
**Segunda parte:
Consecuencias de la crisis**

Rafael Doménech

Servicio de Estudios del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)
y Universidad de Valencia

Miguel Jiménez

Servicio de Estudios del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)

La primera gran crisis económica de la Unión Económica y Monetaria (UEM)

Resumen:

Aunque la crisis iniciada en el verano de 2007 parecía que iba a tener efectos muy limitados sobre la UEM en comparación con Estados Unidos, los países de la eurozona sufrieron en 2009 la mayor caída de su actividad desde el final de la Segunda Guerra Mundial. La recuperación iniciada en el segundo y tercer trimestre perdió fuelle en la parte final de 2009 y a principios de 2010, y parece claro que la salida de la crisis será lenta, difícil e incierta, y tendrá efectos a largo plazo sobre todos los países de la zona en sus niveles de endeudamiento del sector público y en el potencial de crecimiento económico. La crisis económica de los dos últimos años ha supuesto una prueba muy importante para la zona euro. La existencia de una moneda común ha permitido que países con situaciones de partida muy diferentes en términos de los desequilibrios acumulados en el período de expansión previo a la crisis hayan podido contar con un margen de maniobra impensable en términos de políticas fiscales y monetarias fuera de la UEM. No obstante, esa elevada heterogeneidad y las asimetrías existentes obligan a implementar estrategias de salida muy diferentes entre sus miembros, puesto que ese margen no es ilimitado, y a mejorar las reglas y los sistemas de alerta que eviten en el futuro la generación de desequilibrios que puedan poner en peligro la estabilidad macroeconómica del conjunto de la UEM.

Palabras clave:

crisis económica y financiera, Unión Económica y Monetaria,
zona euro, políticas monetarias y fiscales

Abstract:

Although the crisis that began in 2007 seemed to have limited effects on the MEU comparing with USA, the euro-zone states suffered in 2009 the greatest fall in their activities since the II World War. The recovery starting in the second and third quarter of the year decreased at the end of 2009 and beginning of 2010. It seems quite clear the recovery is going to be slow, hard and uncertain, and will have long term effects on all European countries public debt levels and economic growth potential. The economic crisis of the last two years has meant a very important test for the eurozone. The existence of a common currency made countries that started with different situations regarding the accumulated disequilibrium during the expansion period before the crisis, to have the possibility to count with a leeway unthinkable in terms of fiscal and monetary policies outside the MEU. Nonetheless, that heterogeneity and the existing asymmetries forces us to implement very different strategies of recovery among EU members, since that margin is not unlimited, and to improve the rules and alert systems to avoid future generation of disequilibrium that might put the MUE macro-economic stability at risk.

Key words:

economical and financial crisis, Monetary and Economic Union (MEU), eurozone, monetary and fiscal policies

Rafael Doménech

Servicio de Estudios del Banco Bilbao Vizcaya
Argentaria (BBVA) y Universidad de Valencia

Miguel Jiménez

Servicio de Estudios del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)

La primera gran crisis económica de la Unión Económica y Monetaria (UEM)*

I. Introducción

Desde que la crisis financiera empezó a afectar a la economía mundial en el verano de 2007, la percepción que se ha tenido de su impacto en la Unión Económica y Monetaria (UEM) ha pasado por diversas fases. En un primer momento, aunque se reconocía la gravedad de la situación, se llegó a pensar que el mayor efecto de esta crisis se vería en la economía estadounidense, ya que allí se originaron los problemas financieros e inmobiliarios, y parecía que esos desequilibrios y excesos habían afectado mucho menos a Europa. Los riesgos parecían muy limitados y se popularizó la idea del

decoupling entre las economías de Estado Unidos y UEM. Aunque es difícil de evaluar la importancia relativa de cada uno de los factores que han podido actuar como causas o desencadenantes de la crisis (Claessens *et al.*, 2010), lo cierto es que la situación cambió drásticamente a partir de la crisis de Lehman Brothers, que tuvo un efecto radical sobre la confianza y financiación bancaria a nivel mundial. La combinación de una crisis inmobiliaria muy intensa y una crisis bancaria tuvo enormes efectos negativos sobre la economía real, como la evidencia histórica permite corroborar (Reinhart y Rogoff, 2008 y 2009). Una de las consecuencias de la crisis financiera fue el hundimiento del

* Este artículo ha sido preparado para un número especial de *Pensamiento Iberoamericano* sobre la reciente crisis económica y sus consecuencias. Los autores agradecen a Agustín García, Daniel Navia y Elvira Prades su ayuda y comentarios a este trabajo. R. Doménech agradece también la ayuda del proyecto de la CICYT ECO2008-04669.

comercio internacional, que afectó significativamente a la economía de la zona euro, sobre todo a sus países más abiertos al comercio exterior, como es el caso de Alemania. Dada la elevada heterogeneidad en la situación económica de los países de la UEM, esta caída del comercio exterior se conjugó también con los desequilibrios que exhibían algunos de sus miembros, con un sector inmobiliario en recesión, excesivos déficit en sus balanzas por cuenta corriente que mostraban unas cuantiosas necesidades de financiación exterior y elevados niveles de endeudamiento del sector privado. Tras varios meses al borde de una gran depresión, y gracias en parte a la reacción de las políticas económicas, las bolsas y algunos otros mercados iniciaron el camino de la recuperación a partir de la primavera de 2009, a lo que siguieron señales de crecimiento en la economía real (los famosos brotes verdes) a partir del segundo trimestre. Sin embargo, ya entonces estaba claro que ese crecimiento moderado era debido fundamentalmente a factores temporales, y que algunos de los desequilibrios que había generado la crisis estaban lejos de desaparecer. De hecho, la recuperación ha perdido fuelle en la parte final de 2009 y a principios de 2010, y parece claro que la salida de la crisis será lenta, difícil e incierta, y dejará herencias sobre los sectores públicos y los potenciales de crecimiento económico que tendrán efectos a largo plazo sobre todos los países de la zona.

Este artículo hace un análisis de cuáles han sido las fuerzas fundamentales que explican la evolución de la UEM en este período, tanto por sus características estructurales como por las políticas económicas, haciendo hincapié en las diferencias con Estados Unidos. En la parte final se lanza una mirada más a largo plazo sobre los factores que podrían determinar el crecimiento potencial del PIB durante la década que acaba de comenzar. La conclusión fundamental es que nos encontramos ante un período de menor crecimiento (la expansión de los últimos quince años no se va a repetir fácilmente), y que hay importantes reformas estructurales que implementar para que la economía europea cambie de marcha y pueda reducir el diferencial relativo con respecto a Estados Unidos.

En la sección II se repasa la evolución de la crisis europea en un contexto global, mientras que en la sección III se analiza el papel de las políticas económicas y las perspectivas de recuperación. La sección IV examina los factores estructurales que hacen que el impacto de la crisis sobre la economía europea haya sido elevado y que la recuperación vaya a ser probablemente lenta. La sección V analiza los factores que van a determinar el crecimiento potencial en los próximos años. La última sección presenta las principales conclusiones de este trabajo.

II. La crisis en la UEM en un contexto global

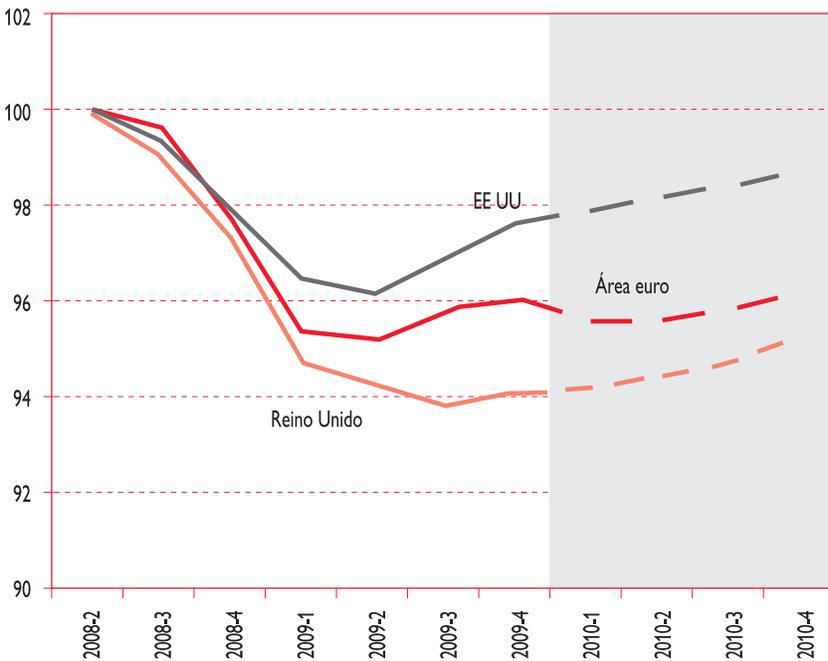
Una crisis económica global

La crisis que afectó a los mercados financieros en el verano de 2007 tardó algunos trimestres en tener un efecto sobre la economía real. Aunque ya existían signos de debilidad en la primera mitad de 2008 (en algunas economías incluso en 2007), la rápida caída del PIB solamente se hizo aparente a partir del verano de

ese año. Los shocks que amenazaban a mediados de 2008 (los incrementos de precios ligados a los precios de las materias primas, elevados tipos de interés y, en Europa, la apreciación del euro frente al dólar) se disiparon pronto e incluso se dieron la vuelta. A raíz de la crisis de Lehman Brothers, el impacto de la crisis financiera fue muy significativo. La combinación de una restricción muy severa de liquidez en los mercados mayoristas y el daño producido en la confianza de los agentes económicos y su pro-

Gráfico 1

Evolución del PIB en la UEM, EE UU y Reino Unido



Fuente: Institutos de Estadística Nacionales y SEE BBVA.

pensión a consumir tuvo efectos especialmente negativos sobre la actividad, a los que siguió un hundimiento del comercio mundial en el cuarto trimestre y en el primero de 2009 que llevaron a caídas trimestrales del PIB no vistas en las últimas décadas (véase el gráfico 1).

