

La crisis en la Unión Europea

Rafael Doménech

**Experiencias y Enseñanzas de las Crisis Económicas:
Europa y América Latina**

Cursos de Verano Complutense

Madrid, 16 de julio de 2013

The future ain't what it used to be
Yogi Berra

Introducción

Europa sufre las consecuencias de una crisis financiera, económica e institucional, con características propias y específicas (Andrés y Doménech, 2012, Lane, 2012 y Shambaugh, 2012)

Se pueden extraer conclusiones y lecciones de crisis anteriores (Reinhart y Rogoff, 2009), como las de América Latina (Ramos-Francia et al, 2013), ...

... pero es necesario reconocer que no todas son recomendables a la situación actual que vive Europa (Cavallo y Cotani, 2010)

A pesar de las imperfecciones, las instituciones europeas (e.g., BCE) han permitido soluciones transitorias a la crisis, que en otros casos no fueron posibles

Introducción: soluciones en las crisis previas

1. Devaluación/salida del euro y represión financiera

2. Reestructuración deuda pública y privada

3. Consolidación fiscal y desapalancamiento privado

4. Reformas estructurales nacionales para aumentar el crecimiento

5. Rediseño de las instituciones europeas

Introducción

De las distintas soluciones posibles, se ha optado por una combinación dinámica y adaptativa de las mismas excluyendo, acertadamente, la salida del euro

Algunos expertos e instituciones defienden un mayor peso de las reestructuraciones en la solución, aunque no hay consenso en sus costes

Existe interdependencia entre las soluciones: el crecimiento favorece la consolidación, las reformas nacionales el rediseño de las instituciones europeas

El rediseño de las instituciones es una solución específica de la crisis europea pero no es totalmente nueva: precedente en EE.UU. en 1790 (Sargent, 2012)

Índice

Sección 1**De la Gran Moderación a la Gran Recesión**

Sección 2

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

Sección 3

¿Dónde estamos ahora y a dónde vamos? Una estrategia de recuperación a corto y medio plazo

Sección 4

¿Hacia dónde vamos? Una estrategia de crecimiento a largo plazo

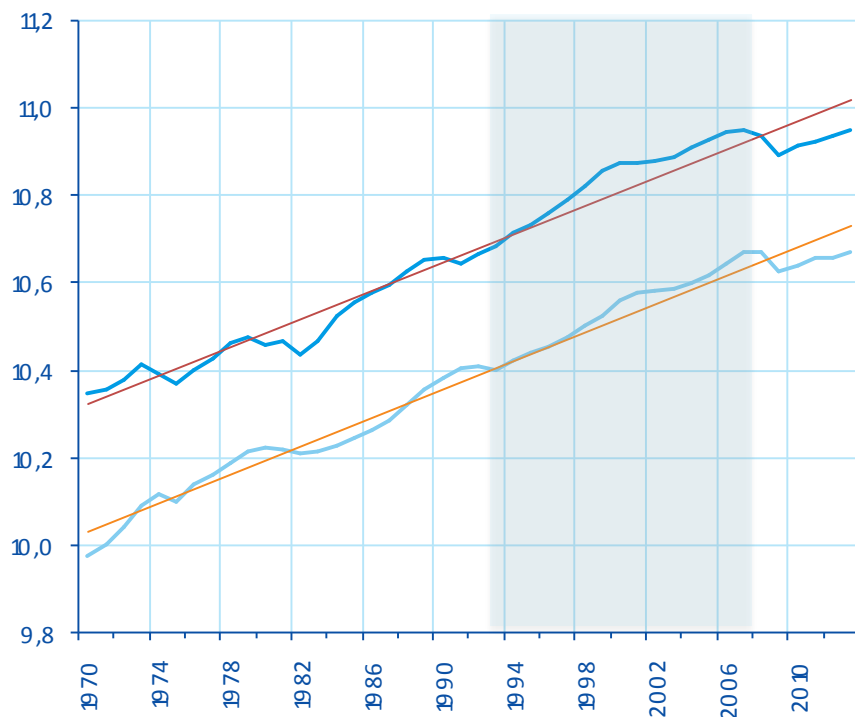
Sección 5

Conclusiones

De la Gran Moderación a la Gran Recesión

PIB por persona en edad de trabajar (% a/a)

Fuente: BBVA Research



De 1995 a 2007: uno de los periodos de mayor crecimiento económico

Ciclos menos volátiles y percepción de política económica mejor gestionada

Bajas tasas de inflación

Gran Moderación

Valoración muy reducida del riesgo y a tipos de interés muy bajos

1. Política de bajos tipos de interés o “money glut”

Tipos de interés a corto plazo

Fuente: Main Economic Indicators, OCDE



Irrupción de países exportadores con costes de producción muy reducidos

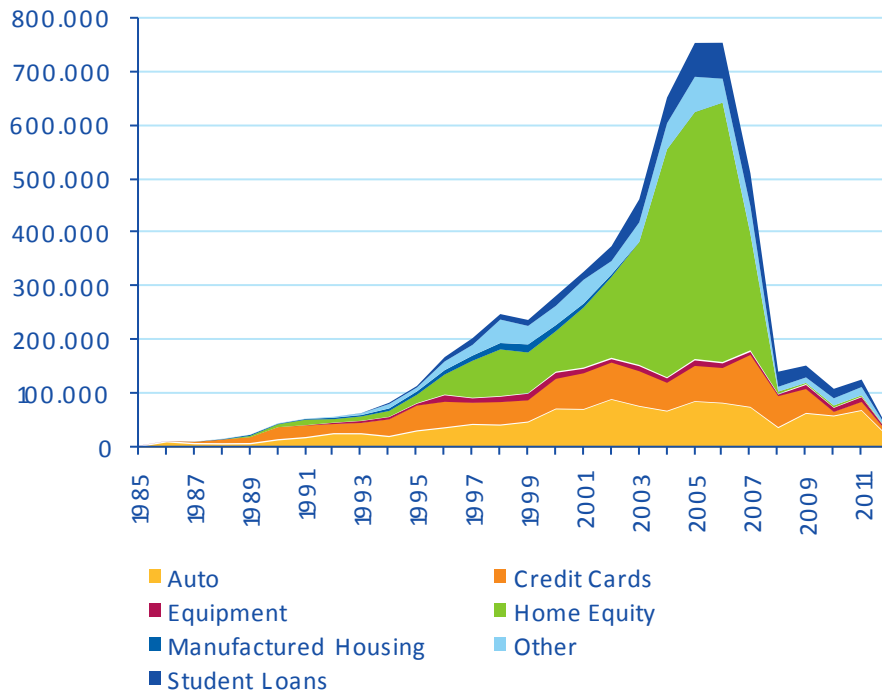
La política de “benign neglect” respecto a los elevados precios de los activos

Evitar la recesión tras la explosión de la burbuja tecnológica, reunificación alemana

2. Elevado ahorro mundial o “saving glut”

Emisiones de ABS (3 meses, 2000-8)

Fuente: JP Morgan Chase and Adrian and Shin (2009)



Aumento de la demanda de activos seguros:
ingentes emisiones de derivados y titulizaciones

