



# Entorno económico internacional y la posición de la vieja Europa.

**Cecilio Tamarit**

Grupo de Investigación en Integración Económica (Inteco). Universitat de València.



# Índice de la presentación

1. **Etiología:** desequilibrios y crisis financieras como mecanismo de caracterización de la actual crisis económica y financiera.
2. **Diagnóstico y terapia de choque:** medidas macroeconómicas
  - monetarias (liquidez y solvencia)
  - fiscales
3. **Prognosis y rehabilitación:**
  - Reformas estructurales
  - Reformas para la supervisión bancaria y financiera: "eliminando la materia oscura".
  - Reformas del SMI: "sin orden ni concierto"
  - Reforma del Euro
4. **Conclusiones**



# 1. Etiología: desequilibrios y crisis financieras como mecanismo de caracterización de la actual crisis económica y financiera.

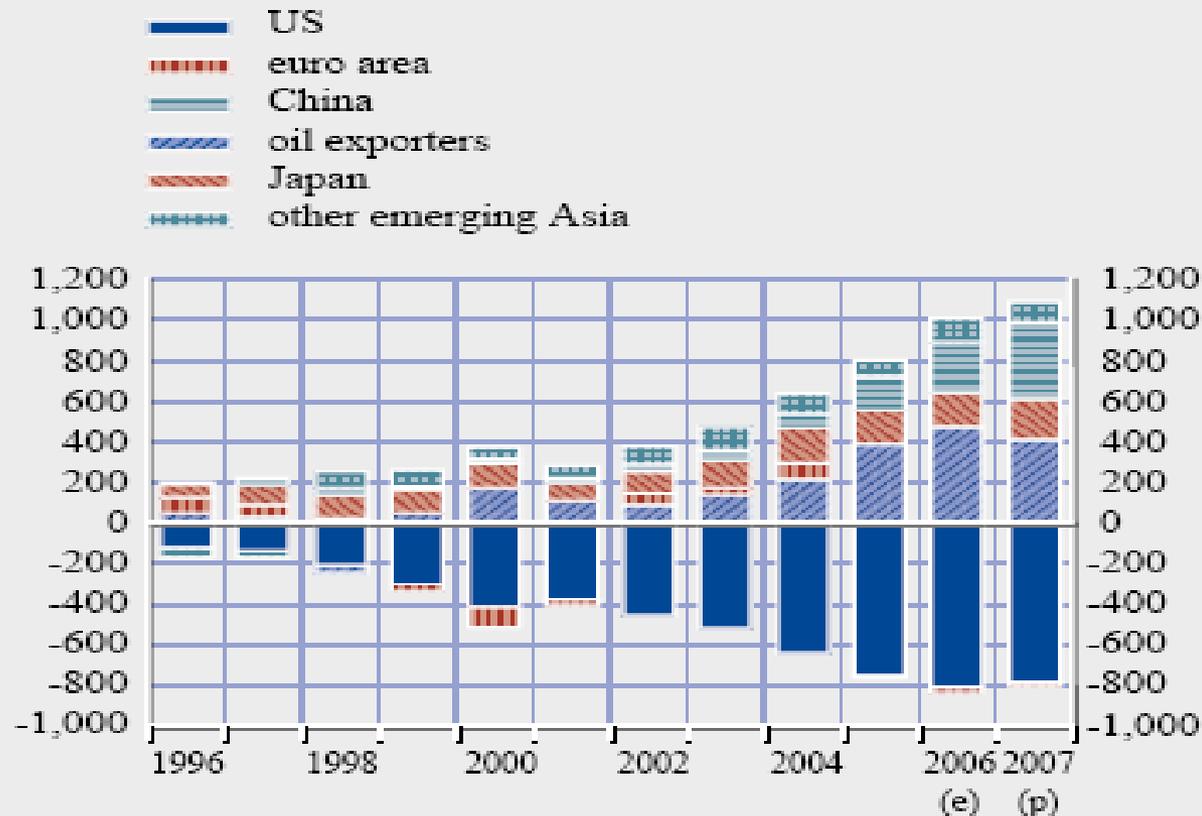
- El ***origen de la actual crisis económica mundial*** está en la necesidad de corregir los desequilibrios macroeconómicos generados desde mediados de 90s y agudizados desde 2002.
  - Estos desequilibrios pueden valorarse por la *magnitud de los déficit y superávit por cuenta corriente*: tendencia al incremento de los desequilibrios en cuenta corriente.
  - Asimismo, se produce un ***cambio estructural en la distribución de los recursos financieros*** mundiales.
  - *Una parte significativa de los recursos se ha dirigido desde países en desarrollo (elevados superávit) hacia economías maduras (déficit crecientes).*
  - El crecimiento de economías emergentes como China (BRICs) ha generado recursos financieros difíciles de invertir en sus propios países.
    - Para que una inversión tenga éxito no solo se necesita capital, también tecnología, un entorno institucional favorable (derechos de propiedad, seguridad política y social ...), capacidad de gestión empresarial ...,
    - ... y todo esto escasea en los países en vías de desarrollo, de manera que el capital fluye hacia economías desarrolladas como *USA*.



# 1. Etiología: desequilibrios y crisis financieras como mecanismo de caracterización de la actual crisis económica y financiera.

