal como herramienta anticíclica ha incrementado, posibilitando la implantación de medidas expansivas como respuesta a la crisis, además de las ya incluidas en las herramientas estabilizadoras automáticas. La mayoría de los estados miembros (en especial Alemania y España) lanzaron medidas fiscales en 2009 y 2010, de menor calado que las estadounidenses (2,1% en 2009 y 2,3% en 2010) y las chinas (6,5% en 2009 y 5,5% en 2010), pero no obstante significativas (Gráfico 1). Aunque la estructura y magnitud de estas medidas no estuvieron coordinadas (de hecho, los planes fiscales han sido muy diversos según los países; véase la Tabla 1), representan un ejemplo de sincronización que evitó una rápida caída en la depresión.

Además de estos efectos, también los estabilizadores automáticos han reaccionado con rapidez, contribuyendo a estabilizar el ciclo económico. La magnitud de estos estabilizadores automáticos depende del grado de progresividad del sistema tributario y de la generosidad del sistema de previsión social. En principio, los estabilizadores automáticos tienen un alcance limitado en situaciones como las vividas en los últimos meses, caracterizadas por bruscas caídas de la confianza y una pronunciada aversión a asumir riesgos. Hemos estimado las elasticidades fiscales de la zona euro que, con nuestras previsiones del PIB y de la producción potencial, nos permiten proyectar el componente cíclico de los déficits fiscales. La Tabla 1 muestra las elasticidades estimadas del componente cíclico del crédito neto del gobierno a la brecha de producción (output gap), que sugiere que los estabilizadores automáticos son mayores en las economías europeas que en la estadounidense (lo cual también explica por qué la necesidad de medidas fiscales discrecionales es mayor en EE.UU. que en Europa).

**Gráfico 1.**  
**Programas fiscales**  
(% PIB)



Fuente: SEE BBVA

**Tabla 1.**  
**Estímulo fiscal como % del PIB**

		2009	2010
<b>Total UEM</b>	Gastos	0,6%	1,0%
	Ingresos o Trans.	0,9%	0,4%
	<b>Total</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,4%</b>
<b>Alemania</b>	Gastos	0,7%	0,8%
	Ingresos o Trans.	0,8%	1,0%
	<b>Total</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,8%</b>
<b>Francia</b>	Gastos	0,3%	2,3%
	Ingresos o Trans.	0,8%	0,5%
	<b>Total</b>	<b>1,1%</b>	<b>2,8%</b>
<b>Italia</b>	Gastos	0,0%	0,0%
	Ingresos o Trans.	0,3%	0,0%
	<b>Total</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,0%</b>
<b>España</b>	Gastos	1,0%	0,4%
	Ingresos o Trans.	1,5%	-0,2%
	<b>Total</b>	<b>2,6%</b>	<b>0,3%</b>
<b>Reino Unido</b>	Gastos	0,3%	-0,6%
	Ingresos o Trans.	0,9%	0,3%
	<b>Total</b>	<b>1,2%</b>	<b>-0,3%</b>

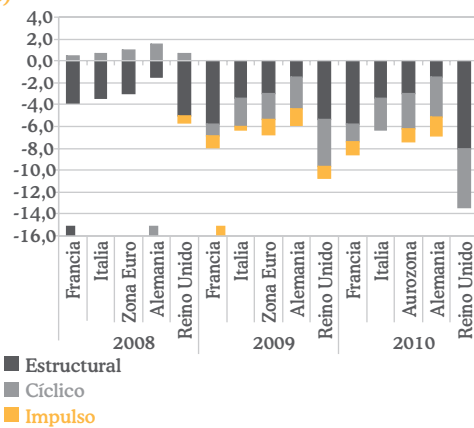
Fuente: SEE BBVA

**Tabla 2.**  
**Elasticidad del componente cíclico del saldo presupuestario al output gap**

	SEE BBVA	OCDE	EC
UEM	0,6	0,5	0,5
Italia	0,5	0,5	0,4
Francia	0,4	0,5	0,4
Alemania	0,7	0,5	0,5
Reino Unido	0,7	0,5	0,5
EEUU		0,3	

Fuente: OCDE, Comisión Europea y SEE BBVA

**Gráfico 2.**  
**Déficit fiscal y componentes por países**  
(% PIB)



Fuente: Comisión Europea y SEE BBVA

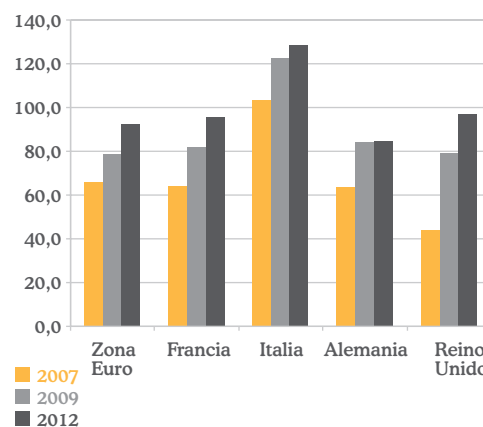


Considerando nuestro escenario económico, tanto los componentes cíclicos como discretionales conllevarán un significativo empeoramiento del crédito oficial neto (Gráfico 2). En las grandes economías europeas, el mayor déficit se registrará en el Reino Unido, ya que sobrepasará el 10% como porcentaje del PIB tanto en 2009 como en 2010. El principal motivo ha sido la ampliación de su componente cíclico. En Francia, el déficit fiscal de 2009 se situaría en torno al 8%, y continuará empeorando ligeramente en 2010. Por último, se prevé que el déficit de Italia y Alemania será un tanto inferior al proyectado para toda la zona euro (6,7% en 2009 y 7,4% en 2010).

En general, de cara a 2010 el empeoramiento adicional de las finanzas públicas será generalizado debido a la persistencia del gasto público y, obviamente, a las medidas discretionales adicionales y a la ampliación de la brecha entre el PIB real y potencial. A medio plazo, a medida que la economía se recupera (y el diferencial de producción se reduzca o devenga positivo), el déficit fiscal debería desaparecer. Igual que los estímulos, cuando la recuperación se consolide y los países europeos los retiren.

Dado que los gobiernos nacionales tienen que financiar estas medidas, también sus niveles de endeudamiento crecerán en los próximos años. Para evaluar la repercusión de estas medidas en la deuda pública como porcentaje del PIB, es necesario tomar en cuenta los siguientes factores: 1) el crédito neto oficial estimado, 2) la evolución del PIB nominal en los próximos años, y 3) el impacto de las medidas adoptadas para sustentar al sistema financiero, que según los criterios de Maastricht no tienen que repercutir en el crédito neto oficial, pero que han incrementado la deuda bruta. Sin embargo, es de destacar que algunas de estas últimas medidas tienen pocas probabilidades de concretarse porque los bancos no han aprovechado todas las medidas de los planes de rescate de los gobiernos, o bien porque tienen que devolver los subsidios. En otras palabras, los mayores pasivos debidos a las intervenciones se equiparan con mayores activos, cuyos valores resultan difíciles de cuantificar. Por consiguiente, es posible que el aumento del endeudamiento como porcentaje del PIB sea menor de lo previsto.

Gráfico 3.  
Ratio deuda sobre PIB



Fuente: BBVA

En resumen, el Gráfico 3 muestra que el significativo incremento del deterioro del crédito neto conllevará un considerable aumento en el ratio de deuda sobre el PIB. El mayor incremento de este coeficiente se registrará en el Reino Unido y posiblemente llegue al 100% en 2012. En la zona euro, la relación deuda-PIB posiblemente aumente del 66% de 2007 al 92% en 2012, mientras que en Alemania y Francia rondaría ese nivel. Por último, debería observarse un menor incremento del endeudamiento en Italia, a pesar de que en general el nivel seguirá alto.

A medio plazo, si los déficits se corrigen como consecuencia de la mejora de las perspectivas económicas — así como del proceso de consolidación previsto en el Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento—, los altos ratios deuda-PIB se reducirán a medida que el PIB crezca. De todos modos, la tendencia a utilizar la política fiscal como herramienta estabilizadora de cara a futuras perturbaciones, está casi agotada.

## Recuadro 2. Sobre la eficacia de los planes de "achatarramiento" en el sector del automóvil y sus repercusiones en el consumo

Considerando la grave desaceleración sufrida por el sector de la automoción en todo el mundo, y teniendo en cuenta su magnitud y sus efectos sobre la actividad y el empleo en el resto de la economía, la reacción de las autoridades fue diligente: la mayoría de los países productores de vehículos con mercados internos importantes han lanzado importantes planes para el rescate del sector. Aunque la magnitud y diversidad de las medidas adoptadas reflejan grandes diferencias entre los países, *grosso modo* pueden clasificarse en tres tipos: a) mejora de la competitividad, b) apoyo a la producción y al empleo a medio plazo, y c) estímulo de la demanda a corto plazo. Esta última intervención consiste en subvenciones para la compra de vehículos nuevos o seminuevos —normalmente decrecientes cuanto mayor sea el volumen de emisiones de CO<sub>2</sub>— a cambio del achatarramiento de los usados. Estas medidas son las principales responsables de la reciente recuperación del número de matriculaciones en los países desarrollados.

Alemania, Francia e Italia han implantado subvenciones directas para la compra de vehículos desde finales de 2008 o principios de 2009, en tanto que España y el Reino Unido han comenzado a aplicarlos en mayo (tabla 1). En general, estos planes han disparado la demanda de vehículos nuevos (véase el gráfico 1), y sus repercusiones han dependido sobre todo de la generosidad de los incentivos. En este recuadro, el objetivo es evaluar el funcionamiento de los planes de renovación del parque automotor, estimando en qué medida han disparado la demanda de vehículos y, por consiguiente, mejorado los agregados macroeconómicos. Es de destacar que el coste presupuestario de estos planes es relativamente bajo (en torno al 0,1% del PIB de toda la zona euro en 2009-10) si consideramos la magnitud del plan de medidas fiscales puesto en marcha por los países europeos. En todos los aspectos, estos planes se cuentan entre los mecanismos más económicos para alcanzar el objetivo de impulsar la actividad a corto plazo.

La demanda adicional generada por las subvenciones a los vehículos se estima aquí como la diferencia entre las cifras de ventas observadas y las previsiones realizadas en el mes en que el plan se puso en marcha cada país, tomando en cuenta también otros factores que impulsan la demanda de vehículos (la renovación normal en las familias, las condiciones financieras o el grado de confianza). Para obtener una estimación conservadora de las repercusiones de las subvenciones, solamente tomamos la banda de confianza del 80% de la estimación. Además, se calcula también la diferencia con respecto a la previsión central para evaluar la demanda máxima adicional<sup>1</sup>. El gráfico 2 muestra la demanda adicional estimada como porcentaje del total de matriculaciones de vehículos nuevos, e indica las fuertes repercusiones que tuvo en Alemania. En Francia e Italia los efectos fueron más moderados debido a que las subvenciones directas fueron más modestas. De hecho, los mayores incentivos en España y Reino Unido fomentaron que los consumidores adquiriesen vehículos nuevos, lo que podría explicar el significativo incremento de la demanda en el tercer trimestre (los planes empezaron más tarde), superior a la observada en países con planes más variados, como Francia.

<sup>1</sup> La demanda adicional máxima es la que permite obtener el error de previsión en la implementación de los incentivos. En el Gráfico 2, este límite superior está representado por el segmento de cada columna.

Tabla 1.

### Programas de achatarramiento de vehículos

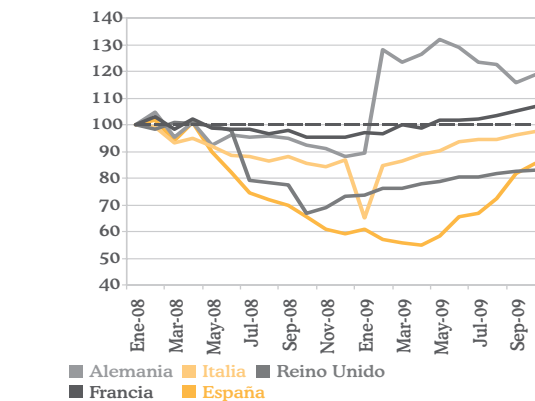
	Alemania	Francia	Italia	España	R. Unido
Incentivo (€)	2500	1000	1500-5000	2000	2500
Dotación (millones €)	5000	380	—	400	500
Años vehículo	> 9 años	> 10 años	> 9 años	> 10 años	> 10 años
Comienzo	14 Ene. 09	4 Dic. 09	7 Feb. 09	18 May 09	18 May 09
Finalización	31 Dic. 09 (finalizado)	31 Dic. 09	31 Dic. 09	1 Oct. 10	28 Feb. 10

Nota: El programa en Francia se ha prolongado hasta finales de 2010, pero con un menor incentivo. El programa español también se ha prolongado.  
Fuente: Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles

Gráfico 1.

### Matriculación de coches

(índice ajustado de estacionalidad, enero 2008=100)



Fuente: ACEA y SEE BBVA

El efecto de la demanda adicional de vehículos debería ser temporal, y lo más probable es que la matriculación de vehículos nuevos descienda una vez acabados los planes. No obstante, se prevé que en los próximos meses continuará un pequeño efecto sobre el número de matriculaciones, dado que será el momento en que se entreguen muchos vehículos adquiridos en el marco de los planes. De hecho, el plan de renovación de Alemania concluyó en septiembre, pero la matriculación de nuevos vehículos aumentó más en octubre.

Más interesante es intentar evaluar las potenciales consecuencias macroeconómicas de estos planes de renovación del parque automotor. De una parte, la demanda adicional de vehículos ha impulsado el consumo privado a corto plazo, como lo sugieren nuestras estimaciones (calculadas tomando en cuenta tanto la demanda adicional como el precio medio de los vehículos en cada país) correspondientes al primer y segundo trimestre en Alemania (Gráfico 3). Específicamente, el consumo privado alemán retrocedió en un -0,1% a/a en el 1T y aumentó un 1,2% a/a en el 2T, mientras que si no se hubiesen aplicado los estímulos fiscales el consumo hubiese caído un -1,1% a/a y un -0,7% a/a, respectivamente, en dichos trimestres. En Francia e Italia las repercusiones fueron más moderadas. Del mismo modo se prevé que en el 3T se producirá un aumento del consumo privado tanto en España como en Reino Unido, países que han implementado dichos planes más recientemente.

Sin embargo, el impacto positivo estimado sobre el consumo privado posiblemente haya sido contrarrestado parcialmente por otros factores. En primer lugar, y a corto plazo, por un posible efecto de sustitución que la compra de vehículos pudiese tener sobre el consumo de otros bienes duraderos, debido a las consecuencias directas de la compra de vehículos nuevos han tenido sobre el presupuesto de las familias, y al impacto distorsionador sobre los precios relativos. Los datos de ventas minoristas (Gráfico 4) sin incluir vehículos no indican que este efecto haya sido significativo. De hecho, en algunos países (Francia e Italia) las ventas minoristas han aumentado —o descendido a un ritmo menor— tras la implantación de los planes de rescate. Por su parte, las ventas minoristas han seguido deteriorándose en Alemania, aunque a un ritmo similar al registrado antes de la implementación del plan. Por otra parte, también hay algunos sectores cuya actividad es complementaria a la del sector de la automoción (como los seguros o los servicios posventa) susceptibles de resultar beneficiados de estas medidas. En segundo lugar, parte de la demanda adicional puede ser consecuencia compra anticipada de vehículos, por lo que dichos planes podrían afectar negativamente al consumo privado a medio plazo. Tal podría ser el caso de Alemania: partiendo de la hipótesis razonable de que toda la demanda adicional a largo plazo se trata de un anticipo de las compras, este plan podría provocar un descenso del consumo privado de aproximadamente -0,8 puntos durante 2010. Además, este efecto a medio plazo se vería potenciado si las familias reducen sus ahorros o aumentan su deuda, en especial en la actual situación de alto endeudamiento. Alternativamente, esto último sería menos preocupante si la demanda adicional refleja una demanda reprimida por la incertidumbre económica (la confianza cae a medida que el paro aumenta).