Tras estas caídas tan intensas, la actividad económica mundial se estabilizó a lo largo de 2009 cuando comenzó la recuperación. El desplome de la actividad económica se moderó en el segundo trimestre, y en la segunda mitad de 2009 la mayoría de las economías se estabilizaron o mostraron tasas de crecimiento positivas¹.

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 se redujeron sustancialmente, y una gran variedad de medidas no convencionales —inyecciones excepcionales de liquidez y compras de activos— posibilitaron 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 a finales de 2008 y principios de 2009 surtieron efecto gradualmente durante 2009. Estos programas han supuesto un notable empujón para sectores fundamentales y un impulso para la renta de las familias, y ayudaron a contener un ajuste mucho más brusco del consumo privado.

En el caso de EE UU, su economía experimentó un crecimiento importante en la segunda

mitad de 2009, ayudada en parte por la aportación positiva del programa de renovación del parque automotor. Aunque algunos de estos factores temporales desaparecerán gradualmente durante 2010, el apoyo de la política fiscal todavía será muy importante este año, por lo que la economía estadounidense se recuperará más rápidamente que la europea, apoyada por una reestructuración del sistema bancario estadounidense que avanza con mucha mayor rapidez que la europea. Así, tras las pruebas de esfuerzo (*stress tests*), cuyos resultados se hicieron públicos en la primavera de 2009, los principales bancos norteamericanos se han recapitalizado y han empezado a devolver al gobierno las ayudas públicas recibidas.

Una recuperación heterogénea

Tras la caída altamente sincronizada de la actividad a finales de 2008 y principios de 2009, la recuperación ha sido muy heterogénea entre las regiones del mundo, destacando por su evolución más positiva la mayoría de las economías emergentes. La actividad económica de estos países ha ido claramente por una vía más firme y equilibrada, situación que se explica por una menor exposición a las causas que originaron la crisis y a que, en muchos casos por vez primera en una crisis, consiguieron utilizar sus políticas monetarias y fiscales para contrarrestar la presión negativa sobre la demanda. Este impulso en los emergentes se vio 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 iniciativas de los países emergentes de poner en práctica políticas económicas relativamente ortodoxas tendentes a la estabilidad macroeconómica en los años previos a la crisis. La continuidad de estos factores durante 2010, los menores niveles de endeudamiento del sector privado y las menores necesidades de reestructuración de sus sistemas bancarios en las economías emergentes, hace muy probable que en el futuro se amplíe su brecha de crecimiento con los países desarrollados.

De todas maneras, dentro de los emergentes, la recuperación de la actividad económica no se ha producido en la misma medida en todas las regiones. La economía china consiguió experimentar un impresionante crecimiento en la segunda mitad de 2009 después de recibir numerosos estímulos fiscales y de liquidez, mientras 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 éste 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, lo que ha tenido un efecto sobre el resto

de Europa, dados los lazos comerciales, bancarios y de inversión desarrollados en los últimos años. Los importantes desequilibrios financieros y macroeconómicos acumulados por buena parte de estas economías en el período de expansión anterior a la crisis condicionarán su recuperación económica.

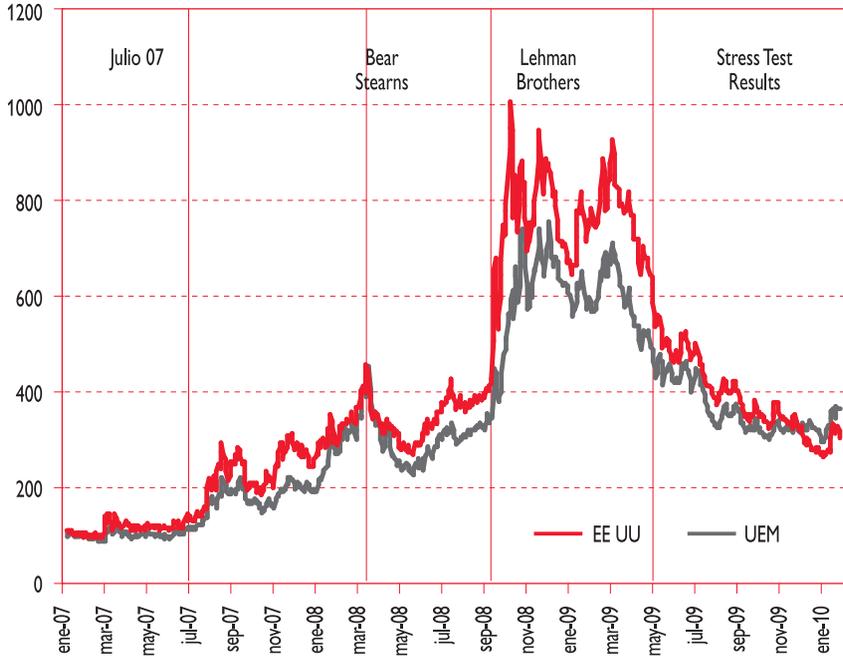
Mercados financieros: la recuperación iniciada en marzo de 2009 es lenta e incierta

Durante 2009 también se produjeron sustanciales avances en la estabilización de los mercados financieros. Tras un primer trimestre muy convulso, la publicación de los resultados de las pruebas de esfuerzo de los bancos estadounidenses anteriormente comentada 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 norteamericano, 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. Simultáneamente, las inyecciones de liquidez realizadas por los bancos centrales tuvieron excelentes resultados en la contención de las tensiones de los mercados interbancarios.

Las tendencias en los demás mercados también fueron positivas para la mayoría de las categorías de activos. Las bolsas experimentaron fuertes avances desde los mínimos alcanza-

Gráfico 2

Indicador de tensiones financieras. Enero 2007-Febrero 2010



Primer componente principal normalizado de las series de diferencial OIS, volatilidad implícita de la bolsa americana, CDS bancarios y CDS corporativos. Fuente: SEE BBVA.

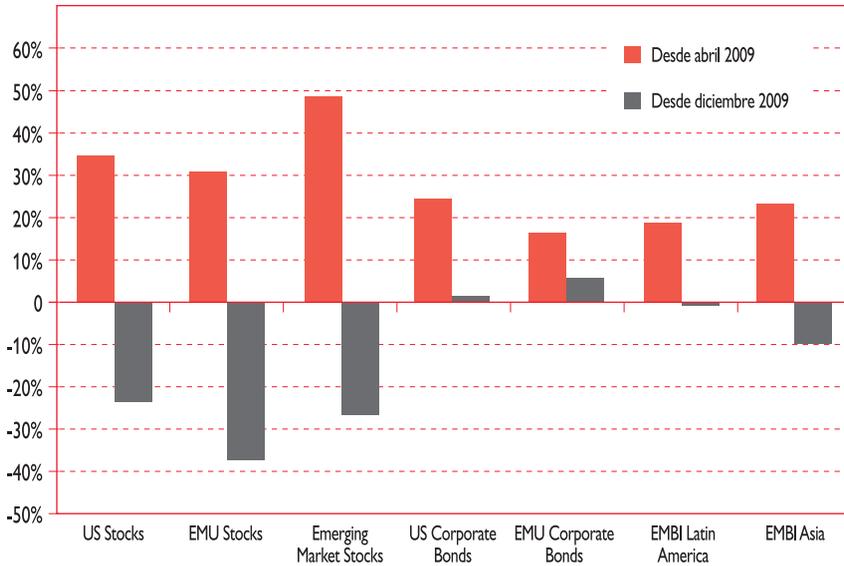
dos en marzo, inicialmente impulsados por los títulos de las instituciones financieras. Esta mejora comenzó a generalizarse a medida que comenzaban a surgir los primeros indicios de estabilización y crecimiento económico en algunos países. Los diferenciales de los mercados de crédito mejoraron notablemente en el segundo trimestre, aunque esta tendencia perdió impulso a partir del verano de 2009. Por lo que respecta a la renta fija, la rentabilidad de la deuda

soberana mostró una notable solidez alcista, a pesar de la evolución positiva de inversiones de mayor riesgo.

Sin embargo, en la última parte de 2009 comenzaron a moderarse las ganancias que se habían registrado hasta entonces. La incertidumbre sobre la recuperación del crecimiento y sobre la estrategia de salida de las excepcionales políticas de estímulo, tanto monetarias como fiscales, han supuesto una cierta rever-

Gráfico 3

Revalorización de distintos mercados financieros. Abril 2009-Febrero 2010
 Broad risk-assets index: annualized return



sión de los mercados financieros desde finales de 2009, especialmente en los mercados de deuda soberana (véase el gráfico 3).