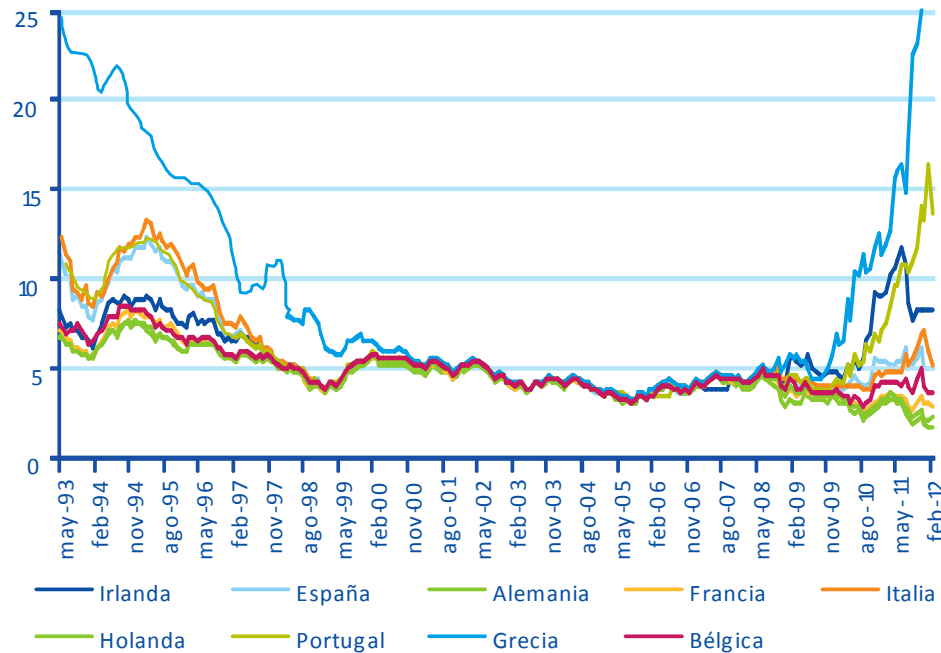
Enorme liquidez para financiar los activos que
servían como subyacentes

Heterogeneidad por países, sectores y agentes:
ahorradores vs inversores

3. Creación de la UEM

Tipos de interés de la deuda pública, 10 años

Fuente: Bloomberg and Adrian and Shin (2009)



Desapareció el riesgo de tipo de cambio entre sus miembros

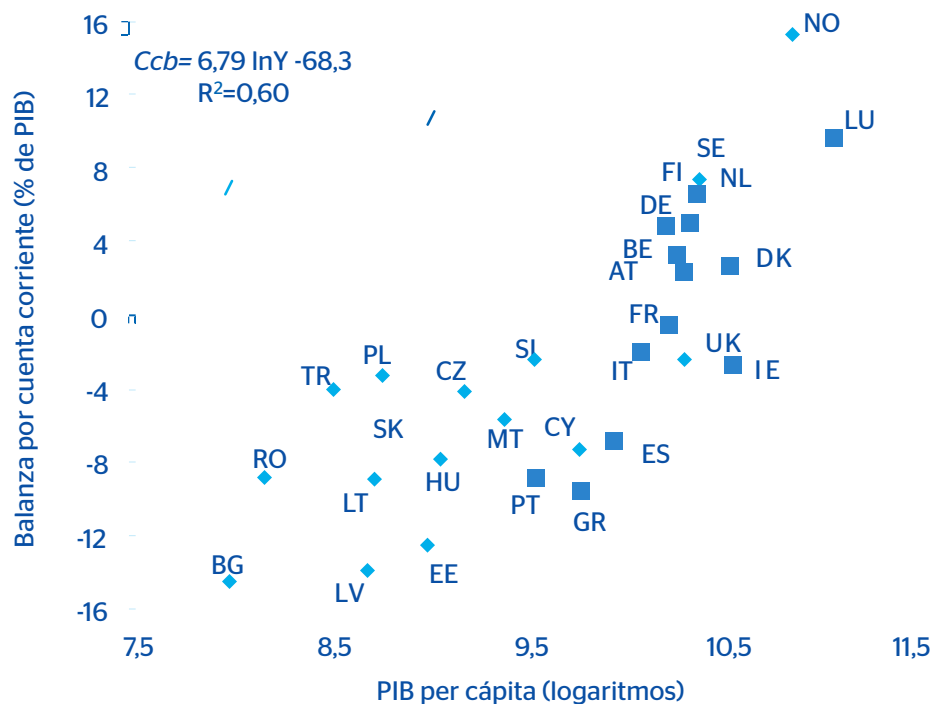
Expectativa de que la UEM aseguraba la convergencia económica -> flujos de capital

Desaparición de las primas de riesgos en la deuda soberana

3. Creación de la UEM

Renta per cápita y balanza por cuenta corriente

Fuente: BBVA Research basado en Eurostat



Convergencia económica -> flujos de capital

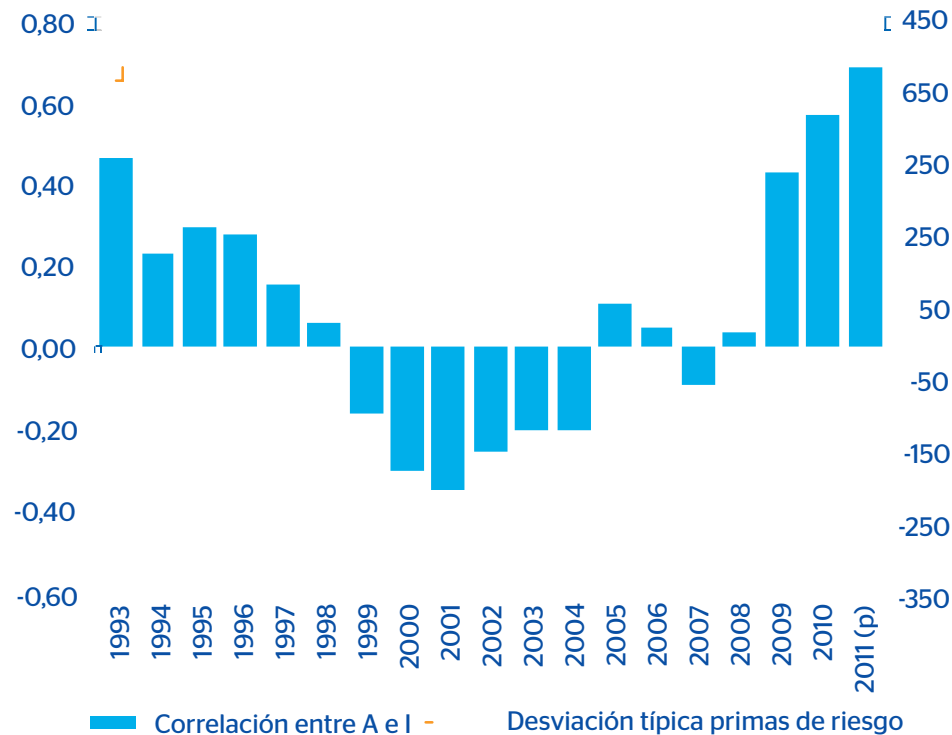
La balanza por cuenta corriente refleja las expectativas de convergencia económica ...

... de forma mucho más intensa en la UEM que en el resto de países de la UE

3. Creación de la UEM

Correlación entre las tasas de ahorro e inversión y primas de riesgo

Fuente: BBVA Research basado en Eurostat



Convergencia económica -> flujos de capital

Desaparición de la paradoja Feldstein-Horioka

La correlación entre la tasa de ahorro y la tasa de inversión pasa a ser nula o negativa

Índice

Sección 1

De la Gran Moderación a la Gran Recesión

Sección 2

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

Sección 3

¿Dónde estamos ahora y a dónde vamos? Una estrategia de recuperación a corto y medio plazo

Sección 4

¿Hacia dónde vamos? Una estrategia de crecimiento a largo plazo

Sección 5

Conclusiones

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

A pesar de que para el conjunto de la eurozona los desequilibrios son menores que en EE.UU. o Reino Unido ...