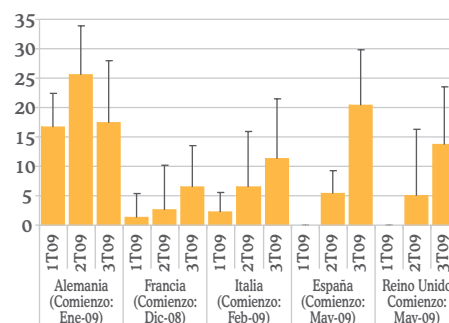
Por otra parte, los efectos de estos planes sobre la producción total (PIB) resultan difíciles de evaluar por diferentes motivos. En primer lugar, parte de la demanda de consumo adicional como consecuencia de estos planes puede ser satisfacción por vehículos importados (no disponemos de información sobre cuántos de ellos son elegibles para los planes de renovación del parque automotor). En segundo lugar, parte de la demanda adicional puede ser cubierta por existencias de vehículos acumuladas como consecuencia de la fuerte caída de la demanda registrada a mediados de 2008. En general, las repercusiones a corto plazo sobre el crecimiento del PIB nacional parecen haber sido positivas, a pesar de ser relativamente pequeñas. En tercer lugar, el crecimiento del PIB nacional puede ser empujado por planes extranjeros a través de la demanda de exportaciones.

Como consideración adicional que contrarresta las ventajas de los planes de renovación del parque automotor, no debe olvidarse que las subvenciones para vehículos —al igual que cualquier otro tipo de subvención— tienen serias consecuencias a largo plazo, ya que benefician a un sector específico y, por consiguiente, distorsionan tanto una asignación eficiente de recursos como los precios relativos, lo cual retrasa las necesarias medidas estructurales. No obstante, este efecto es pequeño en la medida en que las recientes subvenciones han compensado una caída exógena y extraordinaria de la confianza, o bien cuellos de botellas en la financiación, y no un descenso estructural de la demanda.

Gráfico 2.

### Demanda adicional de coches debida a los programas de achatarramiento

(% matriculaciones)



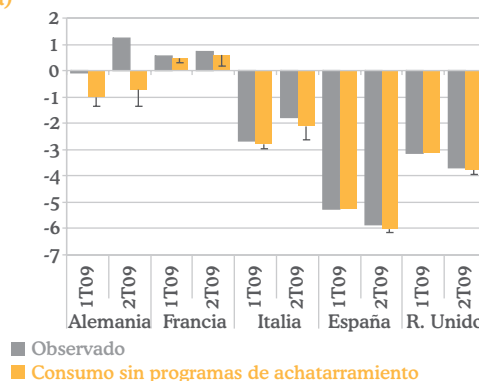
Fuente: SEE BBVA

--|: Límite superior si todo el error de predicción de las matriculaciones de coches fuera considerado como demanda adicional.

Gráfico 3.

### Impacto de los planes de achatarramiento en el consumo privado

(% a/a)

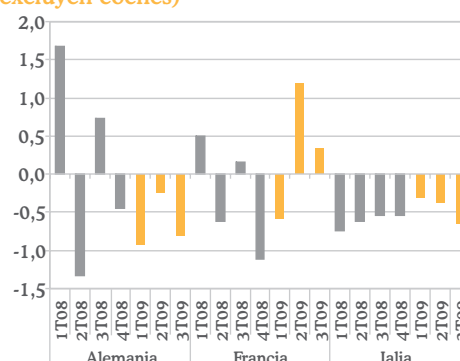


--|: Límite superior si todo el error de predicción de las matriculaciones de coches fuera considerado como demanda adicional.  
Fuente: SEE BBVA y Eurostat

Gráfico 4.

### Ventas al por menor

(% t/t, excluyen coches)



Fuente: Eurostat

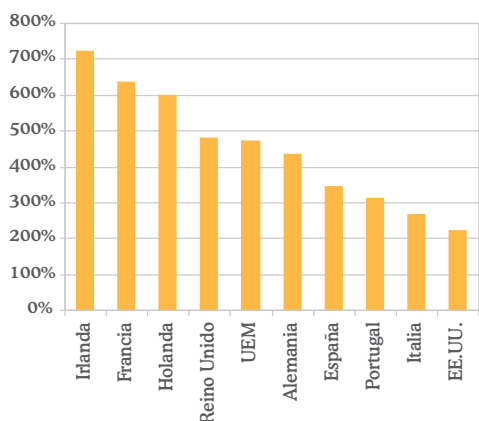
## Recuadro 3. El sistema bancario de la zona euro: nada de complacencia

A medida que las turbulencias de los mercados financieros originadas por el colapso de Lehman Brothers comienzan a tranquilizarse y que la economía comienza a recuperarse, la atención de inversores y políticos está pasando desde la supervivencia pura y dura hacia el establecimiento de las bases de un sistema bancario más estable. Se trata de una tarea muy importante, porque la evolución de la recuperación económica, sujeta a riesgos, depende en gran medida de las políticas económicas. La economía global todavía podría descarrilar si se retirasen los estímulos fiscales y las medidas de inyección de liquidez, si se produjesen nuevas turbulencias en los precios de las materias primas, si se revirtiese la tendencia de crecimiento de los mercados emergentes o si se produjese cualquier combinación de estas situaciones. En este caso, el riesgo es que los sistemas bancarios —todavía frágiles— resultasen afectados por situaciones como estas, susceptibles de empeorar las consecuencias. La economía europea no es inmune a esta posibilidad. De hecho, existen una serie de factores que podrían hacerla más vulnerable. En particular, porque los bancos son mucho más importantes para Europa: por lo general, están más apalancados —aunque se enfrentan a riesgos similares— y su reestructuración avanza con más lentitud.

### Los bancos son mucho más importantes para Europa

Es bien sabido que en la economía europea la banca tiene un gran peso, mientras que en EE.UU. los mercados de crédito tienen mayor relevancia. Sin embargo, entre los países de la UEM existen también diferencias sustanciales (Gráfico 1), y en algunos de ellos los sistemas bancarios son excepcionalmente grandes. Asimismo, en los países de la UEM es mayor la relevancia de los “campeones nacionales”. Los seis bancos estadounidenses más importantes tienen un balance combinado que representa el 55% del PIB del país. En la mayoría de los países europeos no es raro observar que los activos de la institución más importante son mayores que esta cifra en proporción de su PIB. Los modelos econométricos tienden a corroborar la rele-

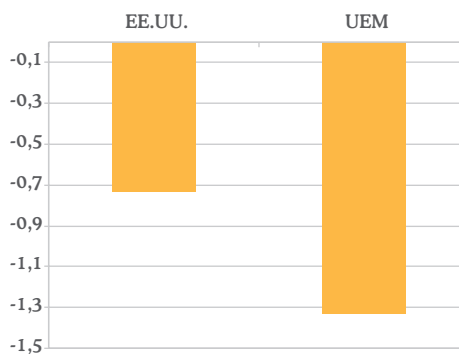
Gráfico 1.  
Activos bancarios  
%PIB, 2008



Fuente: Fitch, Reserva Federal y BCE

Gráfico 2.

Impacto choque financiero en actividad: desviación acumulada en dos años respecto a la tendencia del PIB



Fuente: SEE BBVA

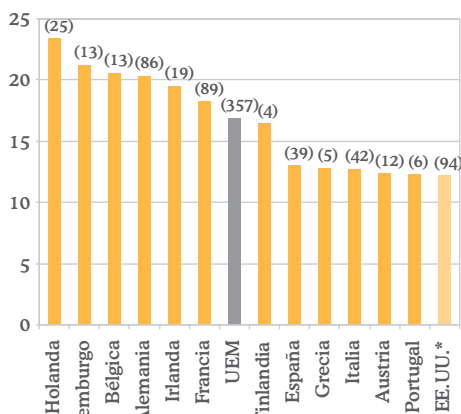
vancia de esta dependencia. Las estimaciones que incorporan el apalancamiento al marco macroeconómico permiten apreciar que las repercusiones de una turbulencia financiera son mayores en la UEM que en EE.UU. (Gráfico 2).

### Los peligros de un apalancamiento excesivo

Dos años después del estallido de la crisis, las instituciones de la zona euro están, en general, mucho más apalancadas que sus equivalentes estadounidenses. Comparar siempre es problemático cuando hablamos de definiciones de capital, pero la diferencia entre las estadísticas del BCE en materia de instituciones financieras monetarias y las instituciones de depósito de la FDIC es notable: el apalancamiento medio de los bancos de la UEM es de aproximadamente 16 veces, mientras que en EE.UU. la cifra correspondiente es

Gráfico 3.

Instituciones Financieras: Activos sobre fondos propios (Capital + Reservas)  
En paréntesis: Activos sobre PIB de la UEM



En paréntesis: Activos sobre PIB de la UEM  
Fuente: SEE BBVA

12 (Gráfico 3). Esto implica que la capitalización simple está apenas por debajo del 6% en la UEM, frente al 8,2% de EE.UU.

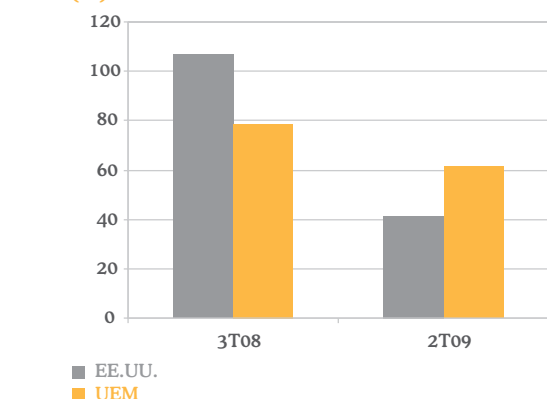
También la heterogeneidad es muy significativa dentro de la zona euro. Los casos de Alemania y Países Bajos son especialmente significativos, ya que ambos tienen ratios de apalancamiento superiores a 20 (es decir, una capitalización inferior al 5%). De hecho, los activos combinados de los sistemas bancarios con ratios de apalancamiento superiores a 20 (Alemania, Países Bajos, Luxemburgo y Bélgica) representan más del 130% del PIB europeo.

### Los riesgos son muy similares cuando se contabiliza el mayor apalancamiento

La medición de los riesgos de una institución financiera no es tarea fácil, y es evidente que el apalancamiento *per se* no es necesariamente un buen patrón de medida del riesgo. Sin embargo, un indicador alternativo sugiere que las instituciones de la zona euro se han dedicado a actividades que conllevan niveles de riesgo no muy diferentes de los observados en EE.UU. si lo consideramos de la perspectiva de sus reservas de capital. Por ejemplo, algunos bancos de la zona euro han utilizado productos estructurados al menos tan activamente como sus colegas estadounidenses. Incluso si su exposición total como porcentaje de sus activos es menor, este resultado se invierte si se toma en cuenta la menor base de capital de los bancos de la zona euro (Gráfico 4). Por lo que respecta a su evolución, aunque el punto de partida ha sido similar, la disminución de la exposición a los productos estructurados ha sido mayor en la banca estadounidense que en la europea.

Gráfico 4.

#### Bancos Internacionales Productos estructurados sobre activos tangibles (%)



Fuente: SEE BBVA

### El desapalancamiento evoluciona más lentamente

De particular interés es la divergente evolución de las ratios de apalancamiento a ambos lados del Atlántico. En EE.UU., el apalancamiento ha estado disminuyendo en los dos últi-

mos años —tal y como lo refleja una muestra de los mayores bancos internacionales— y en este momento se sitúa en torno a la mitad del nivel previo a la crisis. En cambio, la ratio media de la UEM se ha mantenido más o menos estable (Gráfico 5). Estos datos indican que la banca estadounidense progresa más rápidamente en el refuerzo de sus balances. Este patrón también puede observarse en las ratios de capital del Nivel 1 (Gráfico 6).

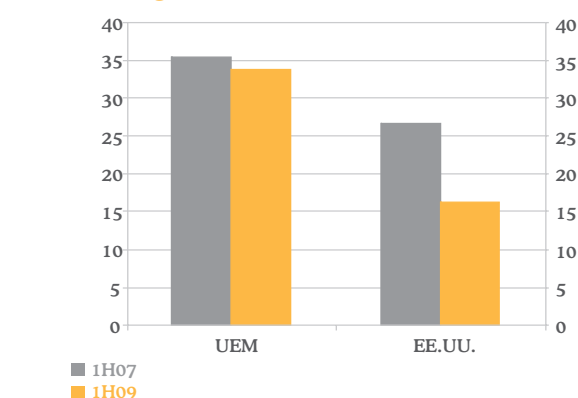
### Conclusión: nada de complacencia

En un momento en que la economía global da sus primeras muestras de mejorar, las autoridades europeas deben recordar que esta recuperación se basa, en gran medida, en políticas temporales. Estas políticas han dado un necesario respiro al sector financiero europeo, aunque sería deseable profundizar las iniciativas de reestructuración de la banca y mejorar la coordinación de las medidas nacionales para garantizar que este reforzamiento continúe.

Gráfico 5.

#### EE.UU. y UEM

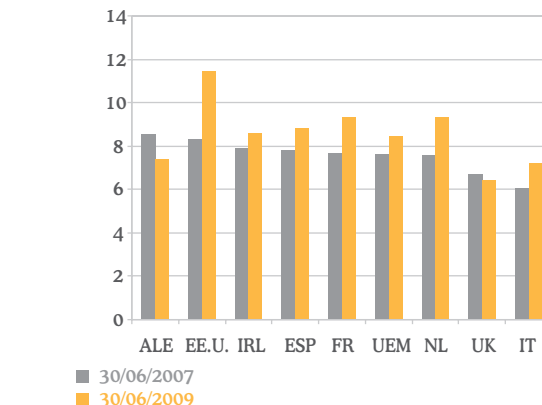
#### Exposición de productos estructurados sobre activos tangibles\* (%)



\* Principales bancos internacionales  
Fuente: SEE BBVA

Gráfico 6.

#### Muestra de los principales bancos internacionales Tier 1 ratio



Fuente: SEE BBVA

## Recuadro 4. El paciente británico

La economía británica se ha visto especialmente afectada por la crisis financiera. Desde el inicio de la crisis, la actividad económica ha caído en un 6% (más del 4% en EE.UU. y la zona euro), y su sistema financiero se ha visto severamente golpeado por las restricciones crediticias. Se han implantado políticas de intervención fiscales y financieras para evitar que la situación continúe deteriorándose.

### Indicios de estabilización de la actividad económica, aunque se mantienen la debilidad y la incertidumbre

En el 3T, la actividad experimentó una contracción por sexto semestre consecutivo. Los datos preliminares reflejan un retroceso del -0,4% t/t, señalando una moderación del ritmo de caída tras el -2,5% y el -1,9% t/t del 1T y el 2T de este año, respectivamente. El nuevo descenso del 3T fue una sorpresa, ya que tanto los datos preliminares como los indicadores adelantados apuntaban hacia una estabilización.