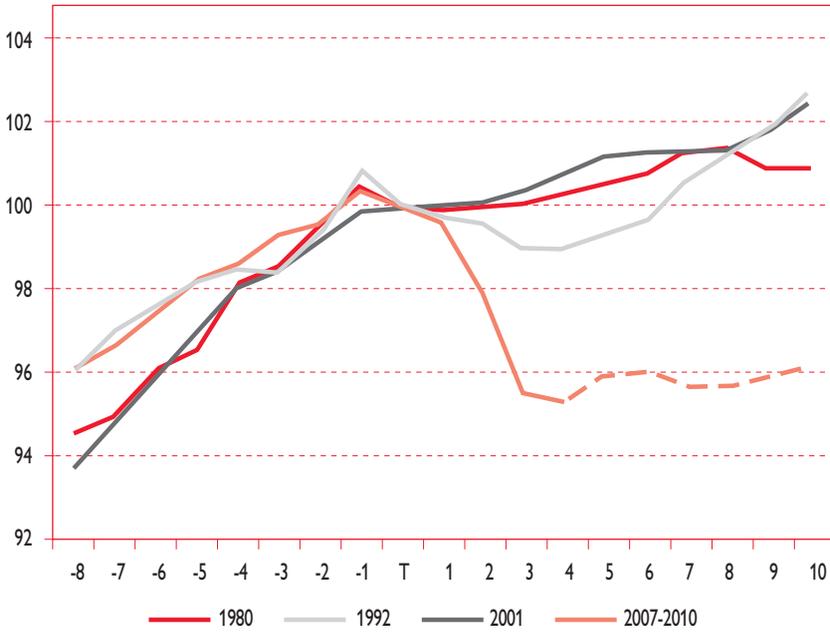
La crisis en la UEM

La contracción de la economía europea ha sido más profunda (gráfico 4) que la de la estadounidense porque el retroceso de la demanda externa ha sido mayor que en recesiones anteriores. Esta evidencia contrasta con las expectativas que existían al inicio de la crisis financiera. De hecho, cuando se inició la crisis de las hipotecas basura en EE UU en el verano de 2007 no era extraño escuchar que, dado que la crisis financie-

ra se había originado en EE UU, ésta afectaría mayormente a la economía estadounidense y que sus repercusiones serían menores en Europa, por lo que se produciría un desacoplamiento entre ambas. Varios trimestres después, en especial tras el episodio de Lehman Brothers, resultó evidente que no sería así. La economía europea sufrió tanto o más por la caída de la confianza y el retroceso del comercio mundial, así como por la aversión a asumir riesgos reinante a finales de 2008. Debido en parte a su mayor apertura al comercio internacional, la caída del PIB desde el verano de 2008 en adelante ha sido más profunda en la zona euro que en EE UU y mucho más

Gráfico 4

Comparación entre las crisis de las tres últimas décadas. PIB de la UEM.
Zona euro: ciclos PIB
(Índice, T=100; T= comienzo recesión)



Fuente: Institutos de Estadística Nacionales y SEE BBVA.

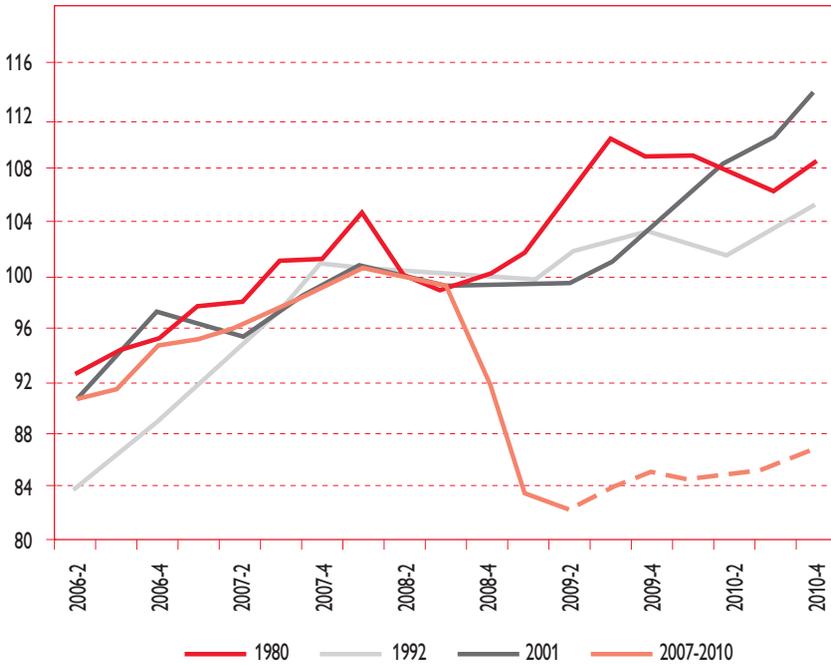
intensa en esta crisis que en otras recesiones de los últimos treinta años.

Por lo que respecta a los componentes de la demanda, se ha señalado que esta recesión ha afectado más que otras al consumo privado, dado el elevado endeudamiento de las familias alcanzado en el período de expansión previo a la crisis económica. Esto es en parte cierto en la zona euro, donde la caída del consumo ha sido tan profunda como a principios de la década de 1990 (otra recesión que afectó de mane-

ra particular al consumo privado). No obstante, sus repercusiones sobre el gasto de los hogares no han sido tan evidentes en la zona euro como en EE UU o, especialmente, en el Reino Unido, donde el endeudamiento acumulado de las familias durante los años de expansión era más alto, y el porcentaje de ahorro, menor. En la zona euro, el impacto del consumo se ha reflejado sobre todo en una crisis de confianza, acompañada de la incertidumbre en materia de renta y empleo, pero la necesidad de

Gráfico 5

Comparación entre las crisis de las tres últimas décadas. Exportaciones de la UEM



Fuente: Institutos de Estadística Nacionales y SEE BBVA.

desapalancamiento de las familias era significativamente menor que en EE UU o en el Reino Unido. En los países anglosajones las familias han comenzado a ahorrar rápidamente en los últimos trimestres como consecuencia de la crisis en una situación de elevado endeudamiento. Sin embargo, en la zona euro esta reacción ha comenzado solamente en el segundo trimestre de 2009, pero sin seguir claramente una tendencia ascendente.

Más que el consumo privado, la principal

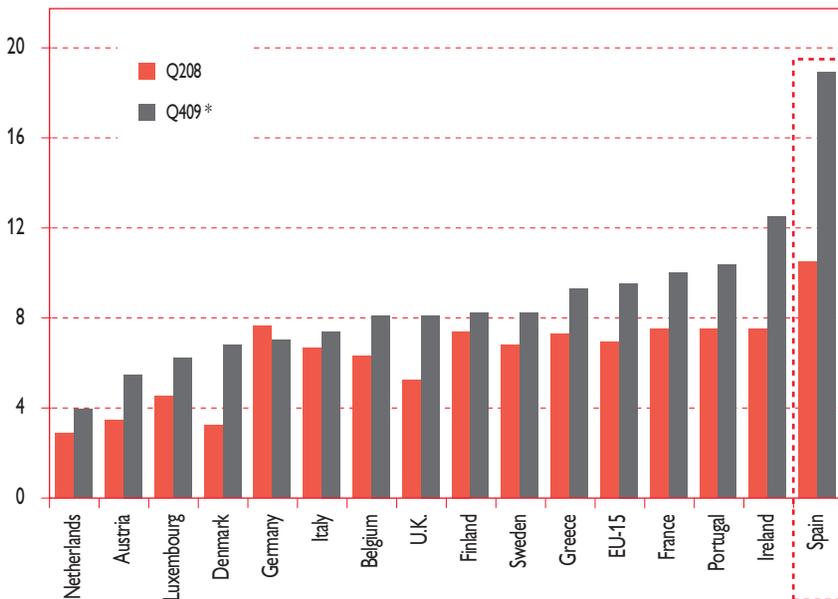
diferencia entre esta recesión y las anteriores reside en la drástica caída de las exportaciones después del verano de 2008, que arrastró a su vez la demanda de inversiones y de la producción industrial. Las exportaciones sólo comenzaron a recuperarse a mediados de 2009, y todavía están claramente por debajo de sus niveles anteriores a la crisis. Como puede apreciarse en el gráfico 5, la caída acumulada de las exportaciones fue de un 16%, más de tres veces que la del 5% experimentada por el PIB.

Las pérdidas de producción fueron generalizadas en todos los países europeos, si bien con algunas diferencias significativas entre países, tanto en la magnitud de la contracción de la actividad como en la recuperación a partir de la primavera de 2009. Entre los grandes países de la zona euro, el PIB cayó más en Alemania e Italia, dado que estos países dependen más de la demanda internacional. 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, como consecuencia de un comportamiento contracíclico de las exportaciones netas y, sobre todo, por una política fiscal mucho más expansiva y que comenzó a actuar más rápidamente que en la UEM. Sin embargo, dado el ajuste de los desequilibrios a los que está haciendo frente la economía española, su PIB

Gráfico 6

Efectos de la crisis sobre el mercado de trabajo en la UE-15.
Tasa de desempleo (porcentaje de población activa)



* Q309 Italia, Grecia
Fuente: Eurostat.

siguió retrocediendo en el tercer y cuarto trimestres de 2009.

Fuera de la zona euro, la contracción económica en el Reino Unido fue más intensa que en la UEM. Su menor dependencia de la producción industrial y de las exportaciones, que se vieron positivamente afectadas por la depreciación de la libra, quedó contrarrestada por un consumo débil, consecuencia de los elevados niveles de apalancamiento de las familias.