Chart 1.1 The US current account deficit and its counterparts

(1996 - 2007; USD billions)



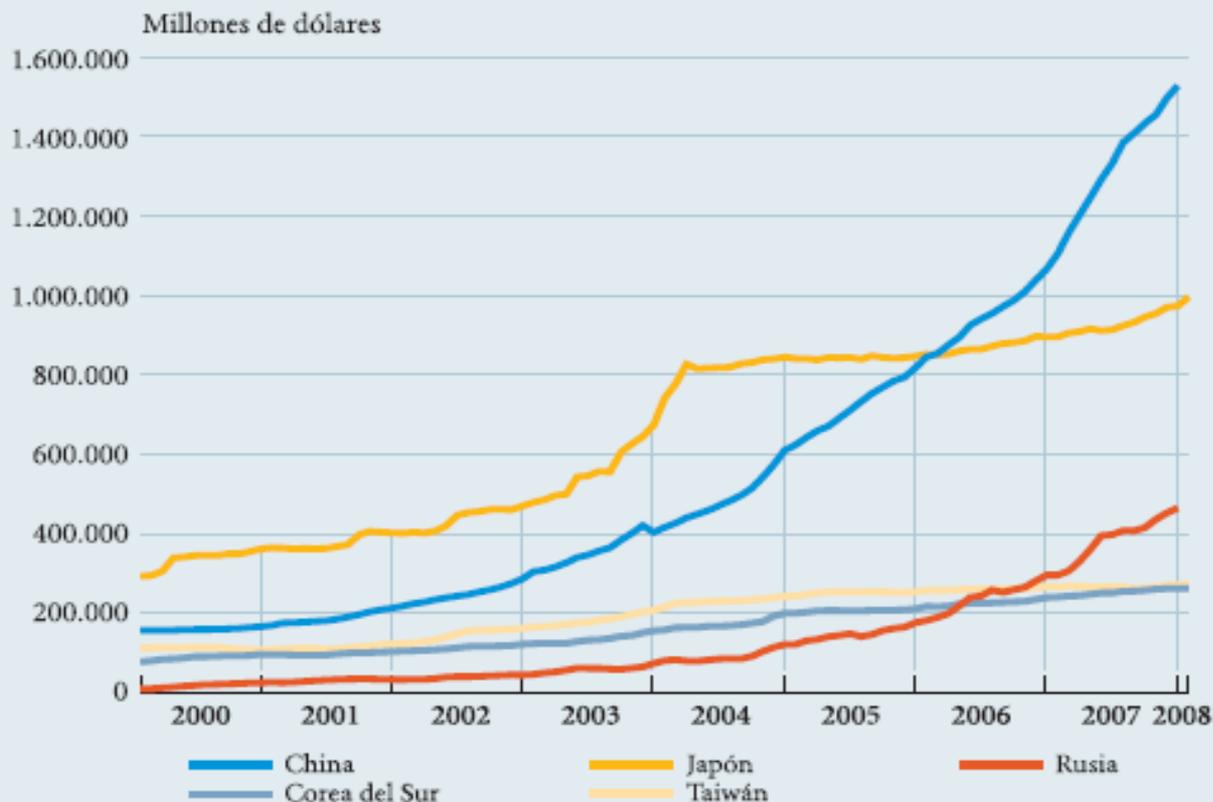
Sources: IMF World Economic Outlook and ECB calculations.



# 1. Etiología: desequilibrios y crisis financieras como mecanismo de caracterización de la actual crisis económica y financiera.

## EL INCREÍBLE AUMENTO DE LAS RESERVAS

Principales tenedores en divisas en bancos centrales



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.



# 1. Etiología: desequilibrios y crisis financieras como mecanismo de caracterización de la actual crisis económica y financiera.

## LOS PRINCIPALES FONDOS SOBERANOS

País	Nombre del fondo	Año de lanzamiento	Valor (*)	% del PIB (**)
Emiratos Árabes Unidos	ADIA	1976	625	521
Noruega	Government Pension Fund Global	1990	322	103
Singapur	GIC	1981	215	169
Kuwait	Kuwait Investment Authority	1953	213	269
China	China Investment Corporation	2007	200	8
Rusia	Stabilisation Fund	2004	128	14
Singapur	Temasek	1974	108	85
Qatar	Qatar Investment Authority	2005	60	185

NOTAS: (\*) Miles de millones de dólares.

(\*\*) 2006.

FUENTES: Standard Chartered y Financial Times.

(1) Joshua Aizenman «Sovereign Wealth Funds: Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization?» Economic Letter 2007-38, 14 de Diciembre de 2007, Federal Reserve Bank of San Francisco.



1. Etiología: desequilibrios y crisis financieras como mecanismo de caracterización de la actual crisis económica y financiera.

**Fondos Soberanos + Inversores Institucionales:**  
carteras diversificadas en activos internacionales buscando **mayor rentabilidad**