No queda claro cuáles han sido los motivos de este nuevo retroceso del 3T porque todavía no se han publicado los datos desglosados por el lado de la demanda. En los meses precedentes, tanto el consumo privado como las inversiones habían frenado el crecimiento. Por su parte, el sector exterior tuvo una aportación positiva al crecimiento, dado que las importaciones descendieron rápidamente. En cuanto a la oferta, en el 3T todos los sectores experimentaron nuevos retrocesos, siendo el más afectado el de la construcción, que lleva acumulado un descenso del -15% desde finales de 2007.

### Los indicadores adelantados señalan el punto de inflexión

Varios indicadores adelantados a corto plazo apuntan hacia una recuperación de la actividad económica. En septiembre, la producción industrial avanzó un 1,6% m/m. El sector de la vivienda, uno de los más afectados por la crisis financiera, muestra indicios de recuperación. Los diferentes índices de precios de la vivienda, como el Nationwide y el Halifax, han repuntado tras 20 meses de registrar valores negativos. En promedio, estos índices han caído un 15% desde octubre de 2007. Las ventas minoristas han registrado dos meses consecutivos de aumento, y las matriculaciones de vehículos reflejan los resultados positivos del plan de renovación del parque automotor (véase el Recuadro 2).

### Los desequilibrios de las familias mantendrán la debilidad del consumo

En los próximos trimestres, el consumo de las familias se mantendrá contenido, dado que los británicos están altamente endeudados y necesitan restablecer sus balances. Las decisiones de consumo se aplazan, lo que se

refleja en el aumento de la tasa de ahorro. En el 2T, este dato (como porcentaje de la renta disponible) alcanzó el 5,6%, el nivel más alto desde 2002 (incluso alcanzó cifras negativas en el 1T de 2008). La incertidumbre en cuanto a los ingresos conlleva un incremento del ahorro por motivo precaución, aunque la reciente y relativa mejora de los datos del empleo y los estímulos fiscales deberían contribuir a contrarrestar las repercusiones negativas sobre el consumo, que ha caído un -3,5% desde el año pasado (una cifra mucho peor que el -1,5% de la zona euro).

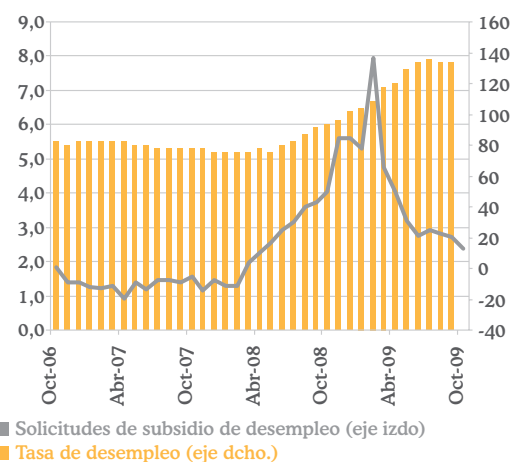
Entre los elementos utilizados para impulsar el consumo privado debe destacarse el plan de renovación del parque automotor y la reducción temporal del IVA. En general, el consumo privado seguirá cayendo en 2010, aunque a un ritmo más moderado, siempre y cuando vaya desapareciendo la incertidumbre en cuanto al empleo.

A pesar de la magnitud de la caída de la actividad, el empleo parece estar respondiendo relativamente bien. Tras un pico inicial de solicitantes del seguro de desempleo y de despidos en febrero, el ritmo de destrucción de puestos de trabajo se está moderando. Esto posiblemente sea un indicio de un mercado de trabajo flexible, en el que los despidos han sido sustituidos por reducciones de horas de trabajo o por ajustes salariales a la baja. Los datos más recientes de solicitantes de seguro de desempleo, de octubre, muestran un incremento de apenas 12.900 personas, las más bajas desde abril de 2008 (en febrero, esta cifra alcanzó los 138.000).

La tasa de paro, según la OIT, se incrementó en un 1,3%, desde el 6,5% de finales de 2008 hasta el 7,8% de septiembre pasado. En comparación con otras economías, el aumento del paro ha sido pequeño. En la zona euro pasó desde el 8,2% al 9,7%, aunque existe mucha dispersión entre los integrantes de la zona euro (Gráfico 1).

Gráfico 1.

### Reino Unido: Mercado de trabajo



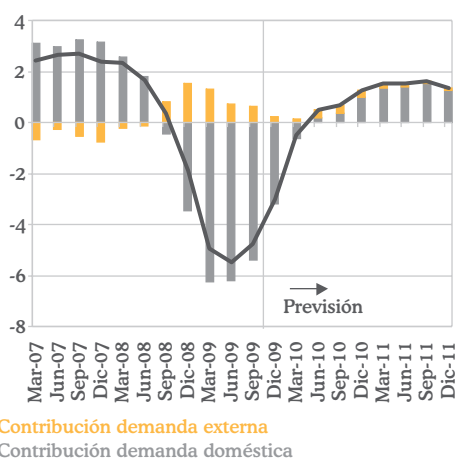
Fuente: ONS y BBVA

## La inversión pública ha cubierto en parte el retroceso de la actividad privada

La inversión no levanta cabeza, dado que la restricción del crédito, el exceso de capacidad y la debilidad de la demanda han generado un entorno de incertidumbre para las empresas. El paquete de estímulos fiscales, que incluye adelantos para inversiones en infraestructuras del orden de 2.500 millones de libras, así como incentivos fiscales para las empresas, debería contribuir a mitigar las repercusiones de la caída de la demanda privada. Las recientes encuestas de confianza apuntan hacia una recuperación de las inversiones.

Gráfico 2.

### Reino Unido: Previsiones PIB



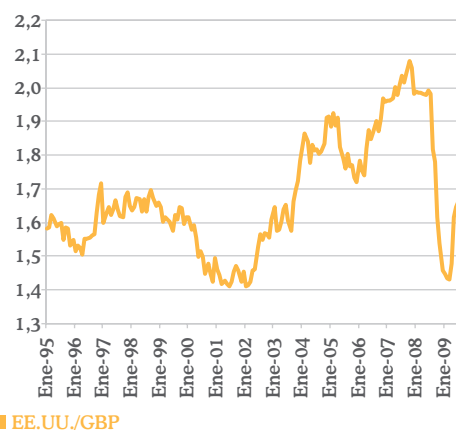
Fuente: SEE BBVA

## La demanda externa seguirá contribuyendo positivamente, ayudada por la devaluación de la libra

En los últimos trimestres, el sector exterior ha estado contribuyendo positivamente al crecimiento, ya que el descenso de las importaciones ha sido mayor que el de las exportaciones (Gráfico 2). De cara al futuro, la solidez de las exportaciones británicas dependerá en gran medida de la recuperación de la economía global y de la evolución de la libra esterlina. La moneda británica se ha devaluado frente a las principales monedas de intercambio desde julio de 2008 (Gráfico 3). La zona euro y EE.UU., los principales socios comerciales del Reino Unido, muestran indicios de recuperación, aunque seguirá siendo floja.

Gráfico 3.

### Evolución del tipo de cambio



Fuente: Bloomberg

## La inflación sigue por debajo del objetivo, pero el aumento del IVA en 2010 y la recuperación económica provocarán un aumento de los precios a corto plazo

Debido a los efectos base de los precios de la energía y a la contracción de la demanda, que están socavando la capacidad de las empresas de fijar precios, el IPC (indicador de referencia del Banco de Inglaterra) se mantiene por debajo del objetivo del 2% desde hace varios meses, aunque bastante lejos de las tasas negativas observadas en muchos países europeos.

Prevedemos que la inflación se situará temporalmente por encima del objetivo, ya que existen varios factores que señalan hacia esa dirección. En enero de 2010, el IVA volverá al 17,5% después de haber estado 13 meses en el 15%. Esta fue una de las medidas adoptadas por el gobierno para apoyar al consumo durante 2009. La reversión de esta medida producirá un aumento de los precios, por lo que las familias adelantarán sus decisiones de compra antes de que finalice el año. Pero después de este episodio, prevedemos que las presiones inflacionarias serán moderadas, en línea con una recuperación lenta y con un importante exceso de capacidad, consecuencia de las grandes pérdidas de producción de este año.

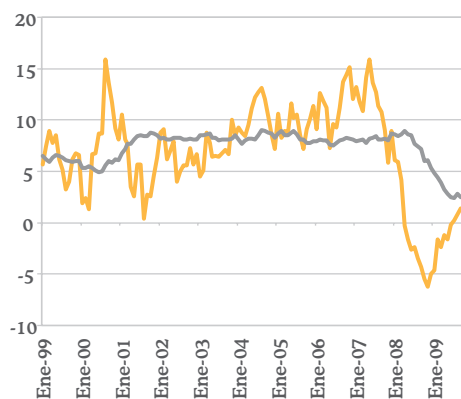
## Política monetaria: mantenimiento de la flexibilidad

Desde el inicio de la crisis, el Banco de Inglaterra (BdI), al igual que otros bancos centrales, ha intervenido decisivamente para garantizar la estabilidad económica y financiera. En este momento, los tipos de interés oficiales se encuentran en su nivel histórico más bajo, el 0,5%, tras los recortes de 450 pb practicados desde octubre de 2008.

Considerando la proximidad al límite inferior, el Bdl comenzó a aplicar medidas no convencionales en marzo de 2009, cuando anunció el programa de compra de activos para adquirir deuda pública en mercados secundarios<sup>1</sup>. El programa empezó con 125.000 millones de libras, y hasta ahora el objetivo/cantidad se ha incrementado en dos ocasiones. El último aumento tuvo lugar en noviembre y fue del orden de los 25.000 millones de libras, con lo que el total alcanza los 200.000. La modalidad particular de flexibilidad cuantitativa del Bdl (compra de deuda pública a gestores de activos) ha provocado un aumento de los depósitos de las empresas financieras, seguido de flujos de salida de depósitos cuando los gestores de activos han empezado a comprar activos corporativos de mayor riesgo. Los datos más recientes de la masa monetaria M4 y de sus contrapartidas muestran la evolución de este canal (Gráfico 4).

<sup>1</sup> Para un análisis detallado de la flexibilización cuantitativa y de otras herramientas no convencionales de política monetaria, véase "Panacea, Curse, or Nonevent? Unconventional Monetary Policy in the UK" André Meier, WP/09/163, FMI

**Gráfico 4.**  
**M4 por sectores**  
**ajustado por estacionalidad, % a/a**



■ Familias  
■ Empresas no financieras

Fuente: Bank of England

### Los tipos de interés oficiales comenzarán a subir en el primer trimestre de 2011

Prevedemos que el Banco de Inglaterra mantendrá los tipos de interés en su nivel actual durante todo 2010, dado que la actividad económica seguirá floja y la inflación se mantendrá en torno al objetivo. Posteriormente, los tipos de interés posiblemente empiecen a subir a principios de 2011.

### Los agresivos estímulos fiscales despiertan preocupación por la sostenibilidad

Además de las medidas de política monetaria, en el frente fiscal se han utilizado varias herramientas (véase también el Recuadro 4). Además de la caída de la recaudación como consecuencia del retroceso de la actividad económica, la economía británica registrará el mayor déficit fiscal como porcentaje del PIB: sobrepasará con creces un déficit del 10% durante 2 años.

El coste del paquete fiscal del período 2009-2012 se estima en el 2% del PIB. Entre las medidas adoptadas para apoyar a la economía, la más costosa en términos de pérdida de recaudación ha sido la reducción del IVA en 2009, además del paso a cuenta nueva de las inversiones de capital públicas. La doble regla fiscal<sup>2</sup> ha sido temporalmente suspendida en favor de una norma fiscal más flexible y temporal. Las cuentas públicas se están deteriorando rápidamente, provocando un déficit fiscal sin precedentes. Se prevé que la deuda pública se situará en torno al 100% del PIB hacia 2013-14.

De cara al futuro, prevedemos que en la memoria presentada antes del presupuesto del ejercicio 2010-2011 (que se publicará a principios de diciembre) se propondrá un plan de consolidación fiscal. Sin embargo, dado que las elecciones se celebrarán a principios del año próximo, la incertidumbre en materia fiscal sigue siendo alta.

<sup>2</sup> La doble regla fiscal consiste en lo siguiente: (1) la "regla de oro", en virtud de la cual durante el ciclo económico el gobierno solamente se endeuda para invertir y el gasto corriente se paga solamente mediante la tributación. (2) La "regla de gasto sostenible", que requiere que durante el ciclo económico el nivel de endeudamiento se mantenga en un nivel prudente de aproximadamente el 40%.



## Recuadro 5. PIB potencial, menor crecimiento tras la desaceleración

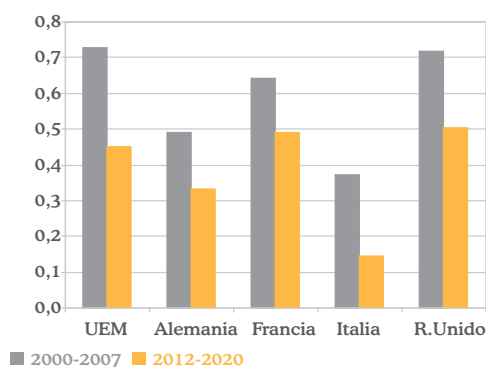
El objetivo de este recuadro es evaluar las repercusiones de la actual recesión experimentada por las economías europeas en la evolución a largo plazo de sus factores de producción y productividad y, por consiguiente, en el potencial de crecimiento económico y de la riqueza. En general, la crisis del mercado financiero y la alta tasa de paro provocarán una significativa caída de la potencial producción a corto y medio plazo. Los efectos son más inciertos a largo plazo, ya que la actual crisis podría provocar que se lleven a cabo reformas estructurales o profundos cambios sectoriales susceptibles de posibilitar una asignación más eficiente de los recursos.

### El colapso de las inversiones reducirá la acumulación de capital

Un elemento que distingue a la actual recesión de otras ha sido la fuerte caída de la inversión, que refleja el descenso de las exportaciones y, en cierta medida, del consumo privado. Este colapso de la inversión (en torno al -11% en la zona euro y al -13% en el Reino Unido, en 2009) provocará una significativa reducción del crecimiento en la acumulación de capital. Considerando las modestas previsiones de futura demanda y las restricciones financieras generadas por la crisis, el capital crecerá a un ritmo menor que al registrado antes de la crisis durante un período prolongado.

Gráfico 1.

### Contribución de la acumulación de capital al crecimiento potencial (en puntos porcentuales)



Fuente: SEE BBVA

La actual recesión también ha puesto en evidencia la necesidad de ajustes estructurales en sectores productivos específicos (especialmente la construcción), que tardarán un tiempo en implementarse y que supondrán la destrucción de capital instalado como consecuencia del exceso de capacidad permanente. No obstante, a medio plazo también permitirá una asignación más racional de los recursos. Por otra parte, también es de destacar que algunas medidas anticíclicas adoptadas para minimizar las repercusiones de la crisis sobre la actividad económica (los planes de subsidios para la adquisición de vehículo o de empleo a corto plazo) podrían tener efectos perjudiciales en el crecimiento potencial a medio plazo, ya que posiblemente hayan retrasado algunos ajustes estructurales necesarios.

Otro canal a través del cual la crisis financiera puede afectar a la formación de capital serán los tipos de interés real, que serán más altos en los próximos años que en el pasado reciente. Los tipos de interés reales, combinados con un alto endeudamiento del sector privado, tendrán un efecto disuasorio (o retrasarán) algunos nuevos planes de inversión.