Los efectos de la crisis han sido muy heterogéneos en el comportamiento del mercado de trabajo, como pone de manifiesto el gráfico 6, en el que se compara el aumento de la tasa de desempleo en los países de la UEM y de la UE-15. Frente a la reducción de la tasa de desempleo experimentada por Alemania entre 2008 y 2009, en los demás países europeos ha aumentado, aunque de forma muy desigual. El impacto ha sido especialmente intenso en el caso de la economía española, en la que la tasa de desempleo ha aumentado más de diez puntos desde el inicio de la crisis. Esta asimetría en el mercado de trabajo se explica tanto por las diferencias en el ajuste sectorial al que han tenido que hacer frente los miembros de la UEM (particularmente intenso en España e Irlanda en el sector de la construcción) como por las diferencias en el funcionamiento del mercado de trabajo. Mientras en Alemania las ayudas públicas han permitido mantener los puestos de trabajo en empresas que han contado con un marco suficientemente flexible como

para disminuir la jornada laboral en respuesta a la menor demanda agregada, en España la combinación de ámbitos muy flexibles en el mercado de trabajo (contratos temporales) frente a otros muy rígidos (negociación colectiva y regulaciones de la jornada laboral) provocaron una destrucción muy intensa de empleo temporal. Esta *flexirrigidez* que caracteriza al mercado de trabajo español hace que su funcionamiento sea ineficiente tanto económica como socialmente (véase Doménech y García, 2010).

La recuperación de la UEM, que tras los datos de crecimiento del segundo y tercer trimestre parecía que iba a ser más intensa, se ha visto ralentizada con los datos del cuarto trimestre de 2009. Los indicadores adelantados para principios de 2010 apuntan al mantenimiento de estas tendencias, con una demanda interna todavía débil y con una recuperación de los indicadores adelantados de confianza que se ha frenado, mientras que las variables relacionadas con el consumo privado crecen muy lentamente.

III. Las respuestas de política económica en la crisis

El aumento de las tensiones en los mercados financieros después de la quiebra de Lehman Brothers abrió paso a una respuesta de política económica sin precedentes en cuanto a magnitud y a coordinación internacional. La sensación

de vértigo ante la posibilidad de entrar en una espiral deflacionista y una caída del output similar a la de la Gran Depresión de los años treinta llevó al gobierno norteamericano y al FMI a promover una respuesta fiscal muy importante, mientras los principales bancos centrales reaccionaban rápidamente, llevando a cabo políticas que han mostrado ser efectivas en términos de estabilización de la actividad económica (Almunia *et al.*, 2010; y Escrivá, 2009).

Al principio de la crisis, los bancos centrales reaccionaron recortando los tipos de interés hasta niveles próximos a cero (hasta el 1% el tipo de referencia, en el caso del BCE) y, a renglón seguido, aumentando 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, mientras que en situaciones normales provee una cantidad de liquidez fija en subastas sobre todo semanales a un precio determinado por el mercado. 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) permitió la reducción de los diferenciales del mercado monetario y posibilitó que los tipos de interés

a un día se mantuvieran 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 el que otras fuentes de financiación estaban cerradas o eran demasiado caras. Resulta difícil cuantificar los efectos sobre la economía real de estos estímulos monetarios, pero fueron fundamentales para evitar el colapso del sistema bancario y para seguir canalizando fondos hacia el sector privado.

La respuesta coordinada de política fiscal a nivel mundial fue concebida a finales de 2008. La reacción fue extraordinaria por la magnitud y grado de coordinación, aunque su aplicación en Europa fue desigual en tiempo y esfuerzos entre los diferentes países. Aunque su tamaño no es fácil de estimar, ya que no siempre se pueden separar las nuevas medidas de las que ya estaban planificadas que se presentan como nuevas, en general la magnitud de los estímulos aprobados en Europa fue relativamente grande, aproximadamente el 1,4% del PIB en 2009, aunque bastante por debajo de la respuesta de los gobiernos de EE UU y China (2,1 y 6,5%, respectivamente). Como consecuencia de estas medidas de estímulo fiscal, de los estabilizadores automáticos y de la desaparición de importantes ingresos fiscales extraordinarios en la expansión previa a la crisis económica, el aumento del déficit público ha sido extraordi-

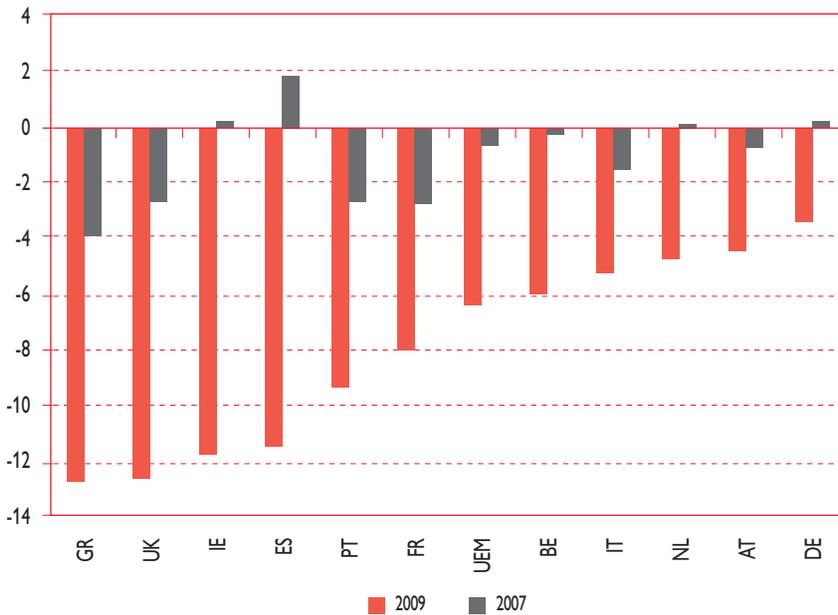
nario, aunque muy desigual entre países, tal y como muestra el gráfico 7².

En un principio, en países como Alemania había cierto rechazo a llevar a cabo una expansión fiscal de una magnitud significativa, por razones en parte relacionadas con el tradicional rigor fiscal y, en parte, porque cuando se planteó el estímulo fiscal en octubre de 2008 la sociedad alemana aún no percibía claramente la magnitud de la recesión. Sin embargo, al final Alema-

nia fue el país que aprobó una mayor expansión fiscal en la zona euro. Francia y particularmente España, que partía con un bajo nivel de deuda pública, respondieron de manera importante, mientras que Italia apenas si pudo aprobar nuevos fondos debido a su elevado nivel de deuda pública sobre el PIB (gráfico 8).

No resulta fácil discernir los efectos que ha tenido la expansión fiscal en limitar la recesión, aunque la evidencia empírica apunta a que el

Gráfico 7
Efectos de la crisis sobre el déficit público en la UEM y en el Reino Unido.
Déficit fiscal
(porcentaje del PIB)

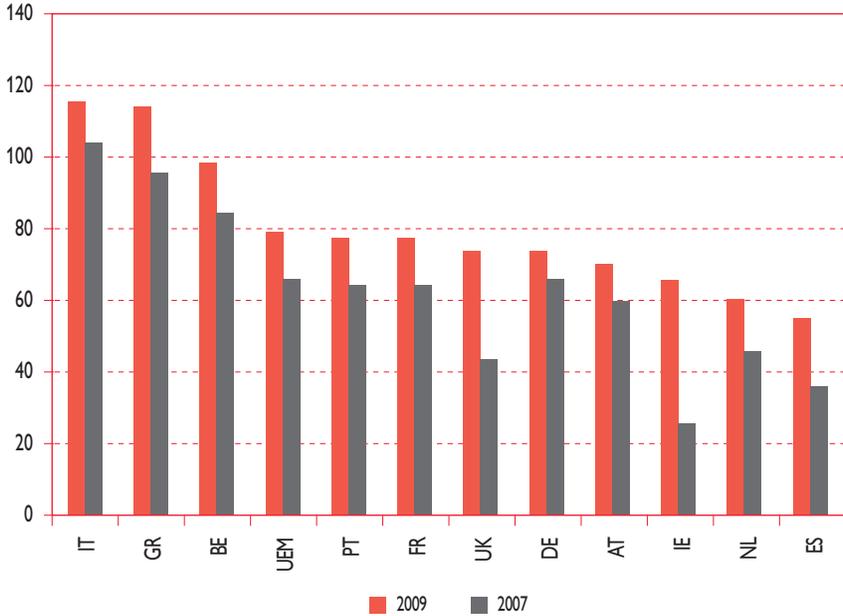


Fuente: AMECO y SEE BBVA.

Gráfico 8

Efectos de la crisis sobre la deuda pública en la UEM y en el Reino Unido.

Deuda pública
(porcentaje del PIB)



Fuente: AMECO y SEE BBVA.

multiplicador fiscal del gasto público en proyectos de inversión sería de aproximadamente el 1,2, mientras que probablemente el efecto de medidas fiscales por el lado de los ingresos sería mucho menor, de aproximadamente el 0,4³. Teniendo en cuenta el retraso en la aplicación de las medidas fiscales y en su impacto sobre la actividad, es relativamente fácil explicar la recuperación del PIB en la segunda mitad de 2009, aunque evidentemente hay otros factores (reducción de tipos de interés y

reducción de las tensiones financieras gracias a los resultados de las políticas monetarias de expansión cuantitativa) que también han tenido un efecto importante.

De todas las medidas fiscales implementadas, dos han destacado especialmente por su relación coste-beneficio (en el sentido de que impulsaron intensamente la actividad de algunos sectores y que su coste presupuestario ha sido bajo en relación con otras medidas fiscales): los planes implementados en muchos

países europeos para fomentar la demanda de vehículos y las medidas para apoyar al empleo, en especial las que han ayudado a las empresas a evitar despidos mediante la reducción de las horas de trabajo.

En el primer caso, el impulso de la demanda ha sido obvio y ha sustituido parcialmente la falta de confianza o de financiación de los consumidores, 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 su tendencia durante algún tiempo. En otros países (Francia, España o Reino Unido) las ayudas al sector aún están temporalmente en marcha y aunque son de menor magnitud también están teniendo un efecto claro en las ventas.