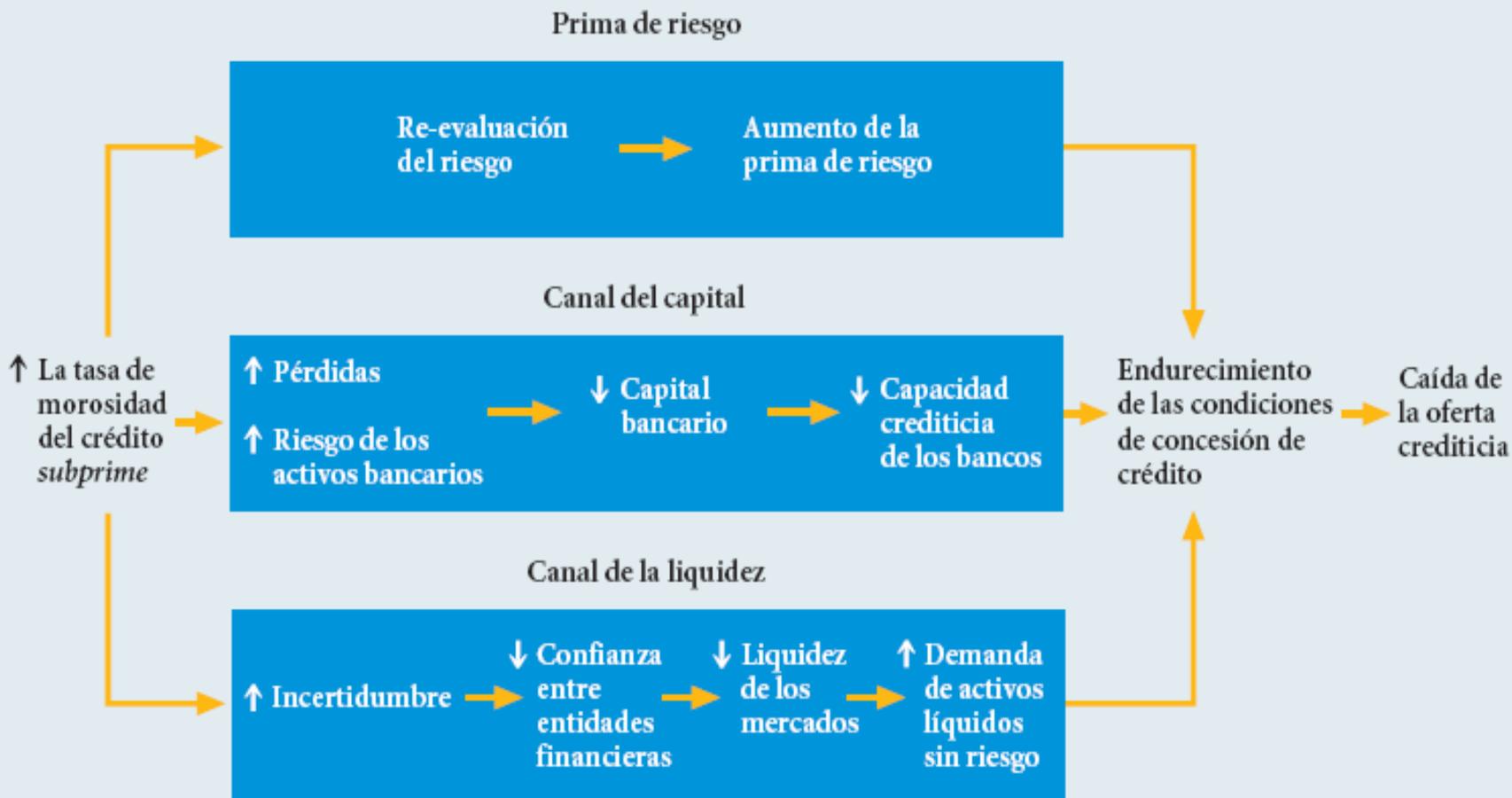
→ **Vulnerabilidad Externa en USA → Riesgo Estabilidad Financiera del Area del €.**

**Dos fuentes** de incertidumbre:

- 1. Efectos secundarios (second round)** derivados del cambio de valor (repricing) del riesgo sobre la economía real.
- 2. A L.P.:desequilibrios persistentes:** ajustes bruscos: salida de K de USA: credit crunch: Recesión en USA.



# 1. Etiología: desequilibrios y crisis financieras como mecanismo de caracterización de la actual crisis económica y financiera.





# 1. Etiología: desequilibrios y crisis financieras como mecanismo de caracterización de la actual crisis económica y financiera.

- ❑ Cuando *se desinfló la burbuja inmobiliaria en USA* y *el precio de la vivienda comenzó a bajar*, dejaron de pagarse muchas hipotecas *subprime*: *se inicia la crisis financiera*.
  - *Cayó el valor de los títulos respaldados por hipotecas* y ya nadie estaba dispuesto a comprarlos y asumir el riesgo. Se genera un *problema de liquidez*.
    - La *FED* concedió nuevas facilidades a los bancos para inyectar liquidez, pero fue insuficiente.
  - *Los bancos que tenían estos títulos en su activo trataron de venderlos*, pero sus precios se hundieron más: *los problemas de liquidez se convierten en problemas de solvencia*.
    - Los activos eran insuficientes para compensar los pasivos bancarios.
  - Simultáneamente, se perdía la confianza entre los agentes financieros provocando una *crisis de confianza*.
    - La quiebra de *Lehman Brothers* desencadenó el pánico mundial y acentuó la *desconfianza en el sistema financiero internacional*, exacerbando la escasez de crédito.
    - *Los préstamos interbancarios se congelaron*.



# 1. Etiología: desequilibrios y crisis financieras como mecanismo de caracterización de la actual crisis económica y financiera.

- ❑ **Credit crunch** y contagio a la economía real: **los bancos recortan drásticamente el crédito** a empresas y hogares.
  - *Las entidades bancarias temen quedarse cortos de fondos para atender la demanda de sus acreedores y para invertir si surgen oportunidades excelentes de inversión.*
  - El recorte del crédito limita las posibilidades de gasto de consumidores e inversores: se reduce el consumo y la inversión y se **limita el crecimiento económico**.
  
- ❑ **¿Qué hacer?** Existen tres *posibilidades*:
  1. Las autoridades pueden comprar activos ilíquidos (tóxicos) y proveer liquidez a las entidades bancarias.
    - El problema principal es la valoración de los activos tóxicos.
  2. Recapitalizar los bancos viables y fusionar o cerrar los que no tienen futuro.
    - En este caso, se plantean problemas políticos y jurídicos.
  3. Una *mezcla de las dos posibilidades anteriores* que sea políticamente viable y jurídicamente defendible.



1. Etiología: desequilibrios y crisis financieras como mecanismo de caracterización de la actual crisis económica y financiera.

¿Quiénes han sido **los países más beneficiados** de la UME?  
Los **convergentes**: (P, I, G, Sp, e Ir), que de forma colateral presentan “**desequilibrios temporales**”.

Dos teorías:

1. Teoría **crecimiento neoclásica** (diferenciales de productividad + mov. K) -> des. C/C temporales -> convergencia.

2. **Modelos Intertemporales** : Integración -> expectativas  $\Delta$  rentas y reduce el coste de financiación (precio relativo consumo futuro/presente) -> def. C/C



## 1. Etiología: desequilibrios y crisis financieras como mecanismo de caracterización de la actual crisis económica y financiera.