En general, en nuestra perspectiva económica a medio plazo, la menor acumulación de capital reducirá su aportación al crecimiento potencial en aproximadamente 0,3 puntos porcentuales (Gráfico 1).

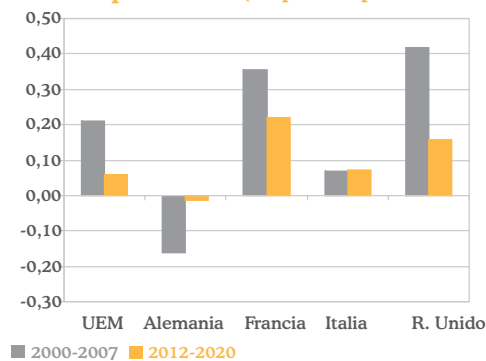
### El empleo también reduce su aportación al crecimiento potencial

El actual y previsible aumento del paro provocará un incremento temporal de su tasa subyacente (estructural) debido a la rigidez de los mercados de trabajo europeo (leyes de protección del empleo, generosos subsidios de paro) y a la existencia de retrasos en el ajuste. No obstante, el paro estructural podría volver a los niveles anteriores a la crisis si se concretase la reasignación industrial de la mano de obra. En cualquier caso, los efectos a largo plazo serían limitados. Sin embargo, no debería descartarse un período prolongado de alto nivel de paro estructural (si no hay reformas estructurales), ya que la pérdida de capital humano, combinada con el desempleo a largo plazo, dificultará la búsqueda de empleos, provocando el así llamado efecto de histéresis.

Según las tendencias proyectadas por la Comisión Europea (EUROPOP2008), el ritmo de crecimiento de la población activa registrado en los últimos años no se mantendrá a medio plazo, lo cual refleja la baja tasa de natalidad de los países desarrollados y la reducción de los flujos migratorios como consecuencia del deterioro del mercado de trabajo. En la zona euro en general, estas perspectivas representan un descenso de la aportación de 0,2 puntos porcentuales al crecimiento potencial (Gráfico 2).

Gráfico 2.

### Contribución de la población 16-54 al crecimiento potencial (en puntos porcentuales)

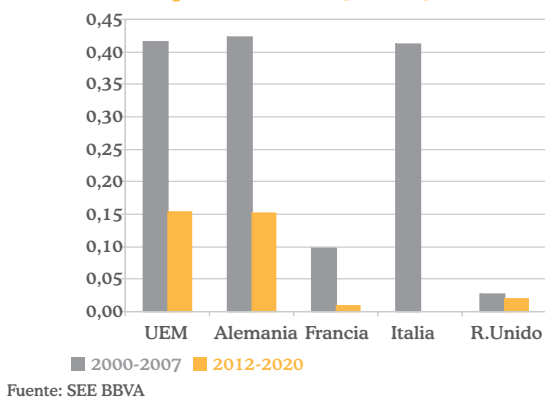


Fuente: SEE BBVA

El significativo incremento de la tasa de participación de los últimos años ha sido otro factor que explica el aumento del potencial de producción en los países desarrollados. Sin embargo, esta cifra ya se encuentra en niveles altos y es poco probable que crezca con igual rapidez que en el pasa-

do. Además, los efectos a medio plazo de la crisis en la participación de los trabajadores son ambiguos. De una parte, el deterioro del mercado de trabajo podría desalentar la búsqueda de empleo y reducir la masa de trabajadores, en especial si existen incentivos para una jubilación anticipada. De la otra, algunas personas podrían incorporarse al mercado de trabajo para compensar la disminución de la renta o del patrimonio. En general, nuestro escenario parte de la hipótesis de un menor incremento de los índices de participación los trabajadores, lo cual reduce su aportación positiva al crecimiento en aproximadamente 0,2 puntos en la zona euro (Gráfico 3).

**Gráfico 3.**  
**Contribución de la tasa de actividad al crecimiento potencial (en puntos porcentuales)**

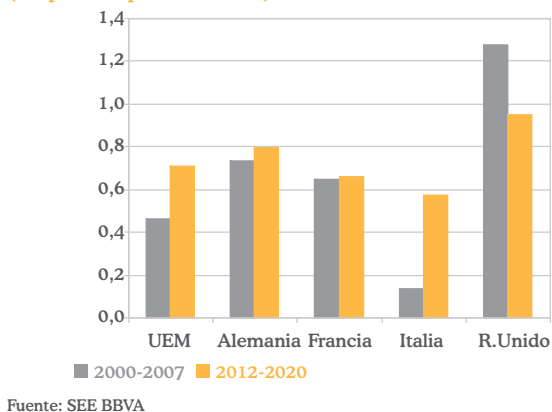


**La productividad total de los factores crecerá más como consecuencia de una asignación más eficiente de los recursos**

También los efectos sobre la productividad son ambiguos. En primer lugar, a corto plazo el aumento del paro (en sector con alto insumo de mano de obra y baja cualificación) puede conllevar un aumento de la productividad (existe una alta correlación entre el aumento del paro y el incremento de la productividad). Sin embargo, algunos países (Alemania, Reino Unido), que han estado aportando subsidios a los parados, podrían experimentar un descenso de la productividad. Asimismo, las restricciones de las condiciones financieras (consecuencia de una mayor aversión al riesgo) podrían conllevar una disminución de la asignación de fondos a proyectos innovadores. En segundo lugar, a medio plazo la productividad podría aumentar porque la desaceleración podría haber sacado del mercado a las empresas ineficientes e incentivado una reestructuración sectorial que supone la asignación de recursos hacia industrias más eficientes. Nuestras proyecciones prevén un incremento moderado de la aportación de la productividad (Gráfico 4), susceptible de contrarrestar temporalmente los efectos adversos sobre otros factores de la zona euro en general. En el caso de la economía italiana, el repunte de su aportación en los próximos años se debe sobre todo a un efecto estadístico, ya que en los años recientes descendió significativamente como consecuencia del fuerte aumento de los puestos de trabajo de baja cualificación a principios de la década de 2000 (vinculado a las reformas del mercado de trabajo). En el caso del Reino Unido, el probable ajuste de la banca (un sector de alto valor añadido) po-

dría producir una considerable reducción del crecimiento de la productividad total de los factores.

**Gráfico 4.**  
**Contribución de la productividad total de los factores al crecimiento potencial (en puntos porcentuales)**

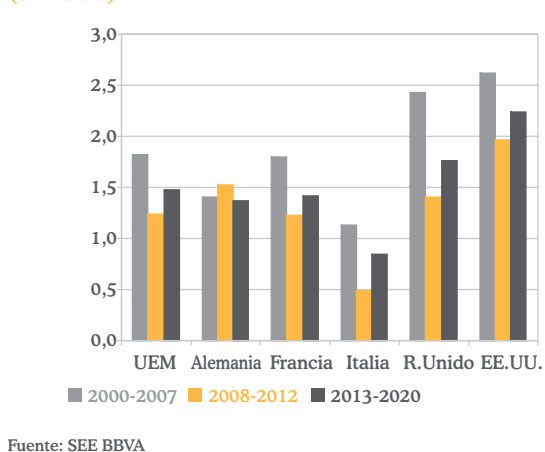


**En ausencia de reformas estructurales, el potencial de crecimiento se frenará y persistirá la brecha con la economía estadounidense**

En resumen, según nuestras estimaciones el menor potencial de crecimiento será generalizado en las economías europeas, y en la zona euro bajará desde el 1,8% al 1,5% (Gráfico 5). Además, se mantendrá la brecha de potencial crecimiento con respecto a EE.UU.

Las lecciones que se pueden extraer de recesiones anteriores (la Gran Depresión o la japonesa) señalan que la primera prioridad debería ser garantizar el funcionamiento del mercado financiero (acumulación de capital) y aplicar reformas estructurales dirigidas a incrementar la participación en el mercado de trabajo y la capacidad de encontrar empleo (mano de obra), así como promover la economía del conocimiento (productividad total de los factores). Esto supone un amplio programa de reformas.

**Gráfico 5.**  
**Crecimiento PIB potencial (% medio)**



## 4. Los factores determinantes de la inflación europea: una evaluación del papel de las variables macroeconómicas y de las instituciones

*Resumen:* Al parecer, el mercado de productos y el mercado de trabajo pueden ayudar a explicar la heterogénea respuesta de la inflación a las perturbaciones económicas que afectan a los países europeos. Presentamos nuevas pruebas que sugieren que un entorno institucional que combina una alta coordinación y una baja sindicalización del mercado de trabajo con una alta competencia en el mercado productivo obtiene mejores resultados en cuanto a estabilidad de los precios en el caso de producirse perturbaciones macroeconómicas comunes o idiosincráticas. Si los países con mayor inflación de la UEM se hubiesen ajustado al mejor escenario institucional observado, su tasa media anual de inflación desde el establecimiento de la UEM hubiese sido 0,7 porcentuales menor, con lo que prácticamente hubiesen cerrado su diferencial de inflación con la zona.

### 4.1.- Introducción

El modelo empírico de los procesos inflacionarios que ha caracterizado al mundo desarrollado es una temática recurrente en la macroeconomía. Y no deja de serlo en estos tiempos, en los que la incertidumbre sobre la evolución de los factores que conforman la inflación se encuentra, posiblemente, en su pico histórico. Típicamente, los procesos inflacionarios han sido modelados mediante especificaciones de inflación de formato reducido que toman la forma del aumento de las expectativas de las curvas de Phillips. En dichas especificaciones, la inflación se ve influida por su propio retraso, o retrasos, como variable representativa de las expectativas inflacionarias retrospectivas; la brecha del paro, como variable representativa de una posición cíclica o de exceso de demanda; y el crecimiento de la productividad, la inflación de los precios de las importaciones y los cambios tributarios, todos ellos representativos de la evolución de los costes de producción o de perturbaciones de costes imprevistas. Los fundamentos teóricos de dichas ecuaciones normalmente vienen dados por las reglas de fijación de precios y salarios que, en un mundo ideal, también podrían incorporar algunos hechos estilizados de la economía en cuestión, como los factores exógenos de cierta índole que empujan los salarios.

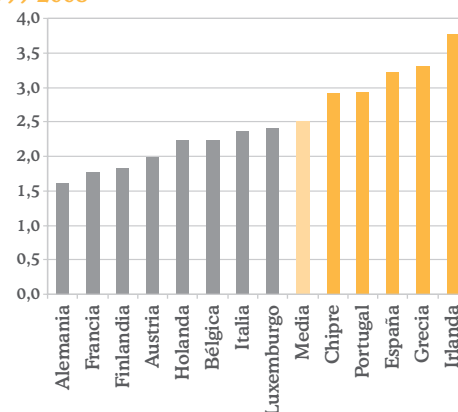
La literatura ha determinado que las variables de demanda y coste que determinaron la dinámica inflacionaria en la posguerra son, de hecho, similares en todas las economías de la OCDE, una muestra de países entre los que se incluyen las naciones más avanzadas de Europa (Bowdler y Nunziata, 2007). Sin embargo, lo natural sería esperar la presencia de una heterogeneidad transnacional en la magnitud de las repercusiones de esos determinantes macroeconómicos; es decir, como resultado de las diferencias estructurales subyacentes que existen entre los países. Con este espíritu, este artículo investiga los efectos de una serie de factores institucionales en respuesta a la inflación sobre las condiciones macroeconómicas. Lo hace en el contexto de un modelo de panel de datos estructurados anualmente de varios países de la OCDE, correspondientes al período 1960-2006. El punto de partida del análisis es la hipótesis de que el ajuste de la inflación a las perturbaciones macroeconómicas comunes depende del entorno institucional que caracteriza a cada economía (véanse Burdekin y Siklos (1999), Boschen y Weise (2004), y Bowdler y Nunziata (2007)).

Las características institucionales aquí consideradas incluyen el grado de coordinación de las organizaciones sindicales en el proceso de negociación de salarios (COORD), el porcentaje de sindicalización de los trabajadores (TU) y el grado de competencia existente en los mercados de productos (PMR). Las primeras dos características institucionales fueron analizadas por Bowdler y Nunziata (2007) con

Mónica Correa López  
monica.correa@grupobbva.com  
Agustín García Serrador  
agustin.garcia@grupobbva.com  
Ana Cristina Mignorange-Arnáiz  
mingor.fcee@ceu.es

Gráfico 4.1.

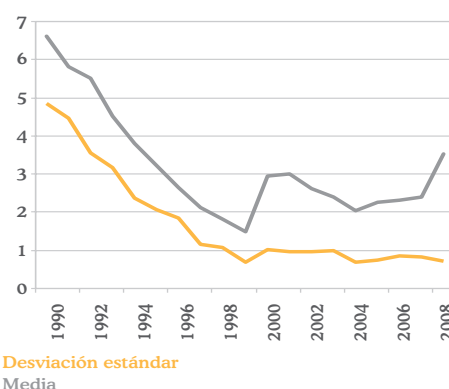
### Zona Euro: Tasa inflación media 1999-2008



Fuente: Eurostat y SEE BBVA

Gráfico 4.2.

### Desviación respecto a la media muestral y estándar (sin ponderar) del IPC en países de la UEM



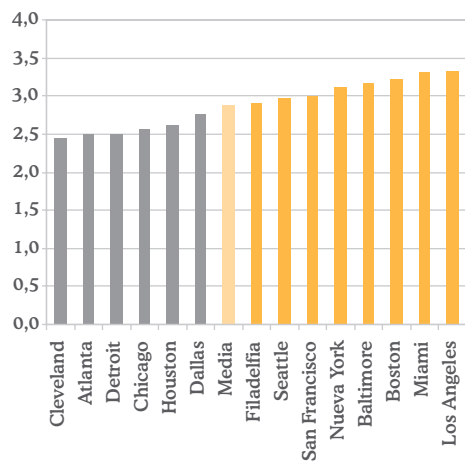
Fuente: Eurostat y SEE BBVA

Tabla 4.1. Tasas de inflación anual en años seleccionados de países miembros de la UEM (en términos porcentuales)

	1999	2001	2003	2005	2006	2007	2008
Media	1,5	3,0	2,4	2,3	2,3	2,4	3,5
Austria	0,6	2,6	1,4	2,3	1,4	2,1	3,2
Bélgica	1,1	2,5	1,6	2,8	1,8	1,8	4,5
Alemania	0,5	2,0	1,1	1,5	1,6	2,3	2,7
Irlanda	1,6	4,9	3,5	2,4	3,9	4,9	4,1
Grecia	2,6	3,4	3,5	3,5	3,2	2,9	4,2
España	2,3	3,6	3,0	3,4	3,5	2,8	4,1
Francia	0,6	1,6	2,1	1,7	1,7	1,5	2,8
Italia	1,7	2,8	2,7	2,0	2,1	1,8	3,3
Chipre	1,5	2,0	4,1	2,6	2,5	2,4	4,7
Luxemburgo	1,0	2,7	2,0	2,5	2,7	2,3	3,4
Holanda	2,2	4,2	2,1	1,7	1,2	1,6	2,5
Portugal	2,3	4,3	3,2	2,3	3,1	2,5	2,6
Finlandia	1,1	2,6	0,9	0,6	1,6	2,5	4,1

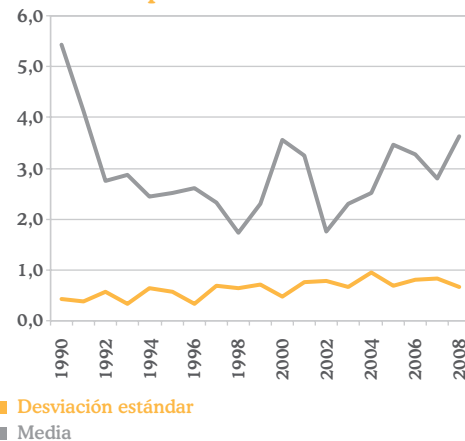
Nota: el sombreado pertenece a países con tasas de inflación por encima de la media ese año.  
Fuente: Eurostat

Gráfico 4.3.  
EE.UU.: tasas medias de inflación  
1999-2008



Fuente: Bureau of Labor Statistics y SEE BBVA

Gráfico 4.4.  
Desviación respecto a la media muestral  
y estándar (sin ponderar) del IPC en  
áreas metropolitanas de EE.UU.