En cuanto a las medidas de empleo, la mayoría han sido de alcance limitado y sus efectos difíciles de cuantificar. No obstante, en el caso concreto del refuerzo del programa de trabajo compartido (fundamentalmente en Alemania, pero también en Holanda) ha tenido una influencia notable para limitar el incremento del 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. Se estima que la influencia de este programa de mantenimiento del empleo sobre la evolución del consumo en 2009 pudo ser de aproximadamente 0,4 puntos.

IV. Recuperación económica y estrategias de salida de las políticas de estabilización

Como se ha ido analizando en las secciones anteriores, la recesión de 2009 ha sido especialmente intensa en la UEM, ha tenido efectos asimétricos sobre sus países miembros, y ha estado asociada a la primera crisis financiera generalizada en los países avanzados desde la Segunda Guerra Mundial. Además, se ha producido después de un largo período de expansión que ha estado ligado a la generación de importantes desequilibrios en diferentes mercados y sectores productivos. En este sentido, es difícil prever cómo va a ser la salida de la crisis en la UEM, ya que todos estos factores nuevos hacen que las recesiones de décadas recientes no se puedan tomar como ejemplo fiable de lo que puede ocurrir durante la fase de recuperación y salida de esta crisis. No obstante, sí que es posible citar una serie de factores, tanto de carácter macroeconómico como estructural, que pueden dar algunas pistas sobre cuál será el ritmo y la forma de la salida de la crisis, y que puede determinar también las estrategias de salida de las políticas

monetarias y fiscales implementadas para estabilizar las economías europeas⁴.

Factores positivos: exportaciones, política monetaria y tipo de cambio

La demanda de exportaciones desde los países emergentes será sólida, ya que como se ha señalado anteriormente su situación de base es mucho más robusta que en pasadas recesiones y que la de los países avanzados. El crecimiento en Asia continuará, y aunque posiblemente no será tan intenso como en el período precedente a la crisis, su potencial de convergencia en términos de renta per cápita con Europa y Estados Unidos es todavía muy grande. Los países asiáticos, en particular, son importantes demandantes de las exportaciones europeas en los mercados internacionales, sobre todo de bienes de capital, lo que está favoreciendo de manera particular a países como Alemania, con ventajas comparativas importantes en la producción de este tipo de bienes. En cualquier caso, es necesario no exagerar el efecto de la demanda de los países emergentes, ya que su cuota en las exportaciones europeas es todavía baja, por lo que no serán suficientes como para compensar el menor crecimiento de los otros países avanzados. Por ejemplo, Estados Unidos crecerá probablemente a menor ritmo que en la expansión anterior, por lo que no se puede esperar una recuperación de su demanda de productos europeos a los niveles previos a la crisis.

Por lo que respecta a las políticas moneta-

rias, seguirán siendo expansivas durante todo el año 2010 y la subida de tipos de interés será relativamente lenta. El BCE mantendrá los tipos oficiales al 1% durante al menos todo 2010, y la estrategia de salida de las políticas de expansión de liquidez será relativamente lenta, dado que las condiciones en los mercados financieros aún no se han normalizado completamente.

Por último, el tipo de cambio del euro frente al dólar ha empezado a depreciarse, sobre todo como consecuencia de la crisis griega y del menor crecimiento relativo de la zona euro frente a Estados Unidos en el primer trimestre de 2010. Aunque sea difícil de prever su evolución a medio y largo plazo, el tipo de cambio de equilibrio se encuentra probablemente alrededor de 1,20 \$/€, de manera que un acercamiento paulatino a dicho nivel desde su valor actual fomentará las exportaciones europeas.

Factores negativos: reestructuración bancaria, endeudamiento, rigideces y consolidación fiscal

Desde que empezó la crisis, la reestructuración del sistema bancario en Europa ha sido más lenta que en Estados Unidos, aunque las ayudas públicas han sido en algunos países muy cuantiosas en términos de su PIB (Pisani-Ferry y Sapir, 2010). 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 mayores que los

de sus homólogos norteamericanos, lo que no está justificado por la estructura de riesgos de sus activos. Además, 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. Aunque la mayor parte de la desaceleración del crédito al sector privado puede explicarse por un descenso de la demanda, tanto en términos de cantidad como de calidad, la solidez del sector bancario será fundamental durante la recuperación y para el crecimiento futuro. El ejemplo de Japón en la década de 1990, donde los bancos no se reestructuraron adecuadamente y no tuvieron la solidez financiera necesaria para embarcarse en nuevos proyectos de financiación, constituye un serio aviso para una Europa en donde la ausencia de una reestructuración bancaria intensa podría retrasar la recuperación durante mucho más tiempo del deseado.

Un segundo aspecto que puede lastrar la recuperación en algunos países europeos es el elevado endeudamiento de las economías domésticas y de una parte de su sector empresarial. Si bien el nivel de endeudamiento privado del conjunto de la eurozona es menor que en Estados Unidos o en el Reino Unido, esta situación dista de ser homogénea entre los países de la UEM. A la debilidad del consumo privado en algunos países como consecuencia del aumento de la tasa de ahorro (por ejemplo, en España) se une el débil comportamiento secular del consumo privado en países

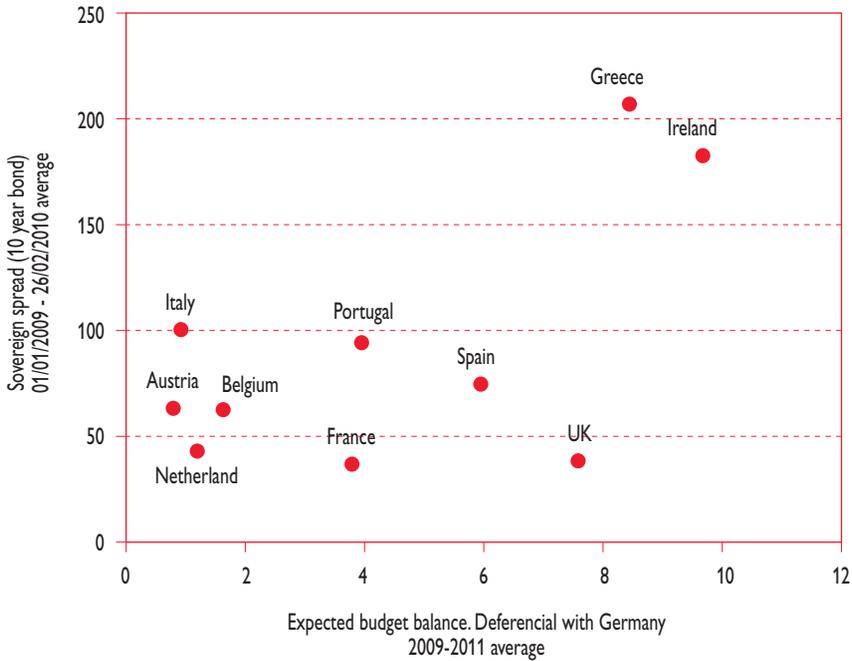
como Alemania, en donde la recuperación se está produciendo como consecuencia de las exportaciones, y ello a pesar de que los planes de subvención al empleo han conseguido mantener la tasa de paro relativamente baja en ese país. En estas circunstancias, hasta que el consumo no se recupere claramente y desaparezca la incertidumbre que incentiva el ahorro por motivos de precaución no parece probable que la salida de la crisis en Europa sea duradera e intensa.

En tercer lugar, muchas de las rigideces estructurales en Europa siguen sin haberse corregido, por lo que, al igual que en recesiones anteriores, la salida de la recesión y la recuperación de las tasas de empleo será comparativamente más lenta que en otras economías como, por ejemplo, en Estados Unidos. Los clásicos problemas de rigideces diferenciales en el mercado de trabajo y en los mercados de bienes respecto a Estados Unidos hacen que el estímulo sobre el crecimiento económico de los efectos *schumpeterianos* de destrucción creativa sean en Europa mucho menores que en esa economía.

Por último, la finalización de los programas de estímulo fiscal y el inicio de la consolidación fiscal en algunos países europeos plantea dudas sobre la capacidad de la demanda privada para sustituir la disminución de la demanda pública sin afectar negativamente al crecimiento. La naturaleza transitoria de las medidas de estímulo fiscal fue una de las tres condiciones del

Gráfico 9

Riesgo soberano y expectativas de déficit público



Fuente: BBVA ERD basado en Boomborg y AMECCO.

paquete fiscal óptimo tan debatido un año atrás (las otras dos eran que tuvieran objetivos claros y que se pusieran en marcha a tiempo) y todos los países diseñaron planes de estímulos en esta dirección. Como resultado de ello, en algunos países, los planes de compra de vehículos han terminado. En otros, los planes de inversión pública (como el de obras públicas locales en España) se han prorrogado sólo parcialmente. Las reducciones del IVA en el Reino Unido estaban previstas para un período limitado y ya se han revertido.

Aunque en Francia y Alemania buena parte del estímulo aprobado en 2009 continúa en 2010, en el conjunto de la eurozona los impulsos fiscales van a ser menores en 2010 que en 2009 e irán desapareciendo a lo largo de la primera mitad del año.