Si los **déficits son persistentes** y de gran tamaño → Problema → dos motivos:

**1. Sobrerreacción** de los agentes → **ajuste** de expectativas y planes de consumo e inversión a sendas sostenibles:

- Gradual: aterrizaje suave.
- Intensa: ante perturbaciones (por ej. endurecimiento condiciones crediticias o restricciones de oferta).

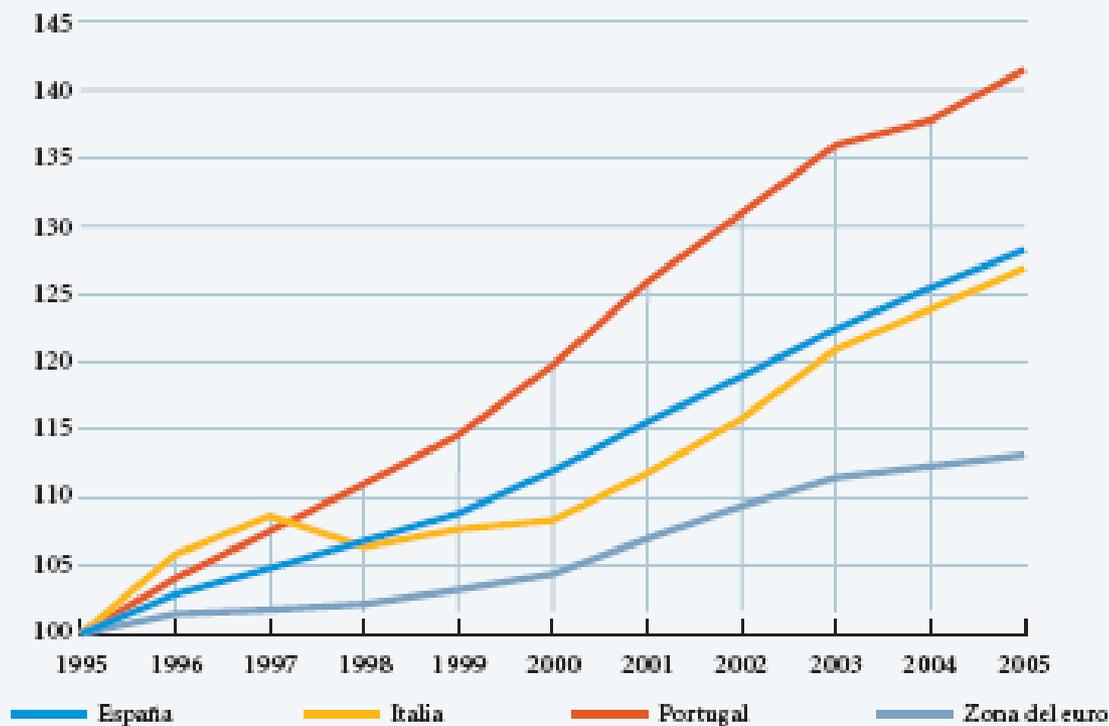
**2. Problemas de ajuste** en el proceso de integración: deterioro de la **competitividad** más allá de los diferenciales de crecimiento



# 1. Etiología: desequilibrios y crisis financieras como mecanismo de caracterización de la actual crisis económica y financiera.

## TRES PAÍSES CON PROBLEMAS DE COMPETITIVIDAD EXTERIOR

Índice de costes laborales unitarios nominales (1995 = 100)



FUENTES: Comisión Europea y elaboración propia.



1. Etiología: desequilibrios y crisis financieras como mecanismo de caracterización de la actual crisis económica y financiera.

## **Dos casos de estudio: Portugal y España.**

### **Portugal: decepción (Blanchard, 06):**

- i a largo plazo 11.6% (95) a 3.7% (05)
- Peso del sector construcción elevado (no comercializables: baja productividad).
- Alto endeudamiento sector privado.
- Déficit Público: 6%.
- CLU aumento 25% (95-05) frente 7% en la UE → pérdida competitividad.
- Déficit C/C: 10%

**Resultado: PIB 3.8 (95-01) a 0.3 (02-07): estancada.**



# 1. Etiología: desequilibrios y crisis financieras como mecanismo de caracterización de la actual crisis económica y financiera.

**España (97-05):** crec. PIB del 3.8% media anual.

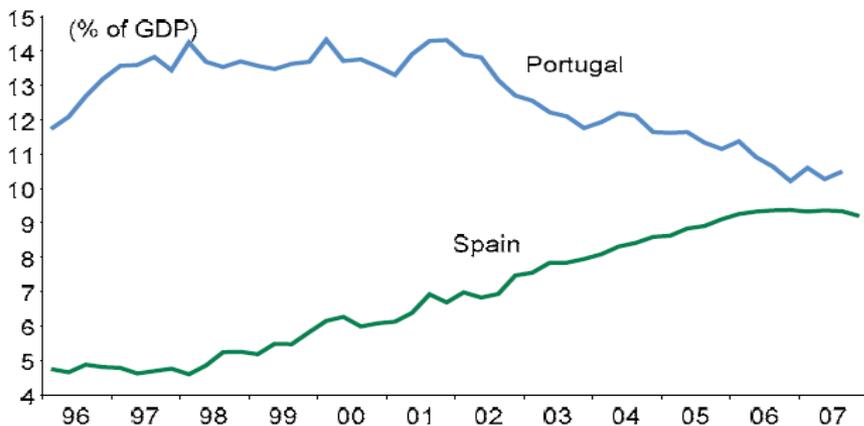
Explicaciones:

- CLU moderado ?
- Mix sectorial (construcción + turismo): no comerciables: la competitividad-precio no es tan importante ? No porque → Def. C/C aumentando.
- Elemento diferencial: Rigor presupuestario que ha permitido seguir financiando un crecimiento basado en la DEMANDA INTERNA.