Deuda y déficits en la UEM, EE.UU. y Reino Unido

(% del PIB)

Fuente: AMECO, Haver, IMF, fuentes nacionales y BBVA Research

		EA17	US	UK
Saldo presupuestario AA.PP	2011	-4,4	-9,6	-8,9
Deuda AA.PP.	2011	87,6	100,0	84,8
Deuda de los hogares	2010	67,3	92,1	106,1
Deuda de las empresas	2010	119,1	74,6	123,7
Balanza por cuenta corriente	2011	0,1	-3,1	-2,7
Posición internacional neta	2010	-7,2	-17,0	-13,9

UEM elevada heterogeneidad interna y menores desequilibrios agregados ...

... que en EE.UU. o Reino Unido ...

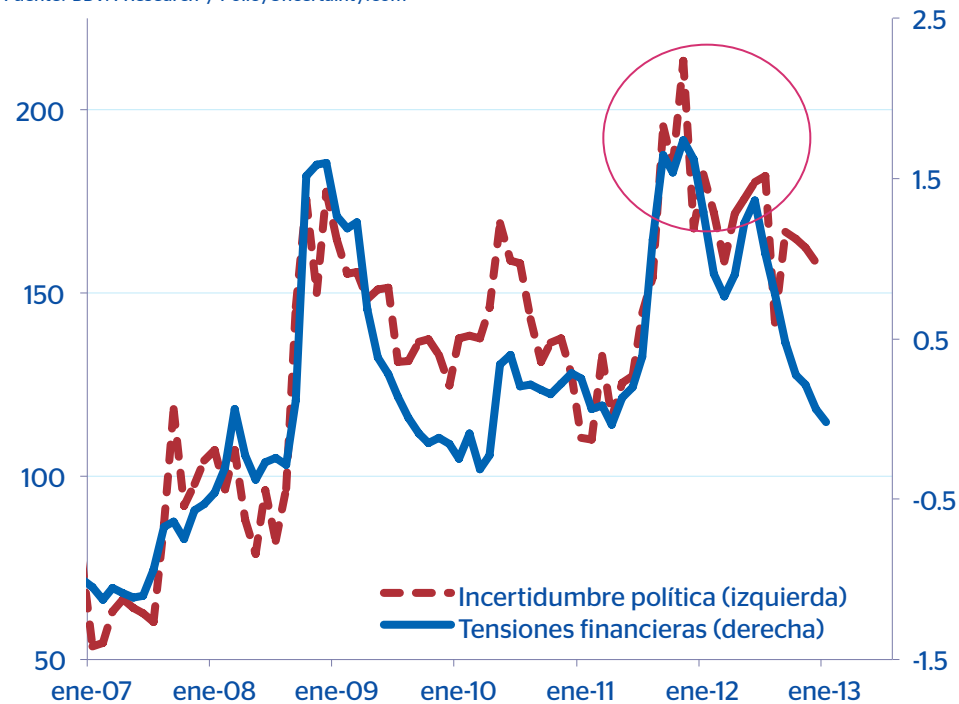
... para el sector público, sector privado o sector exterior

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

... Europa llegó a estar al borde del abismo

Eurozona: Índices de incertidumbre política y financiera

Fuente: BBVA Research y PolicyUncertainty.com

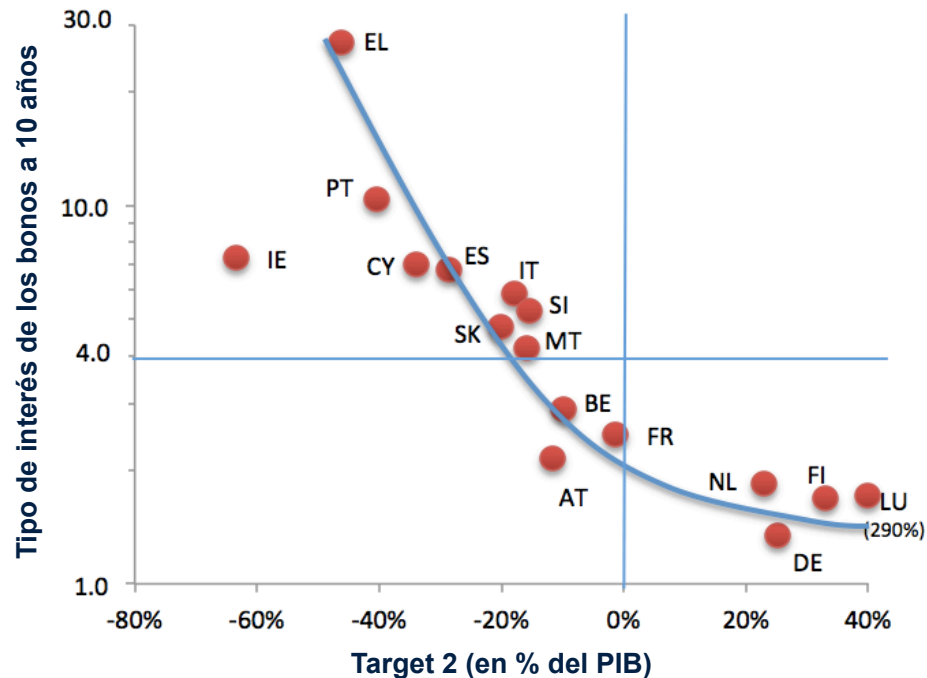


¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

... Europa llegó a estar al borde del abismo

Tipos de interés y TARGET2, junio 2012

Fuente: BCE y BBVA Research



Las diferencias en las tasas de interés y la dependencia del BCE: dos caras de una misma moneda

Fragmentación financiera insostenible dentro de una unión monetaria ...