Fuente: Bureau of Labor Statistics

Tabla 4.2. Tasas de inflación anual en  
años seleccionados de áreas metropolita-  
nas en EE.UU. (en términos porcentuales)

	1999	2001	2003	2005	2006	2007	2008
Media	2,3	3,3	2,3	3,5	3,3	2,8	3,6
Nueva York	1,9	2,5	3,1	3,9	3,8	2,8	3,9
Filadelfia	2,2	2,7	2,1	3,9	3,8	2,2	3,2
Boston	2,4	4,4	3,7	3,2	3,2	1,9	3,7
Chicago	2,1	2,6	1,8	3,0	2,0	3,3	3,8
Detroit	2,6	2,6	1,9	3,0	2,9	1,8	2,2
Cleveland	1,7	3,1	1,6	3,4	1,9	2,4	3,8
Baltimore	2,0	2,7	2,9	4,0	3,7	3,5	4,7
Dallas	2,8	3,5	2,1	3,2	3,1	1,5	4,6
Houston	1,5	2,8	2,8	3,7	2,7	1,9	3,2
Atlanta	2,3	3,3	1,4	3,2	2,6	3,2	2,9
Miami	1,2	3,0	2,8	4,8	4,9	4,2	4,4
Los Angeles	2,3	3,4	2,6	4,5	4,3	3,3	3,5
San Francisco	4,2	5,3	1,8	2,0	3,3	3,3	3,0
Seattle	3,0	3,6	1,5	2,9	3,7	3,9	4,1

Nota: el sombreado corresponde a áreas metropolitanas de inflación por encima de la media de ese año.  
Fuente: Bureau of Labor Statistics

datos del período 1960-1995. Como aportación a la literatura, este estudio propone específicamente que las características institucionales del mercado de productos podrían influir en el ajuste de la inflación. De este modo, amplía la dimensión temporal de Bowdler y Nunziata (2007) introduciendo el grado de competencia en el mercado de productos como nueva característica institucional susceptible de determinar la respuesta de la inflación a las perturbaciones macroeconómicas.

Al hacerlo, el estudio nos permite cuantificar el grado de heterogeneidad que rige la dinámica inflacionaria en Europa. Además, presenta una evaluación de cuán volátil puede ser la trayectoria de la inflación a tenor de las características de los mercados de productos y de trabajo en cuestión, cuando sus determinantes macroeconómicos siguen un camino conocido. Por último, muestra cómo las reformas estructurales dirigidas al funcionamiento de los mercados de productos y del trabajo pueden conformar el ajuste de la inflación en respuesta a las perturbaciones macroeconómicas.

#### 4.2.- Datos estilizados recientes de la inflación y de las instituciones europeas

Durante la primera mitad de la década de 1990, la tasa media de inflación en Europa bajó sustancialmente, en gran medida gracias a un proceso de convergencia nominal hacia la integración monetaria (Gráfico 4.2). Sin embargo, el proceso de adopción de la moneda única y el actual funcionamiento de la Unión bajo un marco de política monetaria común han ido acompañados de diferencias, nada insignificantes en las tasas de inflación entre los miembros de la UEM. Esto último puede observarse en el grado de dispersión de la inflación dentro de la UEM, que se ha mantenido en forma persistente en torno al 1% (Gráfico 4.2).

De una unión monetaria puede esperarse una dispersión de la inflación limitada, derivada de la existencia de perturbaciones asimétricas e idiosincráticas. Además, la dispersión de la inflación bien puede ser el resultado de diferencias estructurales que persisten entre los estados miembros, derivado del grado de apertura de la estructura institucional que, necesariamente, conllevaría efectos inflacionarios asimétricos ante la presencia de perturbaciones macroeconómicas comunes.

Una importante diferencia entre los integrantes de la UEM y los estados de EE.UU., la otra unión monetaria más importante del mundo, no es el grado de la dispersión de la inflación —similar entre áreas monetarias, aunque ligeramente menor en EE.UU. (Gráficos 4.2 y 4.4)—, sino su composición (Tablas 4.1 y 4.2). Para explicarnos, la UEM se ha caracterizado, desde su constitución, por un conjunto de países que, de una parte, han mantenido continuamente un diferencial de inflación positivo (Irlanda, Grecia y España) y un grupo de países que, de la otra, han registrado persistentemente un diferencial de inflación negativo (Austria, Alemania, Francia) (Gráfico 4.1 y Tabla 4.1). Este hecho estilizado nos lleva a deducir que las diferencias estructurales podrían ser particular relevancia en el caso de la UEM.

Uno de los principales rasgos de la muestra de economías avanzadas que nos ocupa es su heterogénea mezcla institucional. Los gráficos adjuntos (del 4.5 al 4.7) reflejan la variedad de ordenamientos institucionales de los mercados de productos y del trabajo que, en general, han caracterizado a la OCDE desde el período de posguerra. Es así que los gráficos muestran mezclas institucionales como las de Dinamarca, Finlandia, Noruega y Suecia (es decir, los países escandinavos), en los que se ha producido una mayor coordinación y sindicalización que en la media, y una menor competencia en el mercado de productos (esto último con la excepción de Suecia). Por otra parte, las economías anglosajonas de Australia, Canadá, Reino Unido y EE.UU. parecen haber avanzado juntas en lo que se refiere a la mejora de la competencia en sus mercados de productos. Alemania y Austria tuvieron el mayor nivel de coordinación durante el período de la muestra, y una competencia en el mercado de productos ligeramen-

te por debajo de la media. España se sitúa en un nivel intermedio, tanto en coordinación como en competencia. No obstante, la media de sindicalización es la más baja de la muestra.<sup>1</sup> Por su parte, Irlanda está por encima del promedio de coordinación y sindicalización, aunque su posición en materia de competencia del mercado de productos es mucho peor si la comparamos con la de otros países. Esta última característica también es compartida por Portugal que, además, tiene una menor coordinación y una mayor sindicalización que la media.

La siguiente sección trata de los potenciales efectos sobre el ajuste de la inflación de la mencionada heterogeneidad, las estructuras de los mercados de productos y de trabajo, e identifica a qué países podría haberles ido mucho mejor después de las perturbaciones macroeconómicas de las última cuatro décadas.

### 4.3.- Un modelo empírico del ajuste de la inflación

Esta sección presenta las estimaciones de un modelo de panel de datos dinámico de efectos fijos en 20 países de la OCDE durante el período 1960-2006. La muestra de países de la OCDE incluye a: Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Japón, Países Bajos, Noruega, Nueva Zelanda, Portugal, España, Suecia, Suiza, Reino Unido y EE.UU. Trabajamos con la hipótesis del que el proceso de error no está correlacionado a la vez con país y tiempo, y las ratios t se calculan empleando los errores típicos consistentes de la *heteroskedasticity* que debemos a White (1980). El modelo de panel de datos no balanceado puede así estimarse mediante los mínimos cuadrados ordinarios (OLS, por sus siglas en inglés), con un total de 915 observaciones y solamente 5 observaciones faltantes. Las tablas (Tablas 3.3 y 3.4) reflejan las especificaciones obtenidas mediante un proceso iterativo en el que la variable menos significativa se elimina y el modelo es recalculado hasta que todas las variables son significativas en los niveles del 1%, 5% ó 10%.

Típicamente, las ecuaciones de inflación en formato reducido adoptan la forma lineal.

$$\pi_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 x_{1t} + \gamma_2 x_{2t} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

donde el subíndice *i* hace referencia al país y el subíndice *t* al año, y donde la inflación se explica mediante el vector  $x_1$  de las variables macroeconómicas, o sea  $\{inf_{it-1}, unemp_{it}, import_{it}, prod_{it}, itax_{it}, dtax_{it}\}$ , y el vector  $x_2$  de efectos de interacción entre las variables macroeconómicas en  $x_1$  y las características institucionales consideradas; es decir,  $\{COORD_{it}, TU_{it}, PMR_{it}\}$ .<sup>2</sup>

El modelo permite una variación entre países en el término de interceptación,  $\gamma_0$ , a través de los efectos fijos,  $\mu_i$  y sus controles de los movimientos comunes de la inflación provocados por eventos importantes, como los aumentos del petróleo, mediante la introducción de las variables imaginarias de tiempo,  $\lambda_t$ . Todas las ecuaciones estimadas incluyen nueve variables imaginarias de impulso; es decir, controlan los eventos especiales de los datos, que se identificaron ejecutando un modelo autorregresivo AR(1) que incluye los efectos fijos individuales y las variables imaginarias de tiempo. El criterio de selección consistió en identificar residuos más de cuatro veces mayores que la desviación típica residual. Las observaciones de las variables institucionales están normalizadas. Es decir, degradada de la media de la muestra respectiva, de manera que un valor igual a cero se corresponde con el país "promedio" de la muestra. La inflación de los precios de las importaciones se escala por la media de grado de apertura; el crecimiento de la productividad y de la tributación directa hace

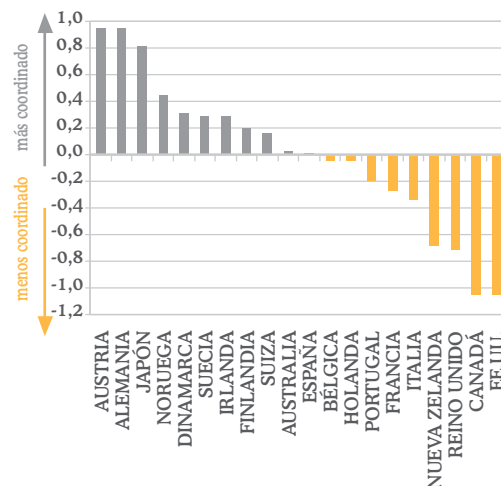
<sup>1</sup> En los casos de Francia y España es de destacar que las clasificaciones existentes sobre el nivel de sindicalización posiblemente subestimen el grado de poder de los sindicatos sobre la oferta de trabajo. Un índice ajustado a la medida de la cobertura negociadora seguramente plasmaría con mayor precisión este efecto en ambos países.

<sup>2</sup>  $\{inf_{it-1}, unemp_{it}, import_{it}, prod_{it}, itax_{it}, dtax_{it}\}$  denotan, respectivamente, inflación retardada, brecha del paro, inflación del precio de las importaciones, crecimiento de la productividad y crecimiento tributario directo. Véase en el Apéndice una descripción de los datos.

Gráfico 4.5.

#### Grado medio de coordinación del mercado de trabajo

(desviación respecto a la media muestral, 1960-2007)

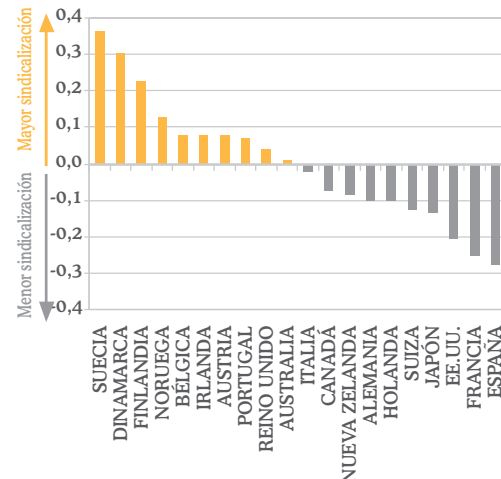


Fuente: SEE BBVA a partir de Belot y van Ours (2000) y Visser (2009)

Gráfico 4.6.

#### Grado medio de sindicalización

(desviación respecto a la media muestral, 1960-2006)

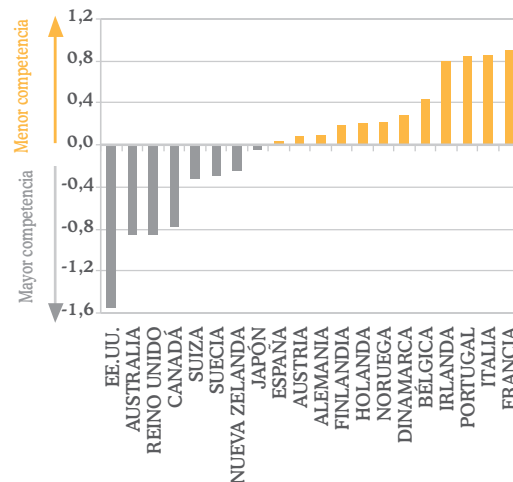


Fuente: SEE BBVA a partir de Nickell y Nunziata (2001) y Visser (2009)

Gráfico 4.7.

#### Average degree of product market competition

(desviación respecto a la media muestral, 1960-2007)



Fuente: SEE BBVA a partir de Conway y Nicoletti (2006)

**Tabla 4.3. Regresiones de inflación para un panel de 20 países de la OCDE**

(datos anuales 1961-2006)

	Bowdler & Nunziata (2007)		Actualización temp. B & N	
INF(-1)	0,52	(12,90)	0,59	(21,90)
UNEMP	-0,40	(-5,51)	-0,37	(-6,66)
IMPORT	0,33	(4,48)	0,22	(4,17)
PROD	-0,16	(-3,22)	-0,10	(-1,80)
ITAX	0,04	(6,31)	0,02	(3,15)
DTAX	0,04	(2,07)	0,02	(1,43)
INF(-1)*ZCOORD	-0,09	(-3,20)	-0,05	(-1,88)
UNEMP*ZCOORD	0,27	(2,59)	0,19	(2,18)
IMPORT*ZCOORD	-0,24	(-2,60)	-0,18	(-2,36)
PROD*ZCOORD	0,20	(2,80)	0,17	(2,59)
IMPORT*ZTU	0,55	(2,20)	0,47	(2,84)
PROD*ZTU	-0,54	(-2,84)	-0,62	(-3,00)
ITAX*ZTU	0,10	(3,64)	0,11	(3,53)
Observaciones	644		915	
Error estándar	1,56%		1,40%	
R-squared			0,92	
AR(1)	-0,22 [0,83]		-1,46 [0,14]	
AR(2)	-0,09 [0,93]		-0,79 [0,43]	

Notas: todos los modelos tienen una constante, efectos fijos, variables ficticias temporales y nueve impulsos ficticios. Entre paréntesis, ratios t basados en errores típicos coherentes con heteroscedasticidad; valores p entre corchetes. Las variables institucionales vienen precedidas de una Z, que indica que están normalizadas respecto a la media muestral.