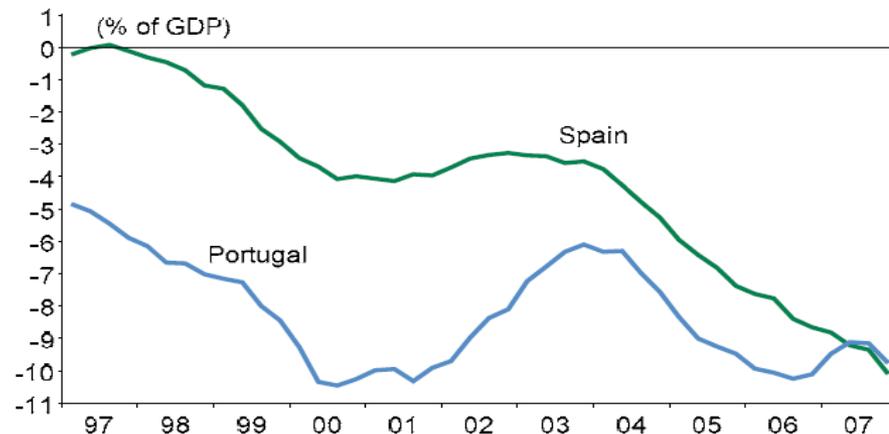


# 1. Etiología: desequilibrios y crisis financieras como mecanismo de caracterización de la actual crisis económica y financiera.

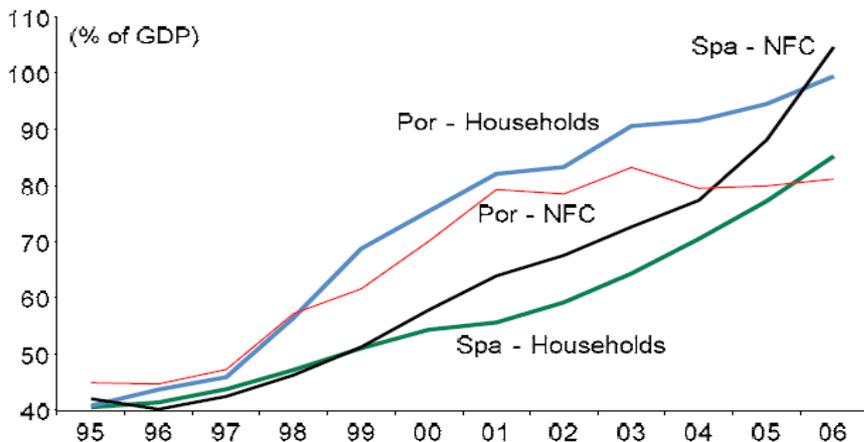
### Chart B1: Housing Investment



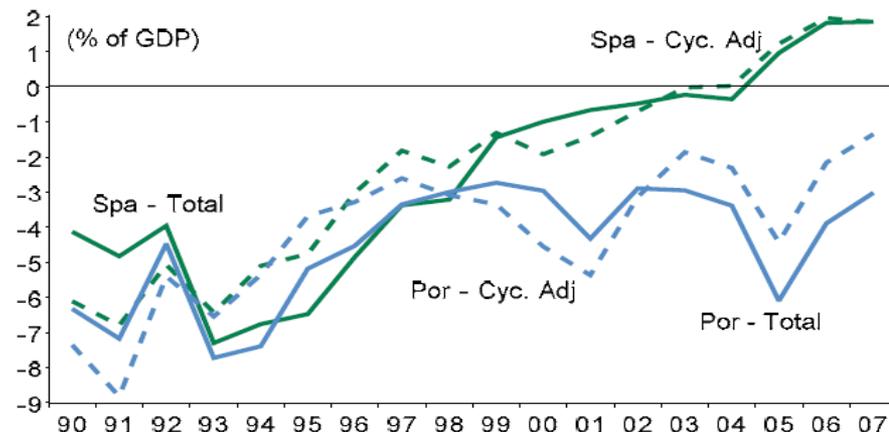
### Chart B2: Current Accounts



### Chart B3: Debt Levels



### Chart B4: Public Finances





1. Etiología: desequilibrios y crisis financieras como mecanismo de caracterización de la actual crisis económica y financiera.

## **Elemento diferencial** entre España y Portugal → **rigor presupuestario**

- Portugal dobla el déficit de 1998
- España: 7 ejercicios de consolidación presupuestaria desde 2000 →
  - El S exterior va al sector privado (+ eficiente).
  - La prima de riesgo-país es inferior.
  - Crowding-in: ↓ Déf. → expectativas ↓ presión fiscal  
→ ↑I → ↑PIB → ↑ empleo.

Las expectativas se fijan principalmente por la seriedad y rigor de las finanzas públicas.