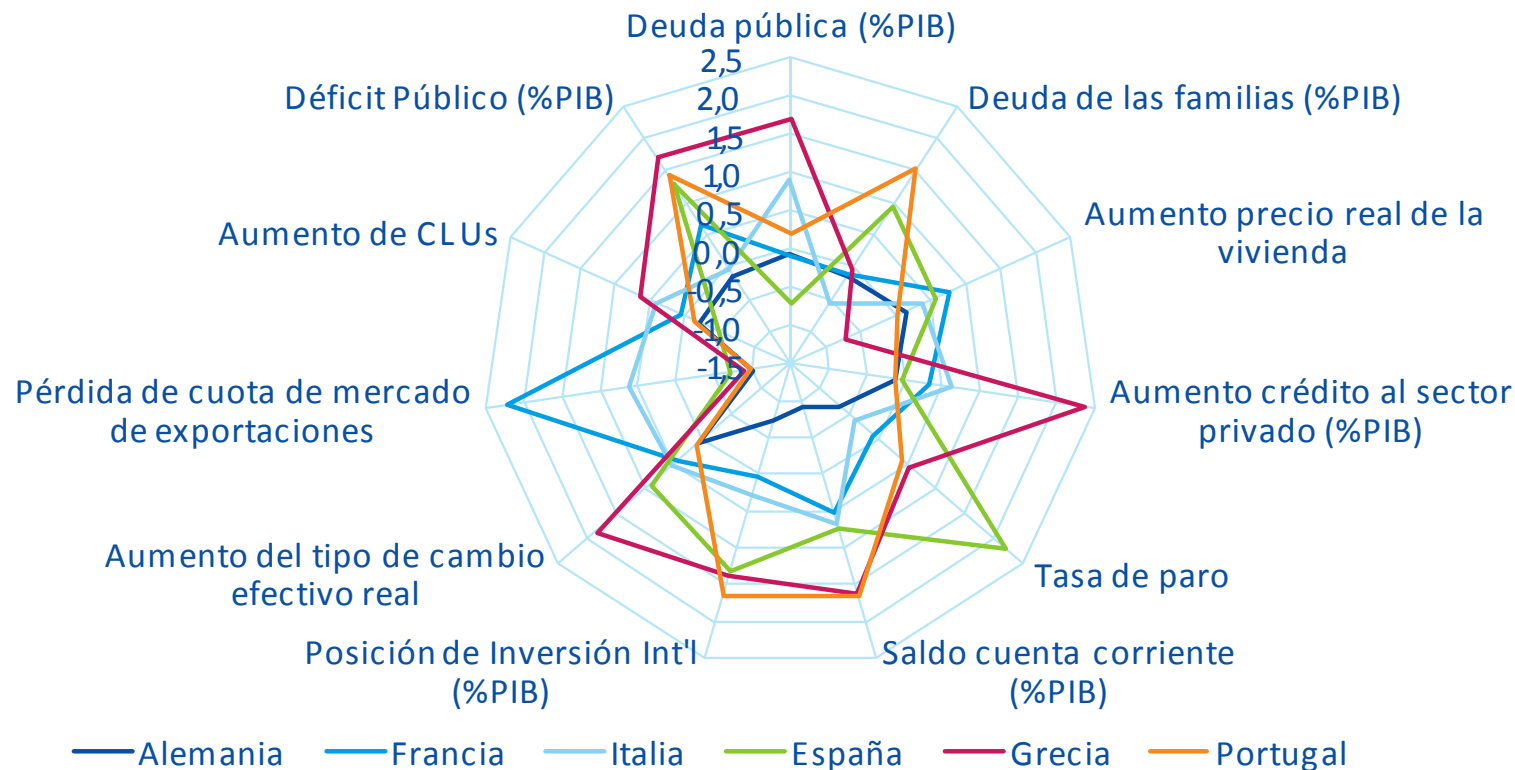
... con un elevado coste económico

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

Desequilibrios macroeconómicos en Europa periférica (*six pack*)

Índice. Unidades en desviaciones típicas respecto a la media de la zona euro (media zona euro = 0)

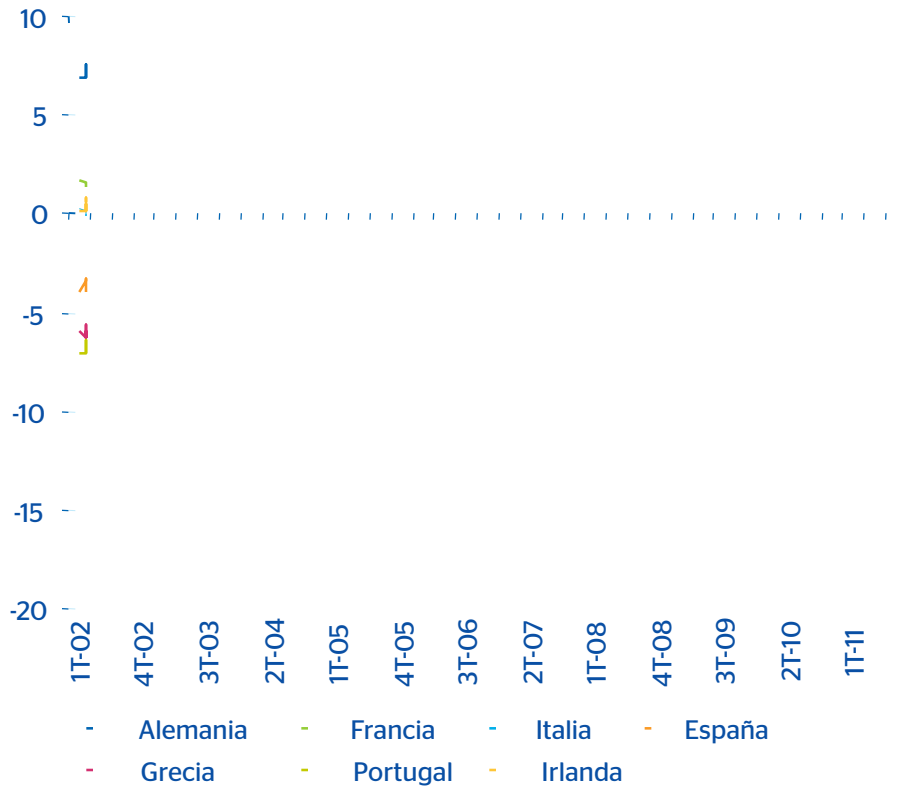
Fuente: BBVA Research, Eurostat y Haver



¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

Balanza por cuenta corriente (% de PIB)

Fuente: BBVA Research con datos de fuentes nacionales



Progresiva y persistente disparidad en la cuenta corriente de sus países miembros

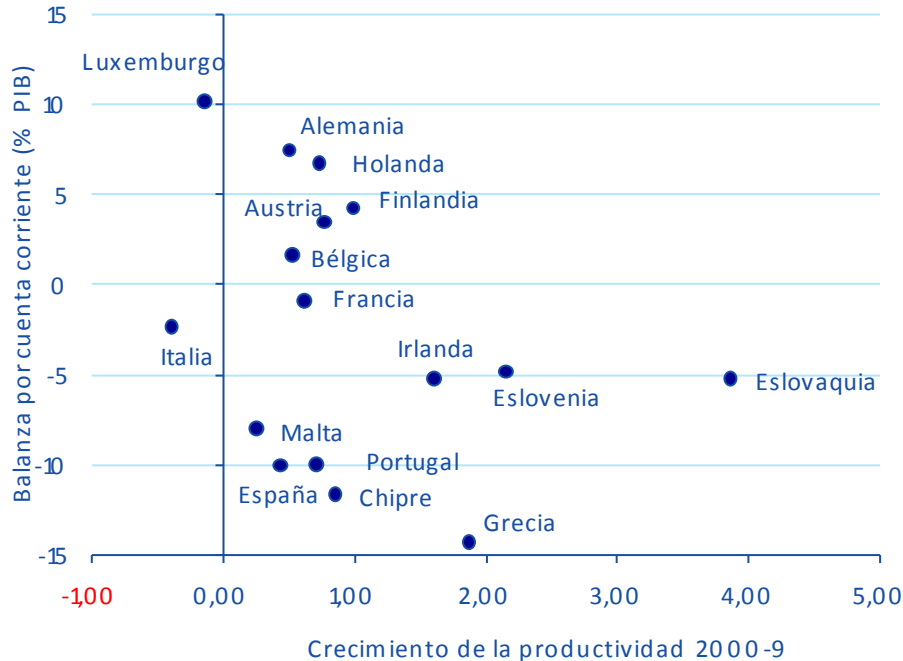
Una asignación del ahorro que se consideraba óptima (“consenting adults”, Obstfeld, 2012) ...