Estrategias de salida y crecimiento futuro

Una de las consecuencias de la crisis financiera ha sido que, a pesar de la disminución del potencial de crecimiento de las economías europeas,

las pérdidas de producción han sido tan grandes que el diferencial de producción respecto al potencial (*output gap*) se ha ampliado y tardará tiempo en cerrarse. Como consecuencia de ello se generaron fuerzas desinflacionarias que, conjuntamente con los efectos base negativos derivados de los precios de la energía en 2008, provocaron tasas de inflación negativas en la zona euro durante los meses centrales de 2009 a las que han seguido tasas moderadas a comienzos de 2010. Tomando como punto de partida el nivel de inflación observado en la eurozona a finales del primer trimestre de 2010 (por debajo del 1,5% en promedio), la reducida inflación asociada a las importaciones y el elevado exceso de capacidad productiva existente, la predicción de la inflación para 2010 en base a cualquier curva de Phillips estándar se mantiene claramente por debajo del objetivo de inflación del BCE. En estas condiciones, parece razonable esperar que el BCE lleve a cabo una estrategia de salida gradual de las inyecciones de liquidez y que posponga las subidas de tipos a mediados de 2011 (véase Navia *et al.*, 2009). De hecho, con una inflación que está bajo control, una intensa desaceleración de la M3 y del crédito al sector privado, una estrategia de salida de la política monetaria más intensa de lo necesario durante 2010 podría ahogar la recuperación actual.

Por lo que respecta a las estrategias de salida de la política fiscal, la consecución del objetivo de estabilidad presupuestaria desde elevados déficit de las administraciones públicas que ha

originado esta crisis (gráfico 7) va a ser un proceso muy prolongado en el tiempo y exigirá enormes sacrificios. Un buen ejemplo de las dificultades a las que ya se están enfrentando o podrían hacerlo en el futuro otros países de la eurozona es el ajuste fiscal que ha tenido que llevar a cabo Grecia a comienzos de 2010, en una situación en la que la sostenibilidad de sus finanzas públicas ha sido puesta seriamente en duda por los mercados financieros, con algunos altibajos, a partir de la primavera de 2009. De hecho, la situación actual de los *spreads* soberanos de los países de la UEM (gráfico 9) contrasta muy significativamente con la que se observaba antes del verano de 2007, cuando los mercados financieros infravaloraban el riesgo implícito de niveles de deuda pública muy diferentes, al igual que ocurría con el endeudamiento del sector privado, en un momento de abundancia de crédito. Como han señalado Escrivá y Ledo (2009), en los años previos a la crisis financiera de 2007 se observó una relajación de la disciplina de mercado mayor que la existente en otras expansiones, lo que sin duda estuvo detrás de la estabilidad financiera.

Este cambio tan importante en los *spreads* soberanos y la preocupación que genera la sostenibilidad de las cuentas públicas en los mercados financieros permite extraer algunas lecciones⁵. Primera, que los gobiernos que ignoran la estabilidad presupuestaria a medio y largo plazo terminan siendo penalizados por los mercados financieros. Segunda, que la reacción de los mercados está marcada por comportamientos no

lineales, de manera que en períodos de crecimiento tienden a infravalorar el riesgo e imponen una escasa disciplina a las autoridades fiscales, mientras que en los períodos de elevada incertidumbre pueden llegar incluso a sobrereaccionar. Tercera, como consecuencia de la disciplina impuesta por los mercados financieros, las estrategias de salida de la política fiscal van a tener distintas velocidades según países: algunos se pueden permitir una salida más lenta mientras que otros se ven obligados a retirar los estímulos fiscales cuando la recuperación todavía no se ha consolidado. Cuarta, la UEM tiene que mejorar el diseño de las reglas fiscales incluidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) para asegurar la sostenibilidad de las cuentas públicas a lo largo del ciclo económico. Aunque el PEC ha sido útil para que muchos países europeos se enfrentaran a la crisis actual con un margen de maniobra mucho más amplio que en crisis anteriores, no ha sido suficiente para evitar las tensiones que se han originado en los mercados financieros como consecuencia de las incertidumbres sobre la sostenibilidad de la deuda pública.

En estas circunstancias la consolidación fiscal va a ser un proceso largo y difícil en muchos países de la UEM, que se enfrentan al dilema de mantener los estímulos actualmente aprobados para evitar una nueva recesión o empezar a reducir cuanto antes el déficit público para que el objetivo de estabilidad presupuestaria a medio plazo presentado a la Comisión Europea a comienzos de 2010 resulte creíble y factible.

V. Efectos de la crisis sobre el potencial de crecimiento a largo plazo

En la mayor parte de los países de la UEM, la crisis de los mercados financieros y las altas tasas de paro provocarán una significativa caída del PIB a corto y medio plazo. Los efectos son más inciertos a largo plazo ya que es difícil saber hasta qué punto la crisis ha supuesto un cambio de nivel o un cambio en la tasa de crecimiento del producto potencial, y también porque la implantación de nuevas reformas estructurales podrían compensar algunos de los efectos de la crisis.

La contribución al PIB de los factores productivos que muestra la especificación de una función de producción resulta muy ilustrativa de los efectos de la crisis sobre el PIB potencial de la UEM. Ésta es la aproximación que normalmente utilizan la mayor parte de las instituciones internacionales para estimar el PIB potencial (véanse, por ejemplo, Denis *et al.*, 2006; Doménech, Estrada y González-Calbet, 2007; Comisión Europea, 2009a, y las referencias allí incluidas). La forma funcional que normalmente se utiliza es una función de producción del tipo Cobb-Douglas tal que:

$$\ln Y_t = \ln A_t + a \ln K_t + (1-a) \ln L_t$$

en donde Y es el PIB real a precios de mercado, L el número total de horas trabajadas, K el stock de capital físico y A la productividad total de los factores. La Comisión Europea utiliza un valor de

alpha igual a 0,37, muy similar a la participación de las rentas del capital en las rentas totales. La productividad total de los factores se suaviza (con el filtro de Hodrick y Prescott, 1997) para obtener sus componentes tendenciales y cíclicos. Idéntica descomposición puede hacerse del stock de capital, que alternativamente puede corregirse por la utilización de la capacidad productiva. El número total de horas se descompone en el producto de las horas por trabajador (h), la tasa de empleo (el número de trabajadores ocupados sobre la oferta de trabajo, que a su vez es igual a uno menos la tasa de desempleo, u), la tasa de actividad (N_t^5 / N_t^{16-64}) y la población en edad de trabajar (N_t^{16-64}):

$$L_t = h_t (1 - u_t) N_t^5 \frac{N_t^{16-64}}{N_t^{16-64}}$$

Utilizando esta expresión es posible obtener una descomposición entre los componentes tendenciales y cíclicos de las horas trabajadas a partir de la descomposición de cada una de estas variables, en la que la distinción entre las tasas de desempleo estructural y cíclico es especialmente relevante⁶.

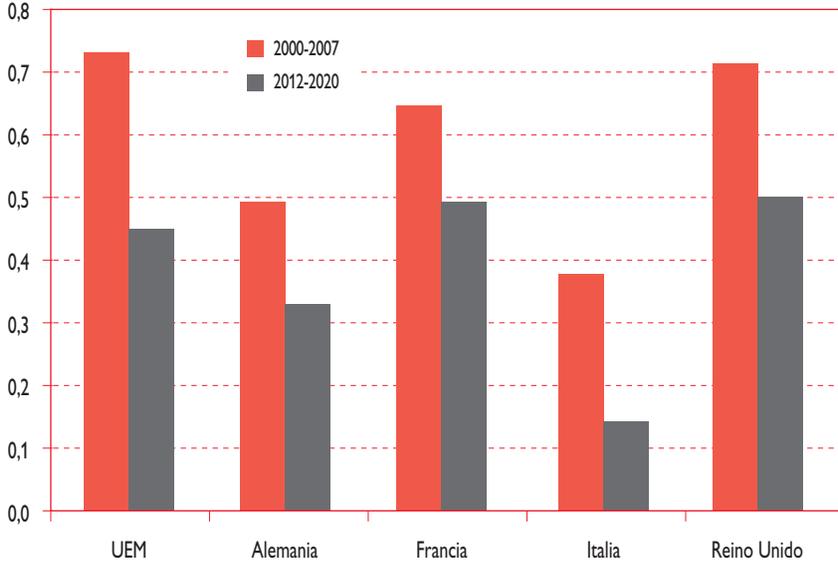
En resumen, los efectos de la crisis sobre el PIB potencial vienen determinados por sus efectos sobre la acumulación de capital, sobre las variables que determinan el número total de horas trabajadas y sobre la productividad total de los factores.

Uno de los primeros efectos de la crisis va a ser la persistente disminución de la tasa de inversión y, por lo tanto, de la acumulación de capital físico. Este colapso de la inversión (en torno al -11% en la zona euro y al -13% en el Reino Unido, en 2009) se produce después de años de elevado crecimiento de la inversión asociado a unos costes de financiación muy bajos y de una abundante disponibilidad del crédito.

A corto y medio plazo, tres factores van a afectar negativamente la inversión y la acumulación de capital. En primer lugar, las modestas previsiones de futura demanda y las restricciones financieras generadas por la crisis desincentivarán la inversión y exigirán la aportación de mayores niveles de recursos propios por parte de las empresas. Segundo, aunque a medio plazo dé lugar a una asignación más eficiente de los recursos productivos, la actual recesión también ha puesto en evidencia la necesidad de ajustes estructurales en sectores productivos específicos (especialmente la construcción), que tardarán tiempo en implementarse y que supondrán la destrucción de capital instalado como consecuencia del exceso de capacidad en esos sectores. Tercero, la normalización de la política monetaria afectará negativamente a la formación de capital a través de unos tipos de interés reales más altos como consecuencia de una mayor aversión al riesgo y de los elevados niveles de endeudamiento del sector público. Como consecuencia de todo ello, la menor acumulación de capital reducirá su aportación al crecimiento

Gráfico 10

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



Fuente: SEE BBVA.