**Tabla 4.4. Regresiones de inflación para un panel de 20 países de la OCDE**

(datos anuales 1961-2006)

	Modelo preferido 1		Modelo 1 - entrada	
INF(-1)	0,54	(15,80)	0,53	(16,10)
UNEMP	-0,36	(-6,43)	-0,36	(-6,40)
IMPORT	0,21	(4,18)	0,18	(3,69)
PROD	-0,15	(-3,61)	-0,16	(-4,01)
ITAX	0,02	(2,54)	0,02	(2,86)
DTAX	0,03	(1,70)		
INF(-1)*ZCOORD	-0,06	(-2,28)	-0,07	(-2,44)
UNEMP*ZCOORD	0,21	(2,03)	0,18	(1,87)
IMPORT*ZCOORD	-0,16	(-2,25)	-0,15	(-2,16)
PROD*ZCOORD	0,18	(2,77)	0,17	(3,07)
DTAX*ZCOORD	0,03	(1,67)		
IMPORT*ZTU	0,42	(2,70)	0,38	(2,46)
PROD*ZTU	-0,69	(-4,13)	-0,64	(-3,58)
ITAX*ZTU	0,10	(2,89)	0,11	(3,12)
INF(-1)*ZPMR	0,05	(2,81)	0,05	(3,04)
UNEMP*ZPMR	-0,05	(-1,80)	-0,05	(-2,07)
IMPORT*ZPMR			0,06	(1,97)
PROD*ZPMR	0,10	(3,21)	0,08	(2,83)
Observaciones	915		920 y equilibrado	
Error estándar	1,39%		1,39%	
R-squared	0,92		0,92	
AR(1)	-1,36 [0,17]		-1,51 [0,13]	
AR(2)	-0,69 [0,49]		-0,60 [0,54]	

Notas: todos los modelos tienen una constante, efectos fijos, variables ficticias temporales y nueve impulsos ficticios. Entre paréntesis, ratios t basados en errores típicos coherentes con heteroscedasticidad; AR(1) y AR(2) son pruebas estadísticas para autocorrelación de errores hasta el orden 1 y 2, respectivamente; valores p entre corchetes. Las variables institucionales vienen precedidas de una Z, que indica que están normalizadas respecto a la media muestral. La diferencia entre el modelo preferido 1 y el modelo 1 con entrada, es que este último se centra en medir barreras de entrada para recoger el nivel de competencia en mercados de bienes.

lo propio por uno, menos la media de apertura. Estos factores controlan el hecho de que, por ejemplo, la inflación de los precios de las importaciones afectarían a la inflación interna con un coeficiente mucho mayor en las economías más abiertas.<sup>3</sup>

Los resultados demuestran que los coeficientes de las variables macroeconómicas tienen el signo esperado (Tabla 4.4). Normalmente son significativos en el nivel del 5%. La excepción son los cambios en la tributación directa que podrían devenir insignificantes. O, si llegan a ser significativos, lo son solamente al nivel del 10%. Por consiguiente, la inflación está positivamente influida por su propio retardo (con un parámetro de persistencia del 0,54%), las fluctuaciones de los precios de las importaciones y los cambios fiscales. No obstante, está influida negativamente por el paro y el incremento de la productividad.

Los coeficientes de los términos de la interacción implican que más coordinación del mercado de trabajo disminuye la capacidad de respuesta de la inflación a la inflación retardada, la brecha del desempleo, los precios de las importaciones y la productividad. La presencia de estos efectos de interacción se explica por el ajuste salarial que sigue a una perturbación macroeconómica. Un mercado de trabajo altamente coordinado se caracteriza por el aumento de los flujos de información entre los sindicatos que representan a diferentes grupos de trabajadores. También se caracteriza por una alta sincronización del proceso de negociación salarial con la patronal. En este entorno institucional, las partes que negocian los salarios son más conscientes de los efectos agregados sobre los precios de sus demandas salariales (Cukierman y Lippi (1999), Soskice e Iversen (2000)). Así, en el caso de un entorno macroeconómico cambiante, los sindicatos se coordinan para restringir los salarios y, por consiguiente, limitar los efectos de los precios derivados de las perturbaciones macroeconómicas.

Por otra parte, el aumento de la sindicalización incrementa la respuesta de la inflación a los precios de las importaciones, a los cambios en la tributación indirecta y a los movimientos de la productividad. El poder monopolístico sobre la oferta de mano de obra que se asocia a altas tasas de sindicalización podría implicar que los incrementos salariales son mayores tras producirse desequilibrios del lado de la demanda y perturbaciones del lado de la oferta. Esto es, los trabajadores pueden ser capaces de extraer mayores beneficios laborales en una situación de escasez de mano de obra o de aumento del coste de la vida.

La reacción de la inflación a las presiones de la oferta y la demanda puede verse potencialmente afectada por las características institucionales del mercado de productos, de manera bastante parecida a las características institucionales del mercado de trabajo. De hecho, las estimaciones demuestran que una menor competencia en los mercados de productos conlleva una mayor respuesta de la inflación a la inflación retardada y al paro, y una menor respuesta al incremento de la productividad. Cuando se utiliza la herramienta de barreras de entrada, la menor competencia potencia la capacidad de respuesta de la inflación a la inflación de los precios de las importaciones. El canal de transmisión desde la competencia del mercado de productos al ajuste de la inflación se produce a través de variaciones temporales del margen de beneficio. Por ende, un entorno de mercado de productos más competitivo induce a las firmas a bajar sus márgenes de beneficio en respuesta a los desequilibrios del lado de la demanda y a las perturbaciones de los costes. Al hacerlo, quienes fijan los precios reducen el aumento de precio agregado que sigue a una perturbación positiva de la demanda o a una presión negativa de la oferta.<sup>4</sup>

Los datos aquí presentados indican que ambos —los sindicatos altamente coordinados y las empresas con un fuerte poder negociador de

<sup>3</sup> Las cuestiones econométricas relevantes a la estimación de los modelos de paneles macroeconómico (en particular las pruebas inflacionarias, el sesgo de Nickell y la hipótesis de agrupabilidad, así como las pruebas de robustez adicionales, la estimación con FGLS (mínimos cuadrados generalizados) y los problemas de endogeneidad son abordados y presentados en el documento de trabajo del BBVA adjunto (véase Correa-López y otros (2009)).

<sup>4</sup> Obsérvese asimismo que estaría presente un efecto de nivel, ya que un mercado de productos más competitivo se caracteriza más por un margen de beneficios bajo que por uno alto.

los salarios (un subproducto de los bajos índices de sindicalización)—son actores institucionales del mercado de trabajo a los que disgustan los movimientos de precios en respuesta a los desequilibrios macroeconómicos. Del mismo modo, a las empresas que operan en un entorno de mercado de productos altamente competitivo no les agradan los grandes movimientos de precios como mecanismo de ajuste después de una perturbación económica. Así, como resultado del papel jugado por las mencionadas instituciones, encontramos una importante variación en la dinámica inflacionaria entre los países (Tabla 3.5). Francia e Italia presentan, con un coeficiente del 0,6%, el mayor grado de persistencia de la inflación. Por su parte, Alemania y Austria se cuentan entre los países que lo tienen más bajo: 0,49%, Asimismo, las tasas de inflación de ambos responden mucho menos al ciclo económico, con un coeficiente del -0,17%, justo lo contrario de Canadá, cuyo coeficiente alcanza el -0,54%.

Para evaluar la importancia cuantitativa del entorno institucional en definir la dinámica inflacionaria, hemos utilizado nuestro modelo estimado para simular las repercusiones de una perturbación común sobre la inflación. Específicamente, si todos los países experimentasen un aumento del 10% en los precios de las importaciones (Gráfico 4.9), la inflación de los precios al consumidor aumentarían simultáneamente un 1,1% en Irlanda y un 0,9% en Portugal, Canadá o el Reino Unido. Por el otro lado, el IPC alemán apenas variaría, mientras que el español avanzará un 0,2%. Obsérvese que la diferencia en estos efectos se propagaría en el transcurso del tiempo, ya que los parámetros de persistencia estimados son diferentes. Por consiguiente, el efecto acumulativo de la perturbación aumentaría la inflación irlandesa en un total del 2,5%, y del 2,3% en Portugal. Pero en Alemania, la inflación interna apenas se vería afectada por el aumento de los precios de las importaciones. Es importante observar que, aunque el impacto acumulado de la inflación sería mayor que el efecto contemporáneo —básicamente como consecuencia de los mecanismos de persistencia, la perturbación es “temporal” en el sentido de que pronto se vería invertida por otra perturbación en la dirección opuesta. Por este motivo, los determinantes macroeconómicos citados ejercen efectos “temporales” sobre la inflación sin afectar el equilibrio, o la tasa estable, de la inflación.

**Tabla 4.5. Variaciones entre países de las dinámicas de inflación**

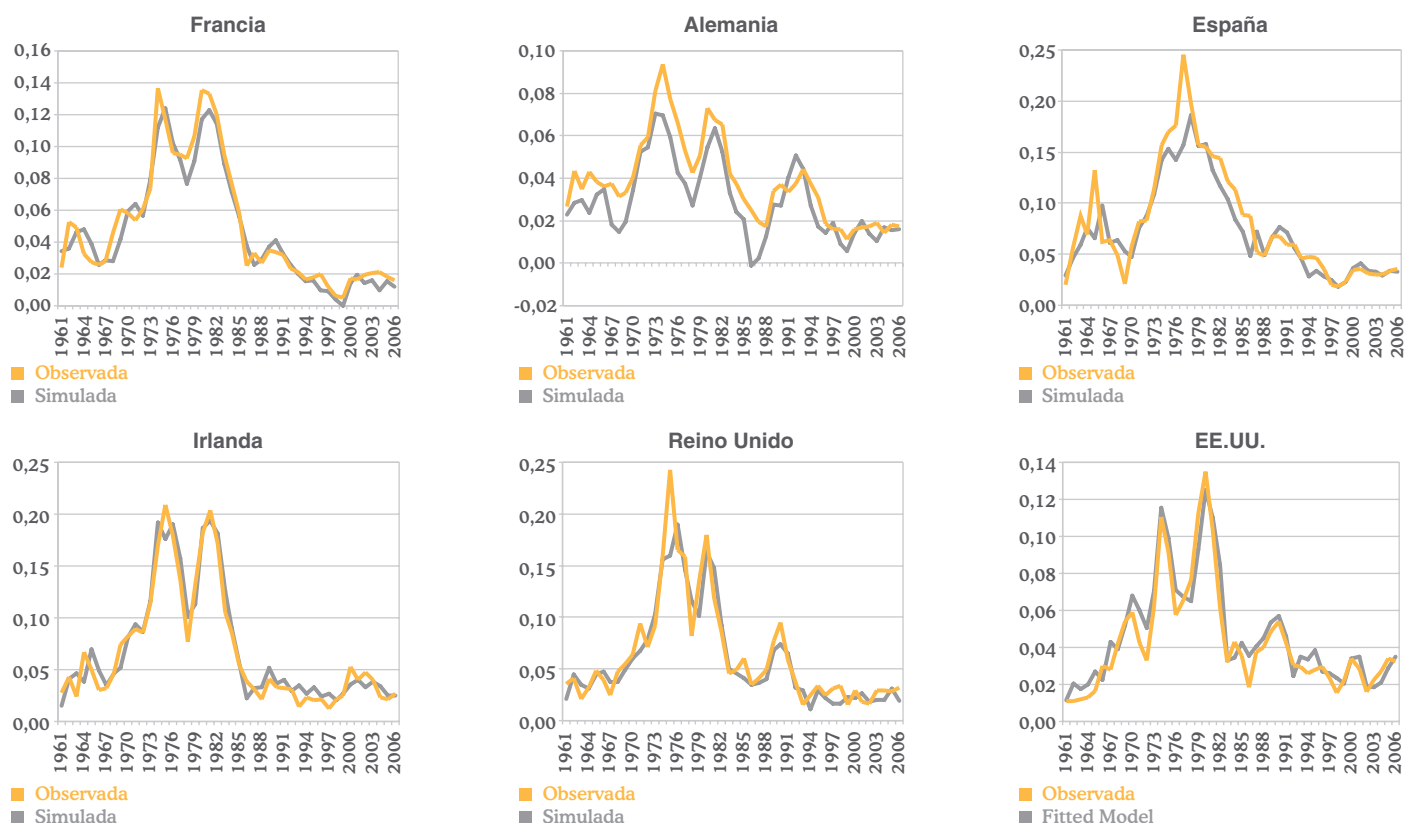
Derivadas totales de inflación respecto a cada variable macroeconómica (en términos porcentuales)

Variable	Coefficiente	Max. absol.	Mín. absol.
inf (-1)	0,54	0,60 (Francia, Italia)	0,49 (Australia, Austria, Alemania, Japón)
unemp	-0,36	-0,54 (Canadá)	-0,17 (Austria, Alemania)
import	0,21	0,35 (Canadá)	0,01 (Alemania, Japón)
prod	-0,15	-0,39 (R.U.)	0,09 (Alemania)
itax	0,02	0,05 (Dinam., Suecia)	-0,01 (Francia, España)
dtax	0,03	0,06 (Austria, Alemania)	-0,01 (Canadá, EE.UU.)

Notas: las estimaciones de la primera columna son las preferidas. Para los resultados de las columnas dos y tres, COORD, TU y PMR usan su valor medio temporal para cada país, y se reducen con el valor medio muestral. Max. absol. es el valor absoluto más alto de cada coeficiente, mientras que Min.absol. es el menor. Los países listados son aquellos donde se han observado los valores máximos y mínimos.  
Fuente: SEE BBVA

Gráfico 4.8.

Tasas de inflación: reales y ajustadas por el modelo, 1961-2006 (en tanto por uno)



Fuente: SEE BBVA

Gráfico 4.9.

**Impacto de una perturbación común sobre la inflación del precio de las importaciones en relación con la inflación interna**

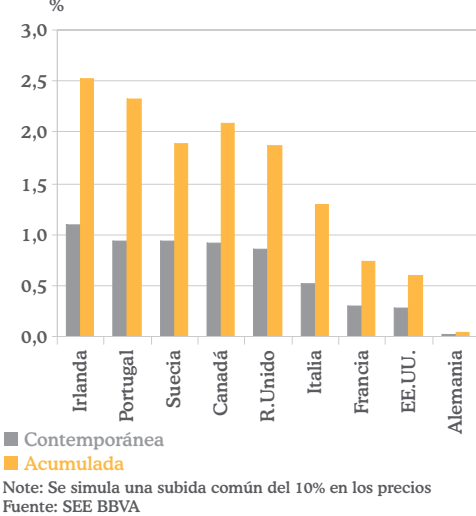


Gráfico 4.10.

**Inflación en Irlanda, 1999-2006 (en tanto por uno)**

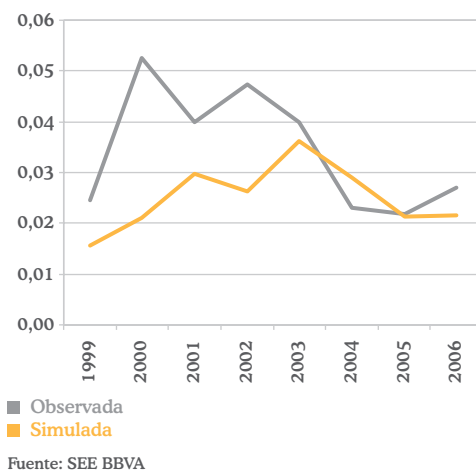
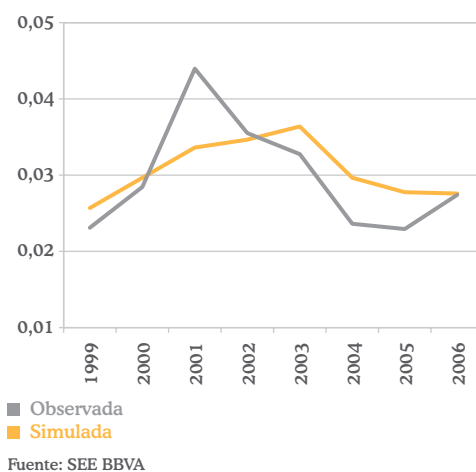


Gráfico 4.11.