... y que dio lugar a un *sudden stop*

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

Balanza por cuenta corriente y crecimiento de la productividad

Fuente: BBVA Research con datos de fuentes nacionales



Ausencia de correlación entre el déficit exterior y el crecimiento de la productividad

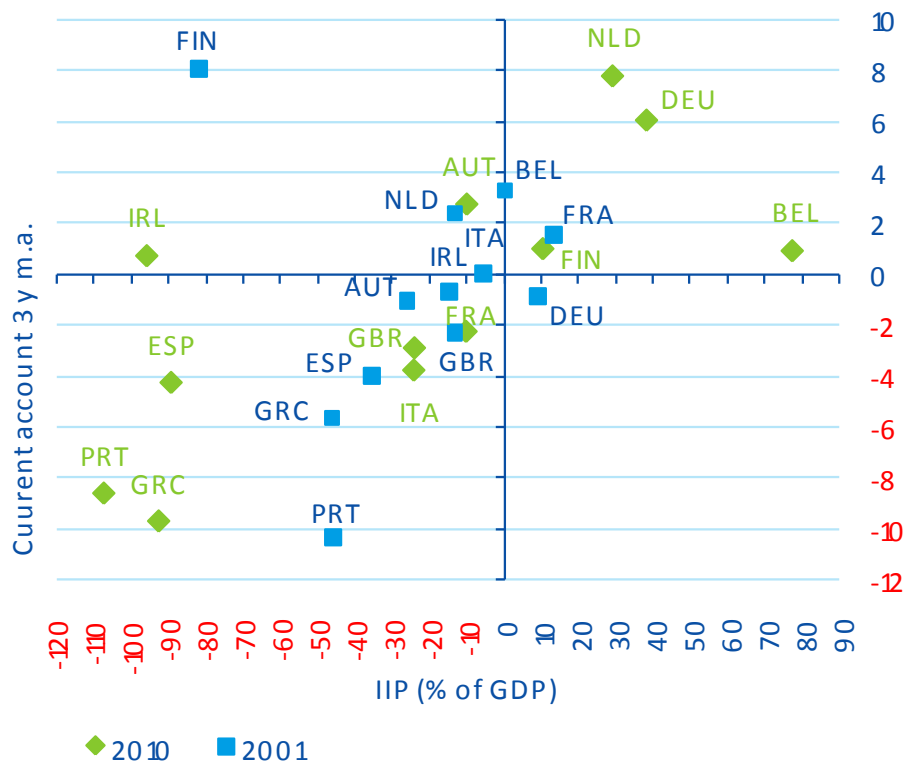
En unos países fue la caída del ahorro y en otros el exceso de inversión ...

... con predominio de la financiación bancaria.

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

Balanza por cuenta corriente y posición internacional neta

Fuente: BBVA Research en base a Eurostat



Persistencia del desequilibrio en la balanza por cuenta corriente

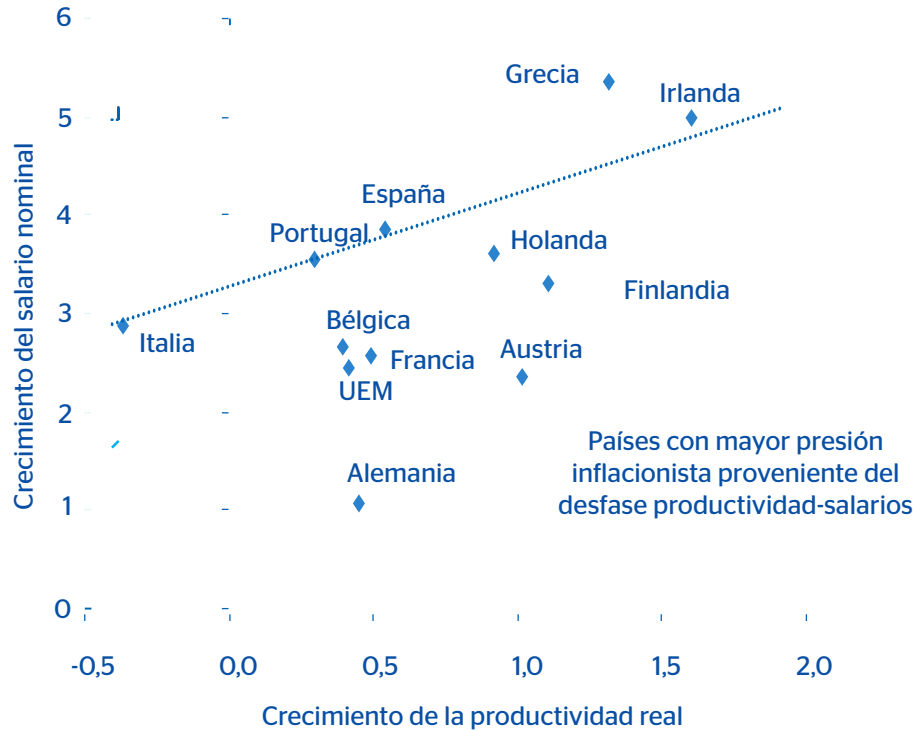
El balance ahorro/inversión no respondía al volumen de la posición exterior neta acumulada

Elevados niveles de deuda neta en países con Grecia, Irlanda, Portugal o España

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

Crecimiento de los salarios nominales y de la productividad real

Fuente: BBVA Research en base a Eurostat



Los mecanismos de mercado no han funcionado para corregir estos desequilibrios

Financiación externa: producción de no comerciables y aumento de los costes laborales

Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

Capacidad estructural en las economías desarrolladas

Fuente: FMI y BBVA Research

	Liberal Market Economies			Coordinated Market Economies									Mixed market Economies				Avge.
Medium Term	UK	USA	IRL	GER	FRA	NLD	BEL	AUT	FIN	DEN	SWE	JAP	SPA	ITA	POR	GRE	
Labour market	1	1	1	2	3	2	2	2	1	1	2	1	3	3	3	3	1.9
Corporate regulations	1	1	1	2	2	1	3	2	2	1	1	2	3	2	2	3	1.8
Network regulations	1	1	3	1	2	1	1	1	2	1	1	2	1	2	2	3	1.6
Retail	1	1	1	1	2	1	3	3	2	2	1	1	2	2	2	3	1.8
Professional services	1	1	1	3	2	1	2	2	1	1	1	1	2	3	2	3	1.7
Long term																	
Institutions and contracts	1	2	2	1	2	1	2	1	1	1	2	2	2	3	3	3	1.8
Human capital	2	2	1	2	2	1	1	2	1	1	1	1	3	3	3	3	1.8
Infraestructure	1	1	3	1	1	1	2	2	2	1	1	1	1	3	2	3	1.6
Innovation	1	1	2	1	1	1	1	2	2	1	1	1	3	2	3	3	1.6
Average	1.1	1.3	1.7	1.6	1.9	1.1	1.9	1.9	1.6	1.1	1.2	1.3	2.2	2.6	2.4	3.0	1.7

Índice

Sección 1

De la Gran Moderación a la Gran Recesión

Sección 2

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

Sección 3

¿Dónde estamos y a dónde vamos? Una estrategia de recuperación a corto y medio plazo

Sección 4

¿Hacia dónde vamos? Una estrategia de recuperación a corto y medio plazo

Sección 5

Conclusiones

Una estrategia de recuperación a corto y medio plazo

1. Una hoja de ruta a una UEM genuina: unión bancaria, fiscal, económica y política

2. Corrección de los desequilibrios en una Europa muy heterogénea: reestructuración cuando sea imprescindible

3. Equilibrio entre el crecimiento y la austeridad: foco en los déficits estructurales como propone el Tratado de Estabilidad

Objetivo a corto plazo: para evitar el riesgo de un círculo vicioso de austeridad a la recesión y las dudas sobre la solvencia de la deuda soberana

Una hoja de ruta hacia una UEM más genuina



Esta solución tiene beneficios pero también costes elevados -> proceso largo y tortuoso

Problema 1: ¿Cómo distribuir los costes de la solución en el corto plazo entre los miembros?



Problema 2: ¿Cómo diseñar una solución consistente en el tiempo y las condiciones para llevarlo a cabo?