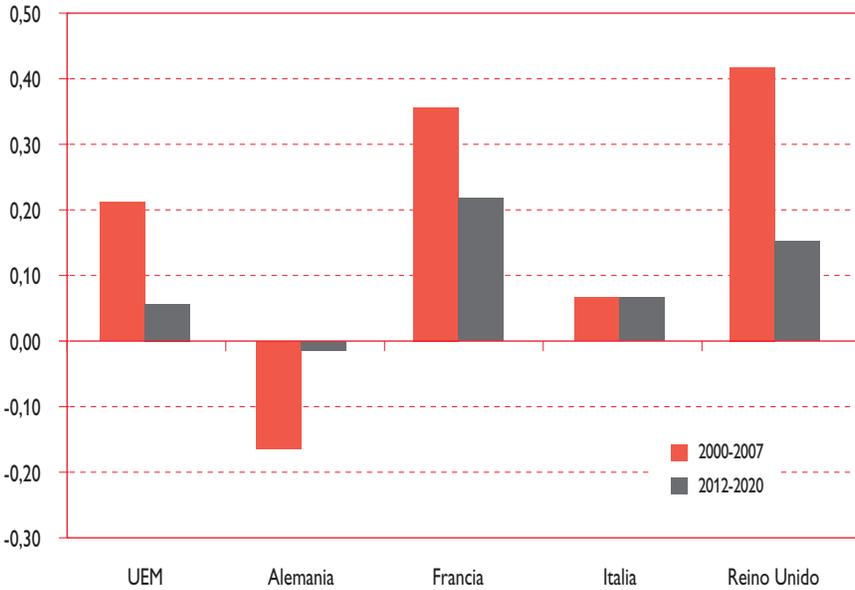
potencial en aproximadamente 0,3 puntos porcentuales (gráfico 10).

De igual manera que con el capital físico, es previsible que el empleo también reduzca su aportación al crecimiento potencial debido a tres razones. En primer lugar, porque se está produciendo un aumento de la tasa de desempleo estructural, asociado a la rigidez de los mercados de trabajo europeo. En segundo lugar, de acuerdo con las tendencias proyectadas por la Comisión Europea (EUROPOP 2008), 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. Por último, 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 algunos países europeos. Sin embargo, esta cifra ya se encuentra en niveles altos y es poco probable que pueda crecer a tasas parecidas a las del pasado. Además, los efectos a medio plazo de

Gráfico 11

Contribución del crecimiento de la población activa al crecimiento potencial.
 Contribución de la población 16-54 al crecimiento potencial
 (en puntos porcentuales)



Fuente: SEE BBVA.

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. Por otro lado, algunas personas podrían incorporarse al mercado de trabajo para compensar la disminución de la renta o del patrimonio. Teniendo en cuenta las perspectivas de la tasa de desempleo estructural y de crecimiento de la población activa (gráficos 11 y 12), el empleo reducirá previsiblemente su apor-

tación positiva al crecimiento potencial en aproximadamente 0,2 puntos en la zona euro.

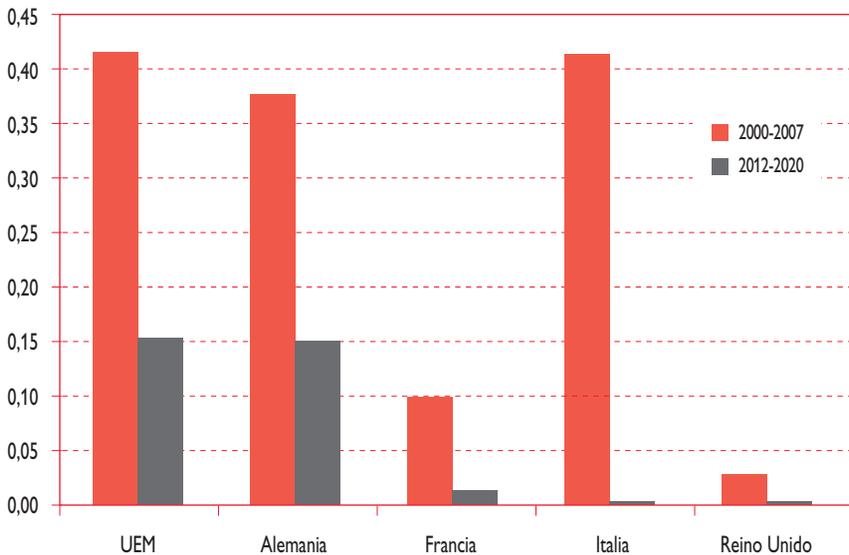
La menor contribución del capital y del empleo al crecimiento potencial se verá contrarrestada, pero sólo parcialmente, por una mejora de la productividad total de los factores, que crecerá más que en los años previos a la crisis como consecuencia de una asignación más eficiente de los recursos. En primer lugar, a corto plazo el aumento del paro (sobre todo en sectores con alto insumo de mano de obra y baja cualificación) en algunos países puede

conllevar un aumento de la productividad. Por ejemplo, en países como España existe una alta correlación entre el aumento del paro y el incremento de la productividad aparente del trabajo. Sin embargo, en otros (Alemania es el ejemplo más claro) los programas para el mantenimiento de puestos de trabajo mediante subsidios a la reducción de la jornada de trabajo están experimentando un descenso de la productividad aparente del trabajo, si no se corrige adecuadamente por el número de horas trabajadas. En segundo lugar, la productividad

total de los factores podría aumentar porque la desaceleración sacaría del mercado a las empresas ineficientes e incentivaría una reestructuración sectorial mediante la asignación de recursos hacia empresas más eficientes. En estas circunstancias, nuestras proyecciones más recientes (véase BBVA, 2009) prevén un incremento moderado de la aportación de la productividad total de los factores (gráfico 13), susceptible de contrarrestar parcialmente los efectos de la menor aportación del capital y del empleo sobre el crecimiento potencial.

Gráfico 12

Contribución de la tasa de actividad al crecimiento potencial
(en puntos porcentuales)



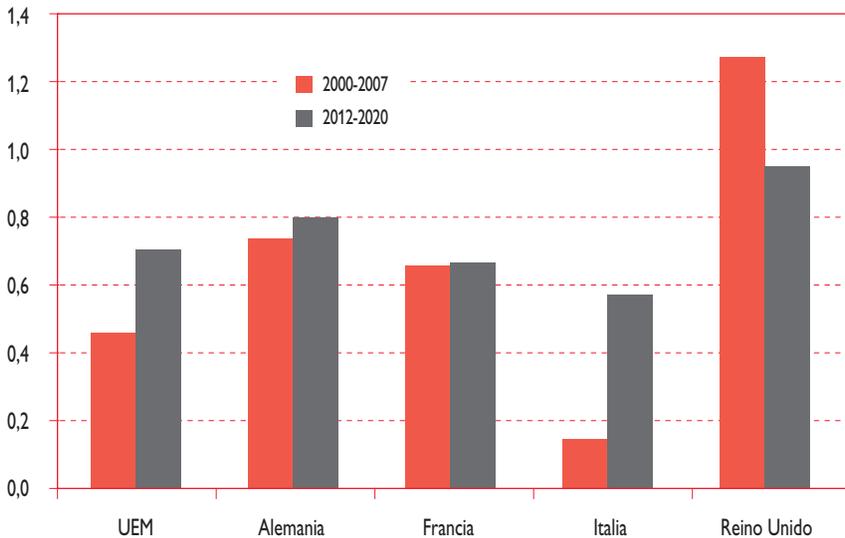
Fuente: SEE BBVA.

Como consecuencia de la disminución de la contribución del crecimiento del capital y del empleo al crecimiento potencial, éste disminuirá previsiblemente unas tres décimas, desde el 1,8 al 1,5% (véase el gráfico 14). No obstante, en la medida en que el crecimiento potencial no está predeterminado, es posible contrarrestar algunos de los efectos negativos de la crisis actual sobre el crecimiento futuro con políticas económicas adecuadas. Las lecciones que se pueden extraer de recesiones anteriores (la Gran Depresión o el reducido crecimiento de Japón de las dos últimas

décadas) señalan que una de las primeras prioridades debería ser garantizar el correcto funcionamiento del mercado financiero para favorecer la inversión y la acumulación de capital. También es necesario aplicar reformas estructurales dirigidas a incrementar el crecimiento del empleo y a incentivar la participación en el mercado de trabajo. En tercer lugar, es imprescindible promover la economía del conocimiento, que afecta positivamente a la productividad total de los factores. Los resultados de la agenda de Lisboa para 2010 han sido decepcionantes tanto en términos de

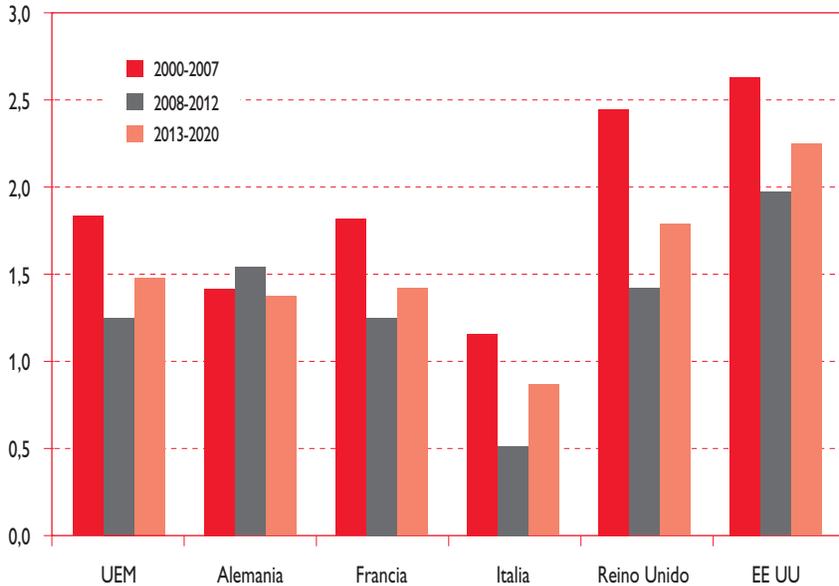
Gráfico 13

Contribución de la productividad total de los factores al crecimiento potencial (en puntos porcentuales)



Fuente: SEE BBVA.