**Inflación en Portugal, 1999-2006 (en tanto por uno)**



El ejercicio de simulación final muestra que las tasas de inflación ajustadas por el modelo hicieron que los países de mayor inflación de la UEM —Irlanda, España y Portugal— presentasen la mejor combinación posible de características institucionales desde el establecimiento de la UEM (Gráficos 3.10 hasta 3.12). El mejor escenario institucional del período corresponde a la alta coordinación de Alemania, la baja sindicalización de Francia y la alta competencia del Reino Unido. Los resultados sugieren que los tres países hubiesen registrado una tasa media de inflación anual 0,7 puntos porcentuales por debajo de sus respectivos valores ajustados, lo cual demuestra la importancia de la combinación institucional de los mercados de productos y de trabajo como objetivo político para abordar las diferencias de la inflación.

**4.4. Conclusión**

El entorno institucional de los mercados productos y del mercado de trabajo podría jugar un papel importante a la hora de explicar la heterogénea respuesta de la inflación a las perturbaciones económicas que afectan a los países europeos. En particular, la alta coordinación reduce los efectos que sobre la inflación tienen los movimientos del paro, la productividad y los precios de las importaciones, tanto respecto al impacto como dinámicamente. De manera similar, un alto índice de sindicalización incrementa la respuesta de la inflación a los cambios en la productividad, los precios de las importaciones y la tributación indirecta. Asimismo, hemos demostrado que la competencia en el mercado de productos reduce la reacción de la inflación a los movimientos del desempleo y de los precios de las importaciones, aunque hace que la inflación responda más a los cambios en el incremento de la productividad. Nuevamente, tanto en las repercusiones como dinámicamente.

Los datos aquí presentados sugieren que un entorno institucional que combina una alta coordinación y una baja sindicalización del mercado de trabajo con una alta competencia en el mercado productivo obtiene mejores resultados en términos de estabilidad de los precios en el caso de producirse perturbaciones macroeconómicas bien comunes o idiosincráticas. Si los países de mayor inflación de la UEM hubiesen tenido el mejor escenario institucional observado, su tasa de inflación anual media estaría en línea con el promedio de la UEM.

**Apéndice**

**Descripción de los datos**

Variable	Definición
Inflaciónn (inf)	Tasa anual de inflación del índice de precios al consumo
Grado de apertura	Medida como la tasa de las importaciones sobre el PIB nominal en el período 1960-2007.
Tasa de desempleo (unemp)	Desviación de la tasa de desempleo respecto a su tendencia (filtro HP) en niveles.
Inflación importada (import)	Tasa de inflación importada multiplicada por el grado de apertura del país.
Productividad (prod)	Tasa de crecimiento de la productividad ponderada por uno menos el grado de apertura promedio. El crecimiento de la productividad se define como la variación porcentual de la producción por empleado.
Imp. indirectos (itax)	Tasa de crecimiento porcentual de la presión fiscal indirecta.
Impuestos directos (dtax)	Tasa de crecimiento de los impuestos directos a los ingresos en terminos nominales de los hogares ponderado por uno menos el grado de apertura promedio.
Unión sindical (TU)	Relación entre empleados afiliados a un sindicato sobre empleados totales. El rango posible de esta variable es (0-1).
Coordinación (COORDB)	Índice (1-3) que refleja el grado de consenso entre los participantes en el sistema de negociación colectiva. 1: bajo, 2: medio, 3: alto.
Regulación del mercado de productos (PMR)	Índice (0-6), de menos a más restrictiva, del grado de competencia, que mide la restricción a la competencia como barreras al emprendedor (propiedad pública, barreras de entrada) y otras restricciones (controles de precios, estructura de mercado, integración vertical) en mercados domésticos. Los sectores no manufactureros (Energía, Transporte, Comunicaciones), representan alrededor de dos tercios de la actividad económica.



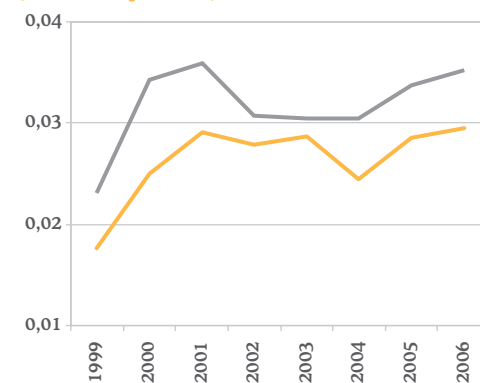
## Referencias

- Belot, M. y van Ours, J. (2000), Does the Recent Success of Some OECD Countries in Lowering their Unemployment Rates Lie in the Clever Design of their Labour Market Reforms?, IZA Discussion Paper n° 147, Bonn.
- Boschen, J. y Weise, C. (2004), Does the Dynamic Time Consistency Model of Inflation Explain Cross-country Differences in Inflation Dynamics?, *Journal of International Money and Finance* 23, 735–759.
- Bowdler, C. y Nunziata, L. (2007), Inflation Adjustment and Labour Market Structures: Evidence from a Multi-country Study, *Scandinavian Journal of Economics* 109, 619–642.
- Burdekin, R. y Siklos, P. (1999), Exchange Rate Regimes and Shifts in Inflation Persistence: Does Nothing Else Matter?, *Journal of Money, Credit, and Banking* 31, 235–247.
- Conway, P. y Nicoletti, G. (2006), Product Market Regulation in the Non-manufacturing Sectors of OECD Countries: Measurement and Highlights”, Working Paper 58, Economics Department, OCDE.
- Correa-López, M., García-Serrador, A. y Mingorance-Arnáiz, C. (2009), Macroeconomic Shocks, Institutions and the Adjustment of Inflation: Evidence from a Panel of OECD Countries, documento de trabajo del BBVA de inminente publicación.
- Cukierman, A. y Lippi, F. (1999), Central Bank Independence, Centralization of Wage Bargaining, Inflation and Unemployment: Theory and Some Evidence, *European Economic Review* 43, 1395–1434.
- Nickell, S. (1981), Biases in Dynamic Models with Fixed Effects, *Econometrica* 49, 1417–1426.
- Soskice, D. e Iversen, T. (2000), The Non-Neutrality of Monetary Policy with Large Wage and Price Setters, *Quarterly Journal of Economics* 115, 265-284.
- Visser, J. (2009), ICTWSS Database, Database on Institutional Characteristics of Trade Unions, Wage Setting, State Intervention and Social Pacts in 34 countries between 1960 and 2007, Institute for Advanced Labour Studies, AIAS, University of Amsterdam, Amsterdam.

Gráfico 4.12.

### Inflación en España, 1999-2006

(en tantos por uno)



■ Observada

■ Simulada

Fuente: SEE BBVA

## 5. El Tratado de Lisboa: ¿un nuevo comienzo para Europa?

### Claves

El Tratado de Lisboa de Reforma de la Unión Europea (EU) entrará finalmente en vigor en enero de 2010. En términos generales, el Tratado:

- Reforma el **marco de las instituciones de la UE**, de modo que pueda adaptarse a la ampliación. También hay cambios en la manera de adoptar la legislación de la UE, y el Parlamento obtendrá más poder.
- Crea una **Presidencia fija del Consejo de Europa y un Alto Representante de Asuntos Exteriores y Política de Seguridad**. Estos cambios promoverán una mayor continuidad y profundizarán la influencia de la UE en el mundo.

### Introducción

Tras varias puestas en marcha falsas, años de controversias, rechazo en referendos, vaivenes parlamentarios y una metamorfosis en su forma de implementación, el Tratado de Lisboa iniciará su andadura el año que viene. El Tratado modifica el anterior berenjenal de acuerdos y enmiendas que han guiado el desarrollo de una comunidad que comenzó con 6 países en 1957 para convertirse en una unión de 27 (28 al final del año entrante, cuando se espera la incorporación de Croacia). Con buena voluntad política (y un poco de suerte) simplificará las instituciones y los procedimientos de toma de decisiones de la UE, y abrirá una nueva era de cooperación europea.

Está previsto que el Tratado permita que las instituciones de la UE sean más sensibles y resuelvan el 'déficit democrático'. La Comisión Europea (que está facultada para promover iniciativas legislativas) será más flexible y menos inmanejable. El Consejo Europeo de Jefes de Gobierno tendrá un Presidente permanente, y el Consejo de Ministros de Asuntos Exteriores tendrá un Alto Representante. Colectivamente, estas reformas deberían posibilitar más continuidad a las deliberaciones de estos Consejos, así como una dirección política más firme. El Parlamento Europeo tendrá más voz en las decisiones con el objeto de que el proceso sea más democrático. Y todas las instituciones deberían ahora funcionar con más eficacia conjuntamente.

No es el nuevo comienzo que algunos esperaron cuando se propuso originalmente la Constitución europea, y no contempla adoptar una bandera, un himno ni otros símbolos de 'nacionalidad' para la Unión. Pero se trata de una reforma muy significativa para la UE. Y casi con toda seguridad que durará al menos una generación.

### Instituciones reformadas, cooperación mejorada

El Parlamento Europeo tiene 750 integrantes, y es la institución de la UE de elección directa que representa a los ciudadanos de los Estados miembros. Los parlamentos —tanto los nacionales como el Europeo— tendrán nuevos poderes de supervisión y control de los poderes ejecutivos de la UE. De este modo se intenta, de alguna manera, cerrar la brecha del 'déficit democrático' de Europa: la percepción de que las normas de la UE son dictadas por personas que no han recibido un mandato de la ciudadanía. Y, por primera vez, habrá un mecanismo para que los ciudadanos de Europa influyan directamente en el trabajo de la Comisión.

- La **toma de decisiones conjuntas entre el Consejo y el Parlamento** se ha ampliado considerablemente. Toma de decisiones conjuntas es el concepto que describe la facultad del Parlamento Eu-

ropeo de legislar en pie de igualdad con el Consejo de Ministros. La intención de este procedimiento es reforzar la legitimidad democrática de la UE: ahora las decisiones requerirán del apoyo mayoritario de los parlamentarios y de los Estados miembros, representados en el Consejo por sus ministros. A partir de ahora será el método empleado para hacer la mayoría de las leyes, y se convertirá en lo que se conoce como ‘procedimiento legislativo ordinario’ de la UE. Esto implica que la influencia del Parlamento se amplía a áreas como justicia y régimen interior (en este momento, cuestiones del ‘tercer pilar’, en la jerga de la UE), agricultura, pesca y fondos estructurales, de tal manera que se convertirá en colegislador en pie de igualdad del 95% de la legislación europea. En aquellos casos en que el Parlamento y el Consejo no lleguen un acuerdo sobre una propuesta, ésta será descartada: ninguna de ambas instituciones podrá prevalecer sobre la otra.

- **‘Tarjeta amarilla’ a los parlamentos nacionales:** además de ampliarse las competencias del Parlamento Europeo, también los parlamentos nacionales adquirirán nuevos poderes. En primer lugar, tendrán más tiempo —el plazo ha pasado de seis a ocho semanas— para examinar los borradores de legislación procedentes de Bruselas. En segundo lugar, se les proporciona una ‘tarjeta amarilla’ para frenar las propuestas que rompan el principio de ‘subsidiaridad’ (la norma que estipula que la UE solamente podrá adoptar medidas cuando ello resulte más eficaz que hacerlo a nivel nacional, regional o local: tiene como efecto impedir que la UE interfiera en áreas privativas de los Estados miembros). Si un tercio de los parlamentos nacionales objetan una propuesta de la Comisión, ésta deberá reconsiderar la medida. Y si una mayoría simple de los parlamentos nacionales sigue objetando, la cuestión será decidida por el Consejo y el Parlamento Europeo, que tienen la ‘tarjeta naranja’ para detener o impulsar el proceso. Si el mecanismo de tarjeta amarilla/naranja ya parece complicado sobre el papel, posiblemente lo sea más en la práctica. No obstante, se incorporará al arsenal de ‘cheques y balances’ para asegurar que la UE avance con arreglo a la opinión de la mayoría y no se convierta en el ‘superestado federal’ tan temido por algunos.
- **El derecho de la iniciativa de los ciudadanos** dará a los europeos el derecho de hacer oír su voz en el trabajo de la Comisión. Cuando más de 1 millón de personas de un número significativo de países pida a la Comisión que adopte alguna medida, deberá haber una respuesta formal para hacerlo. En una era en que las comunidades virtuales surgen continuamente en la Web 2.0, en los próximos años podría convertirse en un mecanismo cada vez más influyente.

La Comisión Europea es la única institución de la UE con la facultad general de presentar proposiciones normativas. Además, implementa los programas de la UE y hace valer sus normas. En virtud del Tratado de Lisboa, se convertirá en una organización más magra, con menos miembros y más orientados a promover los intereses de la UE, y será menos un foro de representantes de los Estados miembros individuales. Además, se integrará mejor con las demás instituciones, de manera que el Alto Representante para Asuntos Exteriores será Vicepresidente de la Comisión y presidirá las reuniones de ministros de AA.EE. en el Consejo.

- Habrá (eventualmente) **menos comisarios europeos que antes.** En la nueva Comisión (que se anunciará pronto), cada uno de los 27 Estados miembros continuará teniendo un comisario. En teoría, se supone que los comisarios europeos son funcionarios imparciales de la UE, no representantes de sus estados de origen, por lo que esto no debería ser un problema. En la práctica, a algunos países podrá resultarles difícil asumir la falta de un representante directo en esta poderosa institución de la UE.

- El Alto Representante para Asuntos Exteriores será a la vez Vicepresidente de la Comisión y presidirá las reuniones del Consejo de Asuntos Generales y Relaciones Exteriores; es decir, los encuentros periódicos de los ministros de AA.EE. de los Estados miembro. La política exterior seguirá siendo una competencia (celosamente guardada) de los Estados miembros individuales, y hasta ahora el trabajo también se ha dividido entre el comisario europeo de Asuntos Exteriores y el Alto Representante del Consejo Europeo. La fusión de ambos cargos tiene por objeto garantizar una mejor coordinación entre las preferencias de política exterior expresadas por cada país y el trabajo de política exterior de la Comisión. Además, el nuevo Alto Representante dirigirá el nuevo Servicio Europeo de Acción Exterior (SEAE), un organismo compuesto por funcionarios públicos nacionales, personal de la secretaría del Consejo y representantes de la Comisión. Al igual que el Presidente del Consejo (véase a continuación), la manera en que evolucionará este cargo dependerá de la nacionalidad y carisma del nuevo Alto Representante, y de su capacidad de utilizar con eficacia el SEAE. Será un cargo muy exigente para quien lo obtenga: en el primer año tendrá que asistir a más de 260 cumbres o reuniones, por lo que será, al menos, una prueba de vigor. Requisito esencial del cargo será establecer buenas relaciones con los ministros de Asuntos Exteriores de los Estados miembros para evitar egos heridos y sentimientos magullados. También será importante atender al Parlamento, ya que el SEAE será financiado con el presupuesto de la UE, sobre el cual los parlamentarios tendrán un importante control.
- La **Comisión Europea** debe ser aprobada por una mayoría del Parlamento Europeo... como ahora. Jose Manuel Durão Barroso ha sido recientemente reelegido Presidente por el Parlamento, que ahora deberá aprobar otras nominaciones para la Comisión en general. El Parlamento podrá pedir a los Estados miembros que reconsideren la designación de determinadas personas, como lo hizo en 2004 en el caso del candidato italiano a comisario, Rocco Buttiglione, cuyas opiniones sobre la homosexualidad como 'pecado' no fueron bien vistas por el Parlamento. También puede rechazar a una Comisión íntegra, como en el caso de la de Santer en 1999. Sin embargo, según el Tratado de Lisboa, este proceso incluirá ahora también al Alto Representante para Asuntos Exteriores, quien será Vicepresidente de la Comisión. Al menos en teoría, estos mecanismos darán al Parlamento un cierto control sobre la incipiente iniciativa de crear una política exterior y de seguridad común (o PESC, como se la conoce en la jerga de la UE).