J. Andrés and R. Doménech (2012): "The solution to the Euro crisis: Back From the Future". Vox EU.

El BCE permite ganar tiempo hacia la unión bancaria

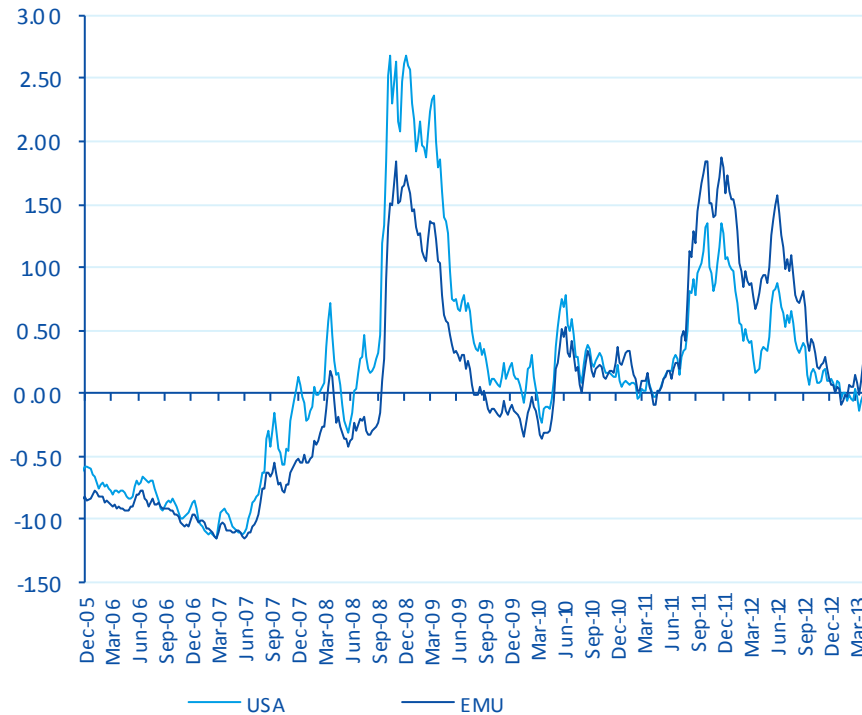
OMT: programa
de compras de deuda
soberana

- Sólo después de la solicitud oficial de apoyo al ESM
- Implica condicionalidad
- Compras ilimitadas de deuda soberana en mercados secundarios
- Bonos a 1-3 años
- Posibilidad de que ESM compre en mercado primario
- Diseñado para evitar que los países pierdan acceso a los mercados
- ESM renuncia al status preferente

El BCE permite ganar tiempo hacia la unión bancaria

Financial Stress Index

Source: BBVA Research



Los flujos de capital vuelven a Europa, no sólo a los mercados de deuda pública, también para emisiones privadas

En segundo rescate griego: un movimiento decisivo para evitar el riesgo de ruptura del euro

Las tensiones financieras disminuyeron a pesar de los eventos de riesgo en Chipre, Portugal e Italia

Unión bancaria (I): los beneficios

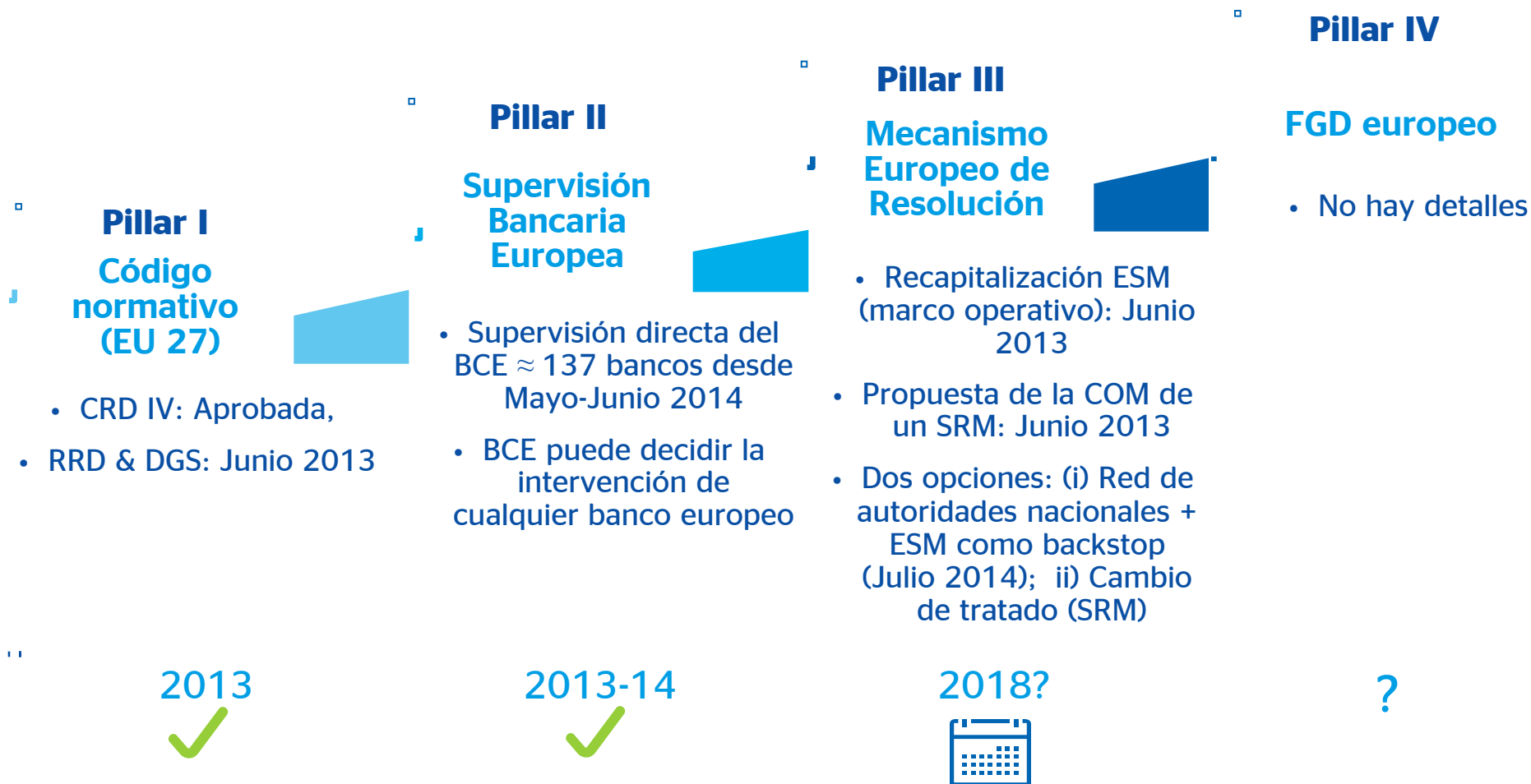
Supervisión única con la que reducir la fragmentación financiera y restaurar mercado interbancario

Un sistema único de resolución con la participación del sector privado incentiva a Alemania a mutualizar parte de los fondos de resolución

La unión bancaria ayuda a romper la correlación entre el riesgo bancario y el soberano

Convergencia en los costes de financiación e incentivos para creación de bancos transeuropeos

Unión bancaria (II): calendario previsto



Unión bancaria (III): situación actual

El problema radica en la transición: supervisión europea con un backstop europeo cuando los nacionales no sean suficientes

El fundamento jurídico es débil
Puede ser necesaria una reforma del Tratado

Implica un cambio profundo en la cultura de supervisión: una transición gradual

Serán necesarios cambios adicionales para disociar el riesgo soberano y bancario

Unión fiscal: se pospone al futuro

Situación actual

En la cumbre de diciembre, todos se centran en la unión bancaria.
El avance hacia una unión fiscal se ha retrasado

El "Tratado de Estabilidad" y el "Six Pack" parecen ser suficientes por ahora

La clave está un acuerdo entre Alemania (aceptar mutualización) y Francia (aceptar el control adicional de la UE de los presupuestos nacionales)