**Resultado: financiación exterior sostenida del déficit C/C**



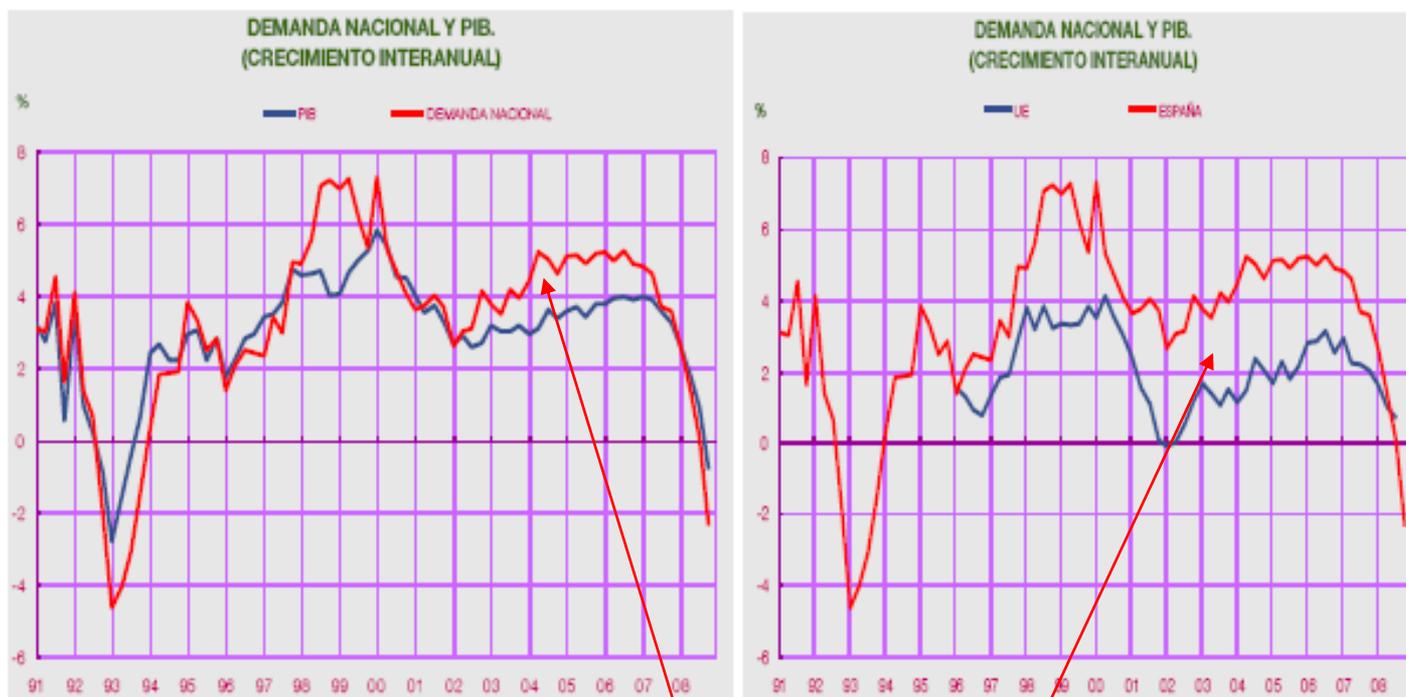
## 1. Etiología: desequilibrios y crisis financieras como mecanismo de caracterización de la actual crisis económica y financiera.

- ❑ Como resultado de la incapacidad de la oferta para responder a la expansión de la demanda interna se ha debido **recurrir a la financiación exterior para mantener el alto nivel de consumo e inversión.**
- ❑ El recurso al exterior se refleja en la **creciente necesidad de financiación** de la economía española.
  - En I-2008, la necesidad de financiación superó el 11% del *PIB*.
- ❑ **El endeudamiento neto de la economía española ha aumentado** de manera notable desde 2000, especialmente las familias y empresas.
  - Se ha pasado de una deuda neta de 160.000 millones de euros a 505.500 a finales de 2005 y a 867.500 millones en el III-2008.
- ❑ El desequilibrio exterior empezó a contenerse hacia 2007, de manera que se podía prever una corrección suave y duradera, pero **la crisis financiera internacional ha precipitado un ajuste drástico.**

# 1. Etiología: desequilibrios y crisis financieras como mecanismo de caracterización de la actual crisis económica y financiera.

- *Evolución de la Demanda Interna en España, 1991-2008.*

GRÁFICO 1

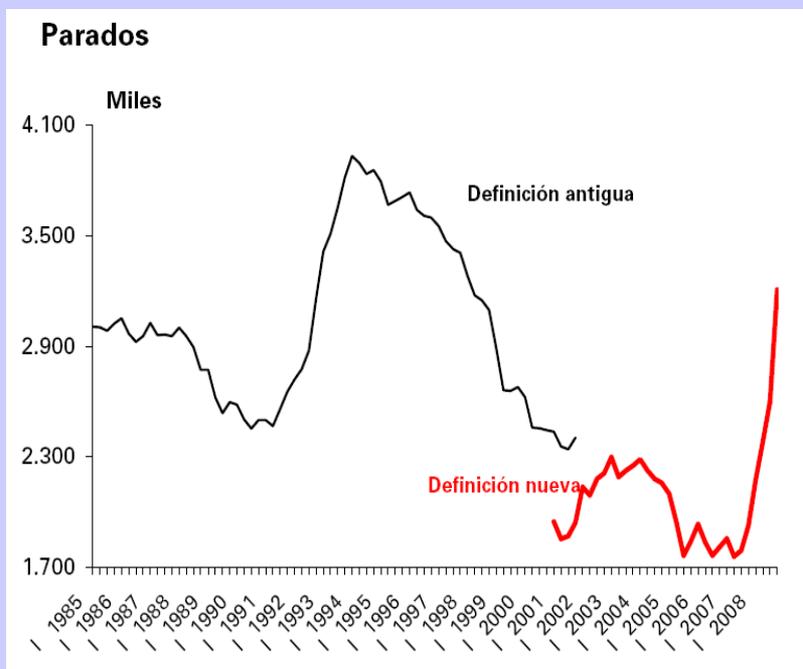


**Desde el año 2002 la Demanda Interna ha crecido en España significativamente por encima del crecimiento del PIB. Asimismo, la Demanda Interna en España crece más que en la UE.**



# 1. Etiología: desequilibrios y crisis financieras como mecanismo de caracterización de la actual crisis económica y financiera.

## □ Evolución del número de desempleados y de la tasa de paro (EPA), 1985-2008.





## 2. Diagnosis: Medidas a corto y medio plazo.

En 2008 la **economía del área del euro entra en recesión**

→ segunda mitad del 2008 se intensifica la crisis financiera:

- endurecimiento de las condiciones financieras
- pérdida de confianza
- debilitamiento del entorno exterior
- Reducción de la inflación por debajo del objetivo del BCE: peligro de deflación.

Comisión: “la **recesión más profunda desde la creación de la UE**” → Plan Europeo de Recuperación Económica-PERE (Dic. 08): coordinar Planes nacionales.

Previsiones de primavera 09: “Green shoots” en mercados emergentes y posible recuperación para 2010.