El Consejo Europeo es quien dicta la dirección política de la UE y fija sus prioridades. Está compuesto por los políticos electos más veteranos de los Estados miembros: los presidentes y primeros ministros con poderes ejecutivos. En lugar de la actual presidencia 'rotativa', según la cual cada Estado miembro la ocupa durante un turno de seis meses (España será el próximo, desde enero hasta junio de 2010), el Consejo Europeo tendrá un Presidente permanente. Otros departamentos ministeriales (como Agricultura o Transportes) reúnen a sus responsables en el Consejo de la Unión Europea, más conocido como Consejo de Ministros. Estos foros seguirán siendo presididos por el país al que le toque el turno de presidencia semestral, aunque habrá nuevas reglas de votación.

- Un nuevo **Presidente** permanente del **Consejo Europeo** —seleccionado por los jefes de Estado y de Gobierno— presidirá las reuniones y orientará sus actividades. El actual sistema de 'rotación' dificulta la continuidad y la coordinación, pero esto se resolverá con un Presidente permanente encargado de presidir y supervisar el trabajo del Consejo. Además, el Presidente responderá ante el Parlamento tras cada sesión del Consejo. El Alto Representante permanente presidirá el Consejo de Asuntos Generales Relaciones Exteriores de los ministros de AA.EE. (véase más arriba).

- La **mayoría cualificada de votos** se convertirá en la norma general del proceso de toma de decisiones del Consejo Europeo. La intención es garantizar que todo nuevo instrumento legislativo reciba el más amplio consenso. Por mayoría cualificada se entiende aquella que requiere doble mayoría: un requisito que solamente podrá cumplirse si es aprobado por el 55% de los Estados miembros que, colectivamente, representen al 65% de la población de la UE. De este modo, la legislación solamente podrá aprobarse si existe una coalición de estados grandes y pequeños (lo que evita que la UE sea dominada por los países grandes). Para conformar una minoría de bloqueo será necesario un mínimo de cuatro Estados miembros. Además, un mecanismo conocido como 'compromiso de loáninna' prevé que una minoría de Estados miembros podrá solicitar la reconsideración de una propuesta legislativa antes de su adopción. Las nuevas reglas se irán implementando gradualmente durante un período de tres años a partir de 2014, por lo cual hasta 2017 las medidas podrán seguir siendo bloqueadas mediante los procedimientos previstos por las normas actualmente vigentes. Las competencias económicas de la UE —sobre todo las relacionadas con el mercado único— ya se deciden por mayoría cualificada de votos, por lo que no existen novedades en este aspecto.

Obviamente, es demasiado pronto como para evaluar los efectos del Tratado de Lisboa sobre la economía europea. En teoría, la mayoría cualificada de votos agilizará la toma de decisiones en el Consejo, aunque en la práctica se trata de un organismo que siempre prefiere el consenso en lugar de posiciones enfrentadas. De todos modos, los asuntos económicos ya se resuelven por mayoría cualificada. Por el otro lado, el procedimiento de toma de decisiones conjuntamente con el Parlamento podría ralentizar el proceso legislativo... y cualquier reforma económica dolorosa.

En todo caso, a corto plazo podría haber otros factores más importantes. Los actuales comisarios, como Neelie Kroes (Competencia), Charlie McKreevy (Mercado interior) y Joaquín Almunia (Economía) abandonarán sus cargos cuando la Comisión actual se extinga, en febrero de 2010. Es poco probable que sus sucesores sean más favorables al mercado, y existe un riesgo real de que lo sean menos. También se está produciendo una renegociación muy importante de la Agenda de Lisboa (que no debe confundirse con el Tratado) para mejorar la productividad de la economía europea. Pactada en 2000, en principio la Agenda sirvió de base para la reforma de los mercados de productos y de trabajo, así como para el incremento de inversiones en I+D. En la práctica, muchos de sus objetivos no se han concretado y buscar un consenso para la próxima ronda de reformas será uno de los principales retos de la presidencia española del primer semestre del año próximo.

## 6. Resumen de previsiones

### Alemania: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

Tasa a/a	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Consumo privado	0,4	1,4	-0,3	0,2	0,2	-0,1
Consumo público	0,4	1,0	1,7	2,0	2,6	1,8
Formación bruta de capital fijo	1,1	8,6	5,3	2,3	-8,6	1,2
Inventarios (*)	-0,8	-0,4	-0,2	0,5	-0,3	0,2
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>0,1</b>	<b>2,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,5</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,7</b>
Exportaciones	8,0	13,4	7,8	2,4	-15,2	3,8
Importaciones	6,9	12,2	5,0	3,9	-9,6	4,2
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-3,5</b>	<b>0,0</b>
<b>PIB</b>	<b>0,9</b>	<b>3,4</b>	<b>2,6</b>	<b>1,0</b>	<b>-5,0</b>	<b>0,7</b>
<b>Inflación</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>0,2</b>	<b>0,6</b>

(\*) Contribución al crecimiento  
Fuente: BBVA

### Francia: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

Tasa a/a	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Consumo privado	2,5	2,6	2,4	1,0	0,4	0,5
Consumo público	1,2	1,3	1,5	1,1	1,8	1,6
Formación bruta de capital fijo	4,5	4,4	6,5	0,4	-7,0	-2,0
Inventarios (*)	0,1	-0,1	0,0	-0,5	-1,1	0,2
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>0,7</b>	<b>-2,7</b>	<b>0,5</b>
Exportaciones	3,4	5,0	2,5	-0,6	-11,2	3,0
Importaciones	6,3	5,9	5,4	0,6	-10,6	2,5
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>
<b>PIB</b>	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>0,3</b>	<b>-2,6</b>	<b>0,6</b>
<b>Inflación</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>	<b>3,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>

(\*) Contribución al crecimiento  
Fuente: BBVA

### Italia: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

Tasa a/a	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Consumo privado	1,1	1,2	1,2	-0,9	-1,9	0,5
Consumo público	1,9	0,5	1,0	0,6	1,6	1,0
Formación bruta de capital fijo	1,4	3,2	1,6	-2,9	-12,9	-0,7
Inventarios (*)	-0,4	0,5	0,0	-0,3	-0,3	0,0
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>1,0</b>	<b>2,0</b>	<b>1,3</b>	<b>-1,3</b>	<b>-3,8</b>	<b>0,3</b>
Exportaciones	2,0	6,5	4,0	-3,7	-21,0	2,0
Importaciones	2,7	6,2	3,3	-4,5	-16,5	2,4
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,1</b>
<b>PIB</b>	<b>0,8</b>	<b>2,1</b>	<b>1,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-5,0</b>	<b>0,2</b>
<b>Inflación</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>3,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>

(\*) Contribución al crecimiento  
Fuente: BBVA

### España: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

Tasa a/a	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Consumo privado	4,2	3,8	3,6	-0,6	-5,4	-1,7
Consumo público	5,5	4,6	5,5	5,4	4,1	1,1
Formación bruta de capital fijo	7,0	7,2	4,7	-4,4	-15,3	-7,5
Bienes de equipo	9,2	10,2	10,0	0,9	-12,3	-4,2
Construcción	6,1	5,9	3,8	-4,0	-9,6	-2,7
Otros productos	7,1	7,1	3,9	4,1	0,6	1,0
Inventarios (*)	-0,1	0,4	-0,1	0,1	0,0	0,0
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>5,3</b>	<b>5,5</b>	<b>4,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>-6,8</b>	<b>-2,9</b>
Exportaciones	2,5	6,7	6,7	-0,9	-13,9	0,5
Importaciones	7,7	10,2	8,0	-4,8	-20,4	-4,9
<b>Exportaciones netas (*)</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>3,0</b>	<b>1,7</b>
<b>PIB</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>0,9</b>	<b>-3,8</b>	<b>-1,2</b>
<b>Inflación</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>	<b>4,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,9</b>

(\*) Contribución al crecimiento  
Fuente: BBVA

### Reino Unido: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

Tasa a/a	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Consumo privado	2,2	1,5	2,1	1,0	-3,2	-0,2
Consumo público	2,0	1,6	1,2	2,7	1,8	1,5
Formación bruta de capital fijo	2,4	6,5	7,8	-3,3	-13,4	-2,8
Inventarios (*)	0,0	0,0	0,1	-0,4	-1,3	0,5
<b>Demanda Interna (*)</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>	<b>3,1</b>	<b>0,1</b>	<b>-5,3</b>	<b>0,2</b>
Exportaciones	7,9	11,3	-2,8	1,0	-11,7	1,9
Importaciones	7,1	8,8	-0,7	-0,8	-12,9	0,8
<b>Exportaciones Netas (*)</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>0,3</b>
<b>PIB</b>	<b>2,2</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>0,7</b>	<b>-4,6</b>	<b>0,5</b>
<b>Inflación (promedio)</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>3,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,1</b>

(\*) Contribución al crecimiento

## UEM (a/a)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>PIB a precios constantes</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>0,6</b>	<b>-3,9</b>	<b>0,2</b>
Consumo privado	1,2	1,5	1,9	2,1	1,6	0,3	-0,9	0,2
Consumo público	1,7	1,6	1,6	2,0	2,2	2,1	2,5	1,9
Formación bruta de capital fijo	1,2	1,9	3,4	5,8	4,8	-0,6	-10,3	-1,5
Inventarios (*)	0,2	0,2	-0,1	0,1	-0,1	0,1	-0,5	0,2
<b>Demanda interna (*)</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>3,0</b>	<b>2,3</b>	<b>0,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>0,4</b>
Exportaciones (bienes y servicios)	1,3	6,9	5,3	8,5	6,1	1,0	-14,5	2,0
Importaciones (bienes y servicios)	3,2	6,5	6,0	8,4	5,2	1,0	-12,4	2,4
<b>Demanda externa (*)</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,1</b>
<b>Precios</b>								
IPC	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	0,8
IPC subyacente	2,0	2,1	1,5	1,5	2,0	2,4	1,3	0,7
<b>Mercado laboral</b>								
Empleo	1,1	0,9	1,9	2,0	2,0	1,1	-1,7	-1,0
Tasa desempleo (% población activa)	8,8	9,0	9,0	8,4	7,5	7,5	9,5	10,9
<b>Sector público</b>								
Déficit (% PIB)	-3,1	-2,9	-2,5	-1,3	-0,6	-2,0	-6,6	-7,2
<b>Sector exterior</b>								
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	0,3	0,8	0,1	-0,1	0,1	-1,1	-0,8	-0,3

\* contribución al crecimiento

## Entorno internacional (a/a)

	Crecimiento PIB real (%)				Inflación (%)**			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.	2,1	0,4	-2,5	1,5	2,9	3,8	-0,6	1,1
Japón	2,3	-0,7	-5,3	1,1	0,5	1,0	-1,5	-0,3
América Latina***	5,7	4,0	-2,5	3,5	5,8	8,1	5,6	7,1

\*\* previsión de fin de periodo

\*\*\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Mexico, Perú, Uruguay y Venezuela

## Variables financieras (fin de periodo)

	Tipos oficiales (%)				Tipo de interés a 10 años (%)			
	23/11/09	Dic-09	Jun-10	Dic-10	23/11/09	Dic-09	Jun-10	Dic-10
Zona Euro****	1,00	1,00	1,00	1,00	3,30	3,30	3,40	3,50
EE.UU.	0,00	0,00	0,00	0,00	3,40	3,40	3,30	3,60

	Tipo de cambio (vs euro)				Brent			
	23/11/09	Dic-09	Jun-10	Dic-10	23/11/09	Dic-09	Jun-10	Dic-10
EE.UU.	1,48	1,48	1,42	1,35	<b>\$/b</b> 78,2	60,6	67,3	68,3

\*\*\*\* el tipo a 10 años se refiere a los bonos alemanes







## Interesados dirigirse a:

Servicio de Estudios Económicos BBVA P. Castellana 81 planta 7 48046 Madrid <http://serviciodeestudios.bbva.com>

### Servicio de Estudios Económicos:

#### Economista Jefe:

José Luis Escrivá

#### Economistas-Jefe de las Unidades:

España y Europa: Rafael Doménech - [r.domenech@grupobbva.com](mailto:r.domenech@grupobbva.com)

España: Miguel Cardoso - [miguel.cardoso@grupobbva.com](mailto:miguel.cardoso@grupobbva.com)

Europa: Miguel Jiménez - [mjimenezg@grupobbva.com](mailto:mjimenezg@grupobbva.com)

Estados Unidos y México: Jorge Sicilia - [j.sicilia@bbva.bancomer.com](mailto:j.sicilia@bbva.bancomer.com)

Estados Unidos: Nathaniel Karp - [nathaniel.karp@compassbank.com](mailto:nathaniel.karp@compassbank.com)

México: Adolfo Albo - [a.albo@bbva.bancomer.com](mailto:a.albo@bbva.bancomer.com)

Análisis Macro México: Julián Cubero - [juan.cubero@bbva.bancomer.com](mailto:juan.cubero@bbva.bancomer.com)

Escenarios Económicos y Financieros: Mayte Ledo - [teresa.ledo@grupobbva.com](mailto:teresa.ledo@grupobbva.com)

Análisis Sectorial: Ana Rubio - [arubiog@grupobbva.com](mailto:arubiog@grupobbva.com)

Escenarios Financieros: Daniel Navia - [daniel.navia@grupobbva.com](mailto:daniel.navia@grupobbva.com)

Análisis Cuantitativo: Giovanni di Placido - [giovanni.diplacido@grupobbva.com](mailto:giovanni.diplacido@grupobbva.com)

Tendencias Globales: David Tuesta - [david.tuesta@grupobbva.com](mailto:david.tuesta@grupobbva.com)

Economías Emergentes: Alicia García-Herrero - [alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk](mailto:alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk)

Análisis Transversal: Sonsoles Castillo - [s.castillo@grupobbva.com](mailto:s.castillo@grupobbva.com)

Sudamérica: Joaquín Vial - [jvial@bbvaprovida.cl](mailto:jvial@bbvaprovida.cl)

Argentina: Gloria Sorensen - [gsorensen@bancofrances.com.ar](mailto:gsorensen@bancofrances.com.ar)

Chile: Alejandro Puente - [apuente@bbva.cl](mailto:apuente@bbva.cl)

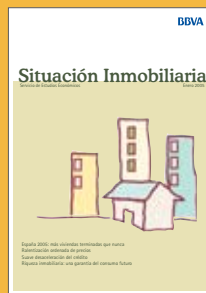
Colombia: Juana Téllez - [juana.tellez@bbva.com.co](mailto:juana.tellez@bbva.com.co)

Perú: Hugo Perea - [hperea@grupobbva.com.pe](mailto:hperea@grupobbva.com.pe)

Venezuela: Oswaldo López - [oswaldo\\_lopez@provincial.com](mailto:oswaldo_lopez@provincial.com)

Asia: Ya Lan Liu - [yalan@bbva.com.hk](mailto:yalan@bbva.com.hk)

## otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección.

El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.