Gráfico 14
Crecimiento del PIB potencial
(porcentaje medio)



Fuente: SEE BBVA.

empleo como en alcanzar a los países que destinan una mayor participación de su PIB a la inversión en I+D. La cumbre del Consejo Europeo de marzo de 2010 ha renovado algunos de esos objetivos en su estrategia para 2020, pero es necesario crear los incentivos adecuados para alcanzar una tasa de inversión del 3% en I+D y una tasa de empleo del 75%.

VI. Conclusiones

Aunque la crisis iniciada en el verano de 2007 parecía que iba a tener efectos muy limitados

sobre la UEM en comparación con Estados Unidos, los países de la eurozona sufrieron en 2009 la mayor caída de su actividad desde el final de la Segunda Guerra Mundial, con efectos asimétricos importantes en términos de desempleo y déficit público. Parece claro que la salida de la crisis será lenta, difícil e incierta, y tendrá efectos a largo plazo sobre todos los países de la zona en sus niveles de endeudamiento del sector público y en el potencial de crecimiento económico. La lentitud en el proceso de reestructuración bancaria en términos relativos a Estados Unidos, la presencia de rigideces importantes en el funcionamiento de algunos

mercados, los elevados niveles de endeudamiento del sector privado en algunos países y el necesario proceso de consolidación fiscal van a afectar significativamente el proceso de recuperación económica.

En resumen, la UEM se encuentra ante un período de menor crecimiento, en el que la expansión de los últimos quince años no se va a repetir fácilmente, y ante importantes reformas estructurales que implementar para que la economía europea aumente su crecimiento, disminuya su tasa de desempleo y pueda reducir el diferencial relativo con respecto a Estados Unidos en términos de renta per cápita y empleo.

La crisis económica de los dos últimos años ha supuesto la prueba más importante para el euro desde su creación. A pesar de las críticas vertidas desde antes de la puesta en marcha de este proyecto europeo (Jonung y Drea, 2009), la existencia de una moneda común ha permitido que países con situaciones de partida muy diferentes en términos de los desequilibrios acumulados en el período de expansión previo a la crisis hayan podido contar con un margen de maniobra impensable en términos de políticas fiscales y monetarias fuera de la UEM. No obstante, esa elevada heterogeneidad y las asimetrías existentes obligan a implementar estrategias de salida muy diferentes entre sus miembros, puesto que ese margen no es ilimitado. Y obligan también a mejorar las reglas y los sistemas de

alerta que han de evitar en el futuro la generación de desequilibrios que puedan poner en peligro la estabilidad macroeconómica del conjunto de la UEM y cuestionar la propia existencia de la zona euro tal y como la conocemos hoy.

Referencias bibliográficas

- Almunia, M., A. Benetrix, B. Eichengreen, K. H. O'Rourke y G. Rua (2010): "From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons", *Economic Policy*, pp. 219-265.
- Attinasi M. G., C. Checherita y C. Nickel (2009): "What Explains the Surge in Eurozone Sovereign Spreads during the Financial Crisis of 2007-09?", ECB Working Paper n° 1131/2009.
- BBVA (2009): *Europa Watch*, diciembre.
- Claessens, S., G. Dell'Ariccia, D. Igan y L. Laeven (2010): "Cross-country Experiences and Policy Implications from the Global Financial Crisis", *Economic Policy*, pp. 267-293.
- Comisión Europea (2009a): "Impact of the Current Economic and Financial Crisis on Potential Output", *European Economy Occasional Papers*, n° 49.
- Comisión Europea (2009b): "Sustainability Report 2009", European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs.
- Comisión Europea (2009c): "Annual Report On The Euro Area 2009", *European Economy*, n° 6.
- Corsetti, G., M. P. Devereux, L. Guiso, J. Hassler, G. Saint-Paul, H. W. Sinn y J. E. Sturm (2010): "From Fiscal Rescue to Global Debt", en Corsetti et al., *The EEAG Report on The European Economy*, CESIfó.
- Corsetti, G., A. Meier y G. J. Müller (2010): "When, Where and How Does Fiscal Stimulus Work?", mimeo.
- Cottarelli, C. y J. Viñals (2009): "A Strategy for Renormalizing Fiscal and Monetary Policies in Advanced Economies", *IMF Staff Position Note* SPN/09/22.
- Cwik, T. y V. Wieland (2009): "Keynesian Government Spending Multiplier and Spillovers in the Euro Area", CEPR Discussion Paper 7389.
- Denis, C., D. Grenouilleau, K. McMorro y W. Röger (2006): "Calculating Potential Growth Rates and Output Gaps-A Revised Production Function Approach", *Economic Papers* n° 247, Comisión Europea.
- Doménech, R. (2009): "La política fiscal en un entorno de crisis". Presentación en el Curso de Verano UPV-EHU. San Sebastián (disponible en: www.serviciodeestudios.bbva.com).
- Doménech, R., A. Estrada y L. González-Calbet (2007): "Potential Growth and Business Cycle in the Spanish Economy: Implications for Fiscal Policy", mimeo. Universidad de Valencia.
- Doménech, R. y J. R. García (2010): "¿Cómo conseguir que crezcan la productividad y el empleo, y disminuya el desequilibrio exterior?", *Claves de Economía Mundial* (en prensa).
- Escrivá, J. L. (2009): "Zero Interest, Quantitative Easing: Appropriate for Now, but Where is the Exit?", presentación en International Conference of Commercial Banks Economics, Múnich (disponible en www.serviciodeestudios.bbva.com).
- Escrivá, J. L. y M. Ledo (2009): "Disciplina de Mercado y Estabilidad Financiera", en J. A. Alonso, S. Fernández de Lis y F. Steinberg (coordinadores), *La reforma de la arquitectura financiera internacional*. ICO, AFI, ICCEI y Elcano.
- FMI (2009): "Regional Economic Outlook. Europe: Securing Recovery", *World Economic and Financial Surveys*.
- FMI (2010): "Exiting from Crisis Intervention Policies", Fiscal Affairs, Monetary and Capital Markets, and Research Departments.
- Giorno, C., P. Richardson, D. Roseveare y P. van den Noord (1995): "Estimating Potential Output, Output Gaps and Structural Budget Balances", *OECD Economics Department Working Papers*, n° 152.
- Hall, R. E. (2009): "By How Much Does GDP Rise if the Government Buys More Output?", *NBER Working Paper*, n° 15496.
- Hodrick, R. y E. Prescott (1997): "Post-War U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation", *Journal of Money, Credit and Banking*, n° 29, pp. 1-16.
- Jonung, L. y E. Drea (2009): "The Euro: It Can't Happen, It's a Bad Idea, It Won't Last. US

- Economists on the EMU, 1989-2002", *European Economy Economic Papers*, nº 395.
- Navia, D., N. Trillo, M. Dal Bianco, I. González-Panizo, M. Martínez y Ch. Felton (2009): "Unwinding Non-conventional Monetary Policy: Gradual Strategies with Asymmetric Risks", *Markets Views*, diciembre (disponible en www.servicio.deestudios.bbva.com).
- OCDE (2009): "Policies to Overcome the Crisis ", en *European Union, OECD Economic Surveys*.
- Pisani-Ferry, J. y A. Sapir (2010): "Banking Crisis Management in the EU: An Early Assessment", *Economic Policy*, pp. 341-373.
- Reinhart, C. M. y K. Rogoff (2008): "Is the 2007 US Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison", *American Economic Review*, nº 98(2), pp. 339-344.
- Reinhart, C. M. y K. Rogoff (2009): *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.

Notas

- ¹ La Comisión Europea (2009c), la OCDE (2009) y el Fondo Monetario Internacional (2009) analizan también con detalle los efectos de la reciente crisis económica en Europa.
- ² Un análisis detallado en los países europeos de las implicaciones de la crisis sobre el déficit y la deuda de las Administraciones públicas se encuentra en el informe sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas de la Comisión Europea (2009b).
- ³ En los trabajos de Corsetti, Meier y Müller (2010), Cwik y Wieland (2009), Hall (2009) y Doménech (2009) puede encontrarse una estimación de estos efectos, así como una revisión de la literatura relacionada.
- ⁴ Sobre las estrategias de salida de las políticas económicas implementadas con fines estabilizadores, Cottarelli y Viñals (2009) y el FMI (2010) ofrecen un interesante conjunto de recomendaciones.
- ⁵ Attinasi, Checherita y Nickel (2009) analizan el aumento de los *spreads* soberanos entre 2007 y 2009 en los países europeos y discuten sus causas. El incremento de la aversión al riesgo y la preocupación por la situación de las finanzas públicas, afectada por la transferencia del riesgo del sector privado al público como consecuencia de las ayudas públicas a los sistemas bancarios de muchos países, explican la mayor parte de los movimientos en los *spreads* soberanos.
- ⁶ La forma tradicional de estimar la tasa de desempleo estructural consiste en la estimación de una curva de Phillips, de manera que la tasa de desempleo estructural es aquella para la que la inflación se encuentra en su nivel de equilibrio a largo plazo, por lo que se le conoce como NAIRU.