## 2. Diagnosis: Medidas a corto y medio plazo.

- ❑ **¿Cuáles son los retos a corto para la economía europea?**
- ❑ El reto prioritario es **mantener la liquidez y la solvencia del sistema financiero.**
- ❑ **¿Cuál es el papel de las políticas macroeconómicas?**
  - Existe un gran consenso sobre la necesidad de articular políticas económicas expansivas (USA; G20; UE).
    - **Política monetaria:** reducir al mínimo los tipos de interés e inyectar dinero masivamente para evitar una contracción de la economía de una magnitud socialmente inaceptable.
      - Medidas previas de aumento de la liquidez (desde verano 07) sin reducir los  $i$  para estabilizar expectativas de inflación (críticas frente a la Fed o al Banco de Inglaterra).
      - A partir de octubre 09 el BCE ha bajado los tipos en la eurozona hasta el 1% en mayo 09



## 2. Diagnosis: Medidas a corto y medio plazo.

### **Política Fiscal. Medidas excepcionales para:**

- Estabilizar mercados financieros
- Suavizar deterioro de la actividad
- Restablecer confianza

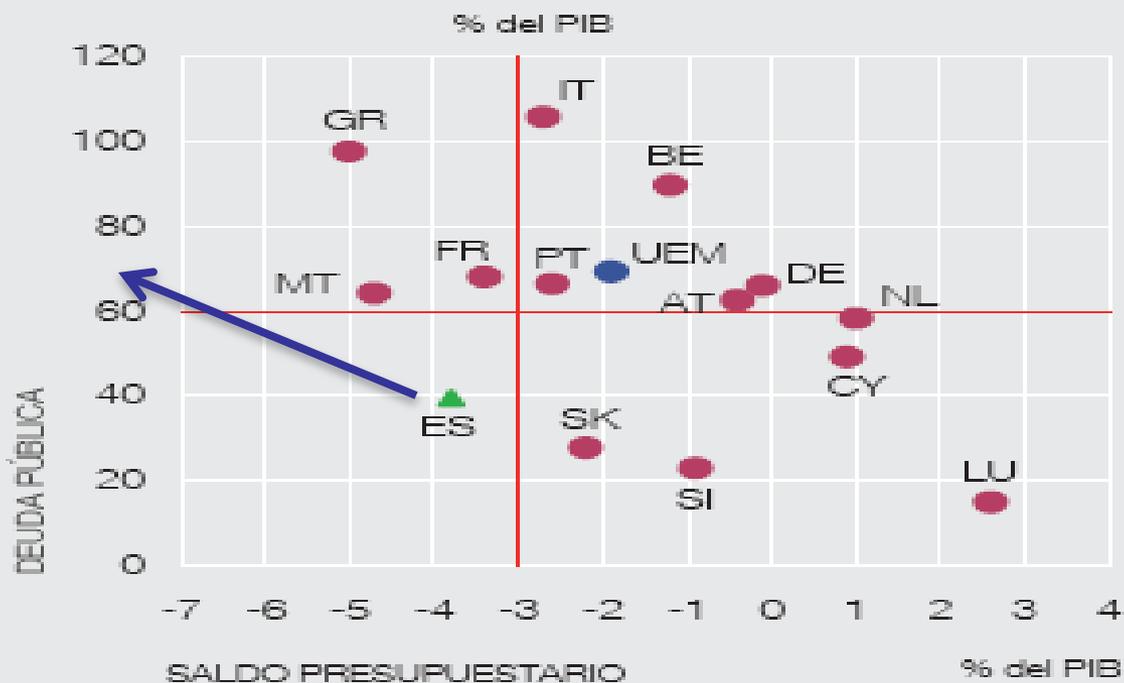
### **Medidas:**

- Plan Europeo de Recuperación Económica (PERE).
- Planes de Apoyo al sistema financiero para evitar el colapso de entidades sistémicas:(Ecofin, oct, 08)(\*)
  - Inyecciones de capital público
  - Compra de activos
  - Operaciones de aval (pasivos contingentes = 18% PIB)
- Estabilizadores automáticos.

**Resultado:** aumento del déficit y de la deuda pública (caída de ingresos impositivos ligados al mercado inmobiliarios y la revalorización de activos financieros)

## 2. Diagnosis: Medidas a corto y medio plazo.

SALDO PRESUPUESTARIO Y DEUDA PÚBLICA DE LA UEM EN 2008





## 2. Diagnosis: Medidas a corto y medio plazo.

Table 4: Recent and projected economic and budgetary developments in the euro area  
(y-o-y % change and % of GDP) (1)

	Real GDP % Growth				Government balance % GDP			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
BE	2.8	1.1	-3.5	-0.2	-0.2	-1.2	-4.5	-6.1
DE	2.5	1.3	-5.4	0.3	-0.2	-0.1	-3.9	-5.9
IE	6.0	-2.3	-9.0	-2.6	0.2	-7.1	-12.0	-15.6
EL	4.0	2.9	-0.9	0.1	-3.6	-5.0	-5.1	-5.7
ES	3.7	1.2	-3.2	-1.0	2.2	-3.8	-8.6	-9.8
FR	2.3	0.4	-3.0	-0.2	-2.7	-3.4	-6.6	-7.0
IT	1.6	-1.0	-4.4	0.1	-1.5	-2.7	-4.5	-4.8
CY	4.4	3.7	0.3	0.7	3.4	0.9	-1.9	-2.6
LU	5.2	-0.9	-3.0	0.1	3.6	2.6	-1.5	-2.8
MT	3.9	2.7	-0.9	0.2	-2.2	-4.7	-3.6	-3.2
NL	3.5	2.1	-3.5	-0.4	0.3	1.0	-3.4	-6.1
AT	3.1	1.8	-4.0	-0.1	-0.5	-0.4	-4.2	-5.3
PT	1.9	0.0	-3.7	-0.8	-2.6	-2.6	-6.5	-6.7
SI	6.8	3.5	-3.4	0.7	0.5	-0.9	-5.5	-6.5
SK	10.4	6.4	-2.6	0.7	-1.9	-2.2	-4.7	-5.4
FI	4.2	0.9	-4.7	0.2	5.2	4.2	-0.8	-2.9
EA	2.7	0.7	-4.0	-0.1	-0.6	-1.9	-5.3	-6.5

(1) Projections for 2010 are based on a no policy change assumption.  
Source: Commission services.