Mutualización deuda pública

Ni necesaria ni suficiente, pero conveniente como mecanismo de seguro

1. Bonos azules / rojos para mantener la disciplina de mercado
2. Euroletras (mutualizar sólo una parte de la deuda a corto plazo)
3. Fondo de Redención de la Deuda (propuesto por institutos alemanes): seguro temporal de la deuda por encima del 60% del PIB

Six Pack: refuerza el PEC con vigilancia macroeconómica

Desequilibrios externos	Current account balance (% GDP, 3-year moving avg)	-4% to +6%
	Net international investment position (% GDP)	-35%
Competitividad	Export market shares (5 year % change)	-6%
	Nominal unit labour cost in value (3 year % change)	+9%
	Real effective exchange rate, CPI based (3 year % change)	+/- 5%
Desequilibrios sector privado	Private sector debt (% GDP)	160%
	Private sector credit flow (% GDP)	15%
Otros	Real house prices, consumption deflator based (growth)	6%
	General government sector debt (% GDP)	60%
	Unemployment rate (3 year moving average)	10%

Índice

Sección 1

De la Gran Moderación a la Gran Recesión

Sección 2

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

Sección 3

¿Dónde estamos ahora y a dónde vamos? Una estrategia de recuperación a corto y medio plazo

Sección 4

¿Hacia dónde vamos? Una estrategia de crecimiento a largo plazo

Sección 5

Conclusiones

Una estrategia de crecimiento a largo plazo

Convergencia en renta per cápita

La unión bancaria y fiscal no asegura la convergencia económica

Los beneficios de la UE deben ir más allá de la integración bancaria y fiscal

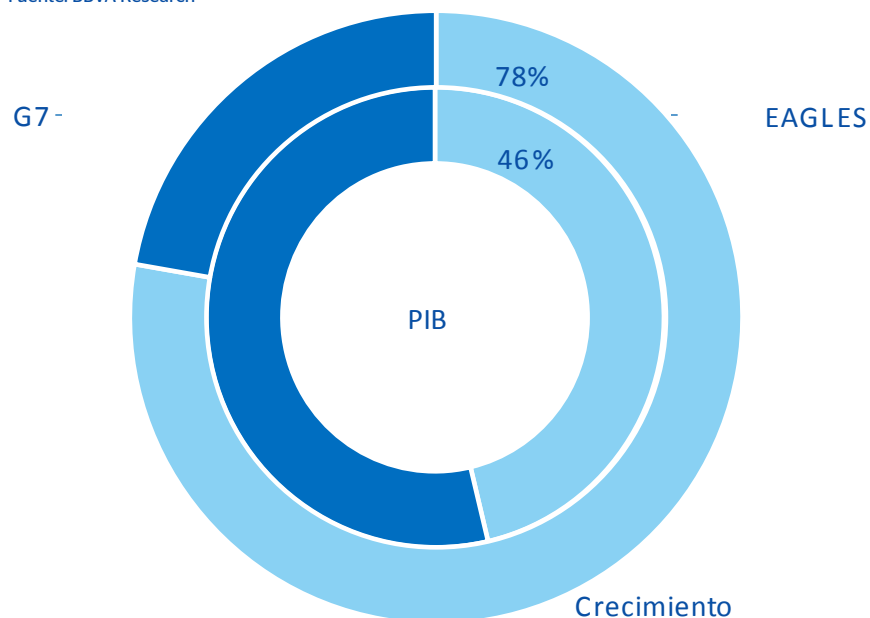
Es necesario facilitar la convergencia de los determinantes del crecimiento económico

Más allá de agenda 2020: un proceso que llevará décadas

Una estrategia de crecimiento a largo plazo

Contribución actual al PIB y contribución al crecimiento en la próxima década

Fuente: BBVA Research



La posición relativa en la economía mundial

La economías desarrolladas tienen una posición actual superior a la que van a tener en el futuro

Los EAGLES representan el 46% del PIB conjunto con el G7 ...

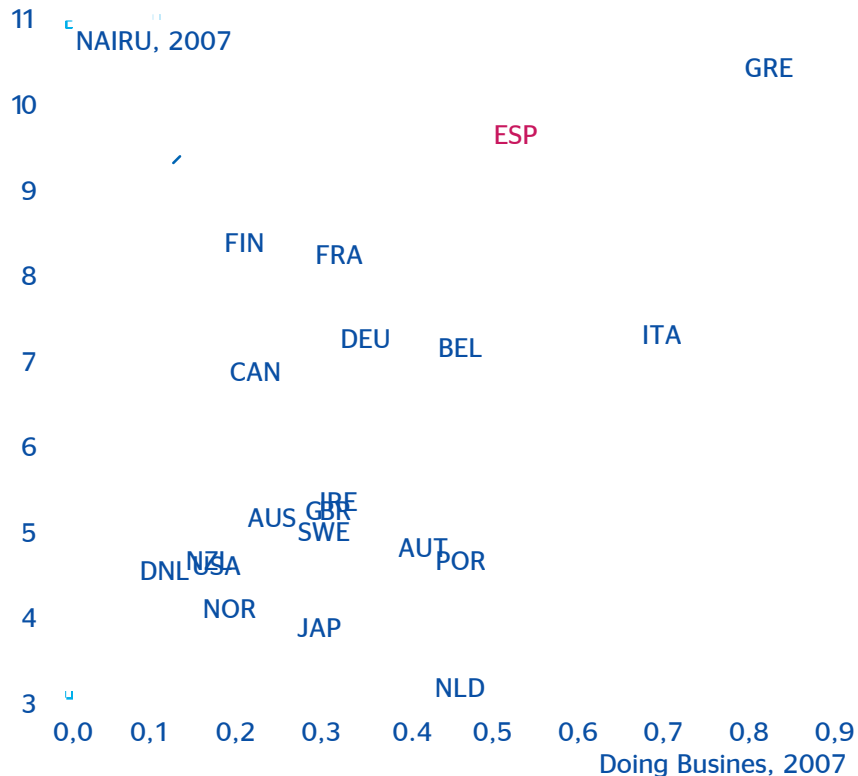
... pero van suponer el 78% de todo el crecimiento durante la próxima década

Algunas economías (Corea) ya ha superado la renta per cápita de países como España

Una estrategia de crecimiento a largo plazo

Doing Business and desempleo estructural

5Fuente: BBVA Research based on OECD and Doing Business



Las instituciones son cruciales para el crecimiento a largo plazo (e.g., Acemoglu y Robinson, 2012)

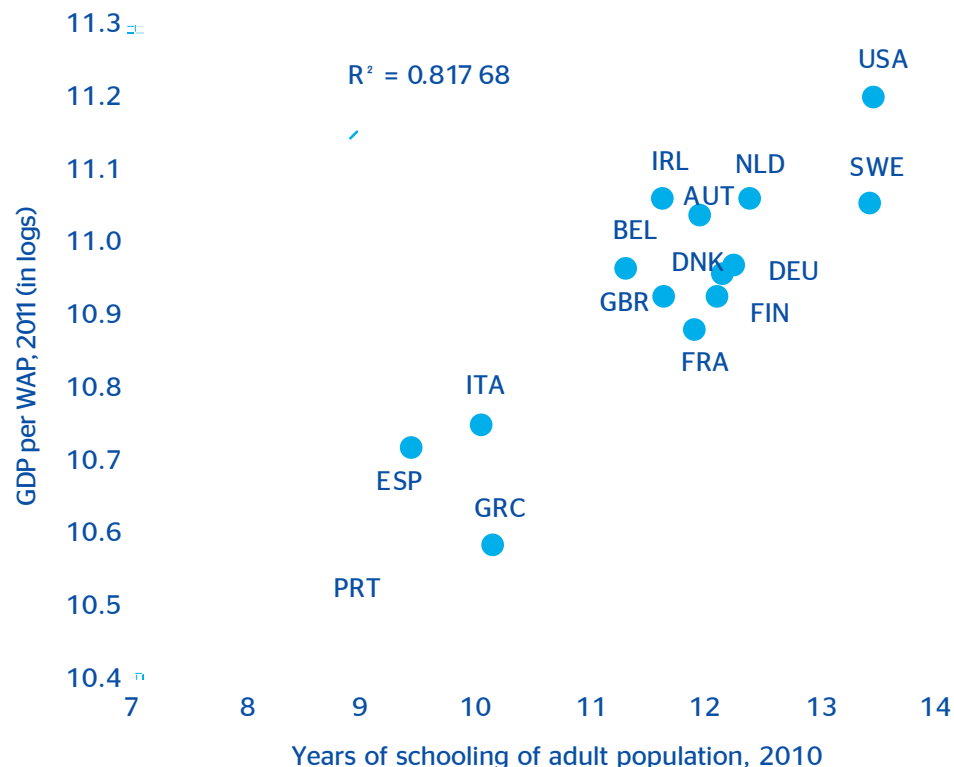
Enormes diferencias entre los países europeos

Interacción con otros determinantes del crecimiento a largo plazo

Una estrategia de crecimiento a largo plazo

Años de escolarización y PIB per cápita

Fuente: de la Fuente and Doménech (2012)



El capital humano es uno de los principales determinantes del PIB por persona en edad de trabajar y de otras variables (U, I+D+i, etc.)

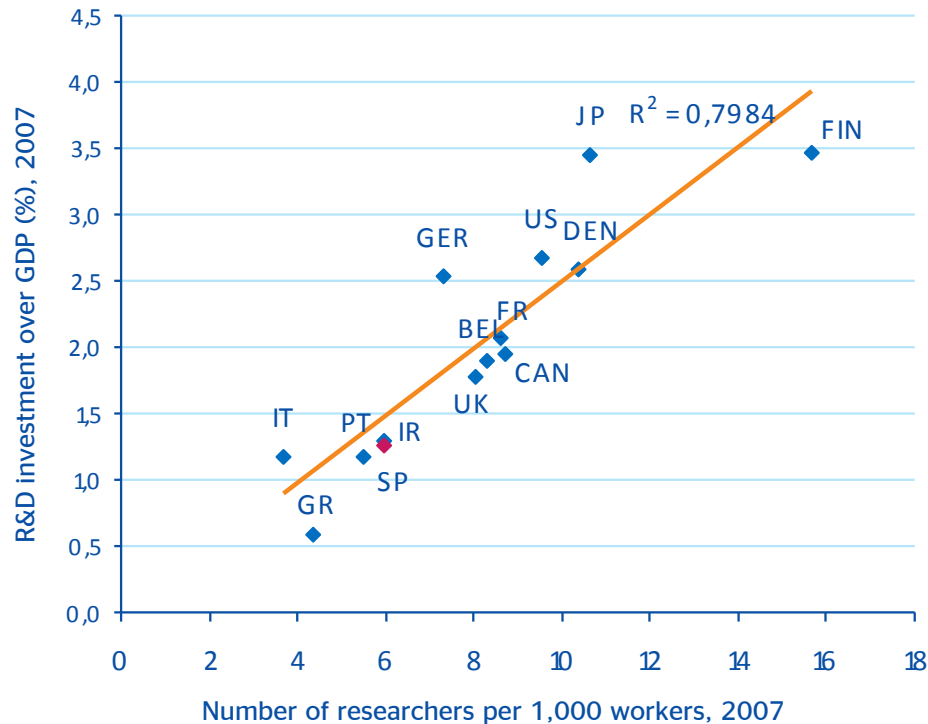
Enormes diferencias entre los países europeos

Aumentar el capital humano en algunos países va a ser un proceso muy lento (demografía) -> *on-the-job training* (reforma del mercado de trabajo y FP)

Una estrategia de crecimiento a largo plazo

Capital humano e I+D

Fuente: BBVA Research en base a OCDE



El capital humano y las actividades de I+D+i están íntimamente ligadas: el capital humano es el factor de producción básico en las actividades de I+D+i

De nuevo, enormes diferencias entre los países europeos

Coordinación de las políticas nacionales y europeas

Índice

Sección 1

De la Gran Moderación a la Gran Recesión

Sección 2

¿Dónde hemos llegado a estar y por qué?

Sección 3

¿Dónde estamos ahora y a dónde vamos? Una estrategia de recuperación a corto y medio plazo

Sección 4

¿Hacia dónde vamos? Una estrategia de crecimiento a largo plazo

Sección 5

Conclusiones

Conclusiones

- 1 Excesiva complacencia de los mercados, agentes, instituciones y gobiernos al interpretar los **desequilibrios generados durante el periodo de expansión**.
- 2 Los **mercados sobrerreaccionan**, son procíclicos y por sí solos no generan mecanismos de disciplina adecuados a corto y medio plazo.
- 3 La expansión y la crisis han generado **importantes desequilibrios que van a ser una pesada losa durante muchos años** en muchas economías europeas.
- 4 **Mayor integración financiera, fiscal y económica** para propiciar un crecimiento equilibrado.
- 5 La solución pasa por las **reformas estructurales e institucionales (nacionales y europeas)** para acelerar la salida de la crisis y asegurar un mayor bienestar a largo plazo en una economía global más competitiva.

Referencias bibliográficas

Andrés, J. y R. Doménech (2012): “El Futuro del Euro tras la Gran Recesión”. Libro Marrón, Círculo de Empresarios.

<http://www.circulodeempresarios.org/es/publicaciones/libro-marron/el-futuro-del-euro-libro-marron-2012>

Andrés, J. y R. Doménech (2012): “A Solution to the Euro Debt Crisis: Back From the Future” Vox EU, June 26.

<http://www.voxeu.org/article/back-future-solution-eurozone-crisis>

Cavallo, D. y J. Cottani (2010): “Making fiscal consolidation work in Greece, Portugal, And Spain: Some lessons from Argentina”.

<http://www.voxeu.org/article/greece-portugal-and-spain-lessons-argentina>

Lane, P. (2012): “The European Sovereign Debt Crisis”. *Journal of Economic Perspectives*, 26(3), 49-68.

Ramos -Francia, M.; A. M. Aguilar-Argaez, S. Garcia-Verdu y G. Cuadra (2013): “Heading into Trouble: A Comparison of the Latin American Crises and the Euro Area’s Current Crisis”. *Monetaria*, 2013, vol. XXXV, issue 1, pages 87-165.

<http://www.cemla.org/PDF/monetaria/PUB-MON-I-01.pdf>

Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff (2009): *This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises*, Princeton University Press.

Sargent, T. (2012): “United States Then, Europe Now”. *Journal of Political Economy*, Vol. 120, No. 1 (February 2012), 1-40.

http://www.wcfia.harvard.edu/sites/default/files/Sargent_Sweden_final.pdf

Shambaugh, J. (2012): “The Euro’s Three Crises.” *Brookings Papers on Economic Activity*. Spring, 157-211.

http://www.brookings.edu/~media/Projects/BPEA/Spring%202012/2012a_Shambaugh.pdf

La crisis en la Unión Europea

Rafael Doménech

**Experiencias y Enseñanzas de las Crisis Económicas:
Europa y América Latina**

Cursos de Verano Complutense

Madrid, 16 de julio de 2013