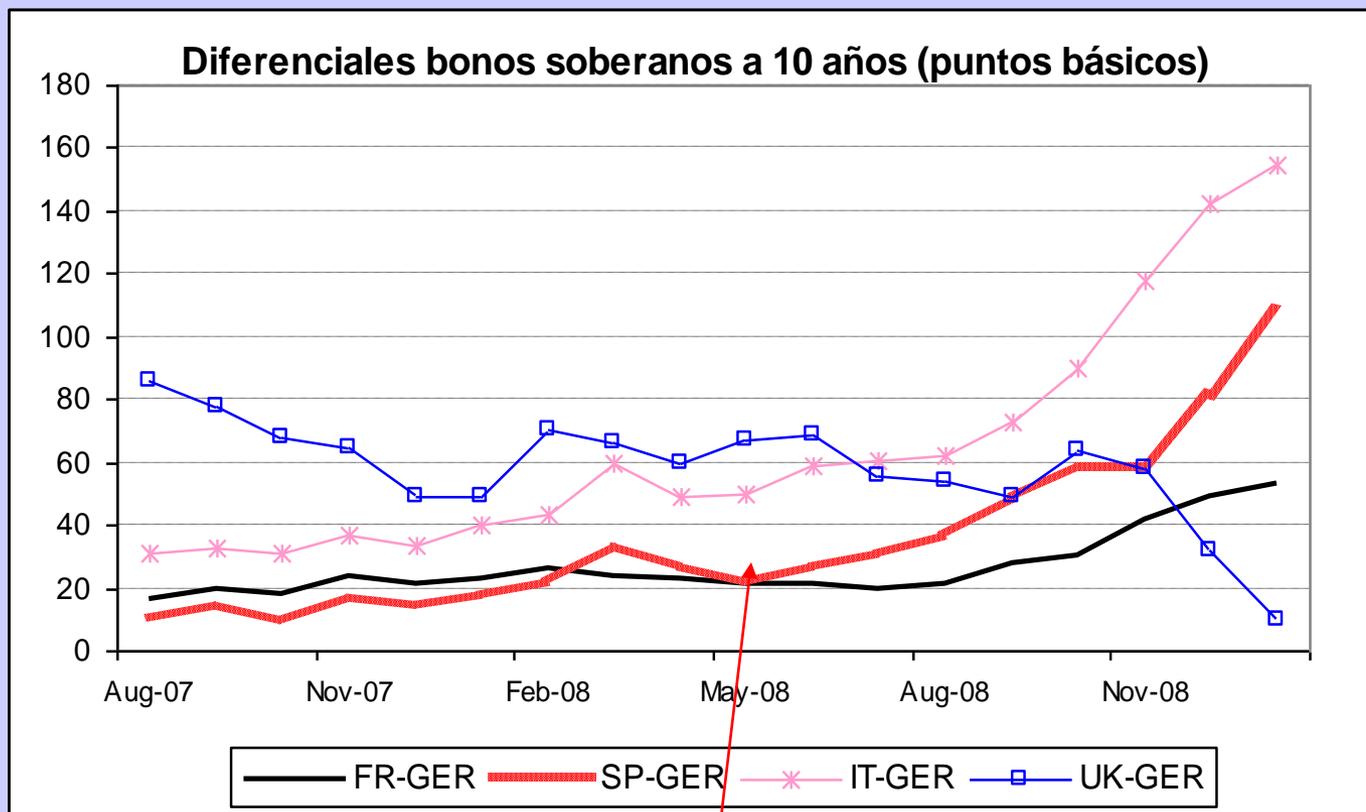
## 2. Diagnosis: Medidas a corto y medio plazo.

- ❑ **Política fiscal:** existe acuerdo acerca de que sea expansiva, aunque también existen discrepancias sobre cómo articularla, ¿aumento del gasto o reducción de impuestos? **El gobierno español está realizando una política de gasto público** para impulsar la demanda y el empleo, pero ...
- ❑ **¿Conviene a España una política fiscal expansiva?**
  - Cualquier aumento del gasto tiene que ser financiado, por lo que esta política tiene pleno sentido en países en los que no desconfían los mercados financieros internacionales (USA, Alemania,...).
  - ... pero puede llegar a ser contraproducente en una economía fuertemente endeudada con el exterior como la española.
    - La razón es que esta política dificulta el restablecimiento de los flujos financieros internacionales hacia España y los encarece: los mercados no parecen dispuestos a financiar a la economía española si no es a corto plazo y a un precio elevado.
  - La clave es si el gasto público permite generar, a medio plazo, las divisas necesarias para devolver la enorme deuda acumulada.



## 2. Diagnósis: Medidas a corto y medio plazo.

- ***Diferenciales de los bonos a 10 años*** respecto al bono alemán, agosto-2007 a febrero-2009.



*Desde mayo de 2008 se ha producido un fuerte aumento del diferencial del bono español a 10 años respecto al bono alemán (lo mismo sucede con el bono italiano).*



## 2. Diagnosis: Medidas a corto y medio plazo.

**Previsiones:** 13 países superen el 3% en 09 y que Sp, Fr, Ir y P el 6%.

Feb 09 la Comisión inicia el procedimiento de déficit excesivo del PEC contra Sp, Ir, Gr. y Mt.

Nuevo PEC → flexibilidad: Fr,y Sp plazo ampliado a 2012 e Ir hasta 2013

**Desafíos a Medio Plazo -> sostenibilidad de las finanzas públicas:**

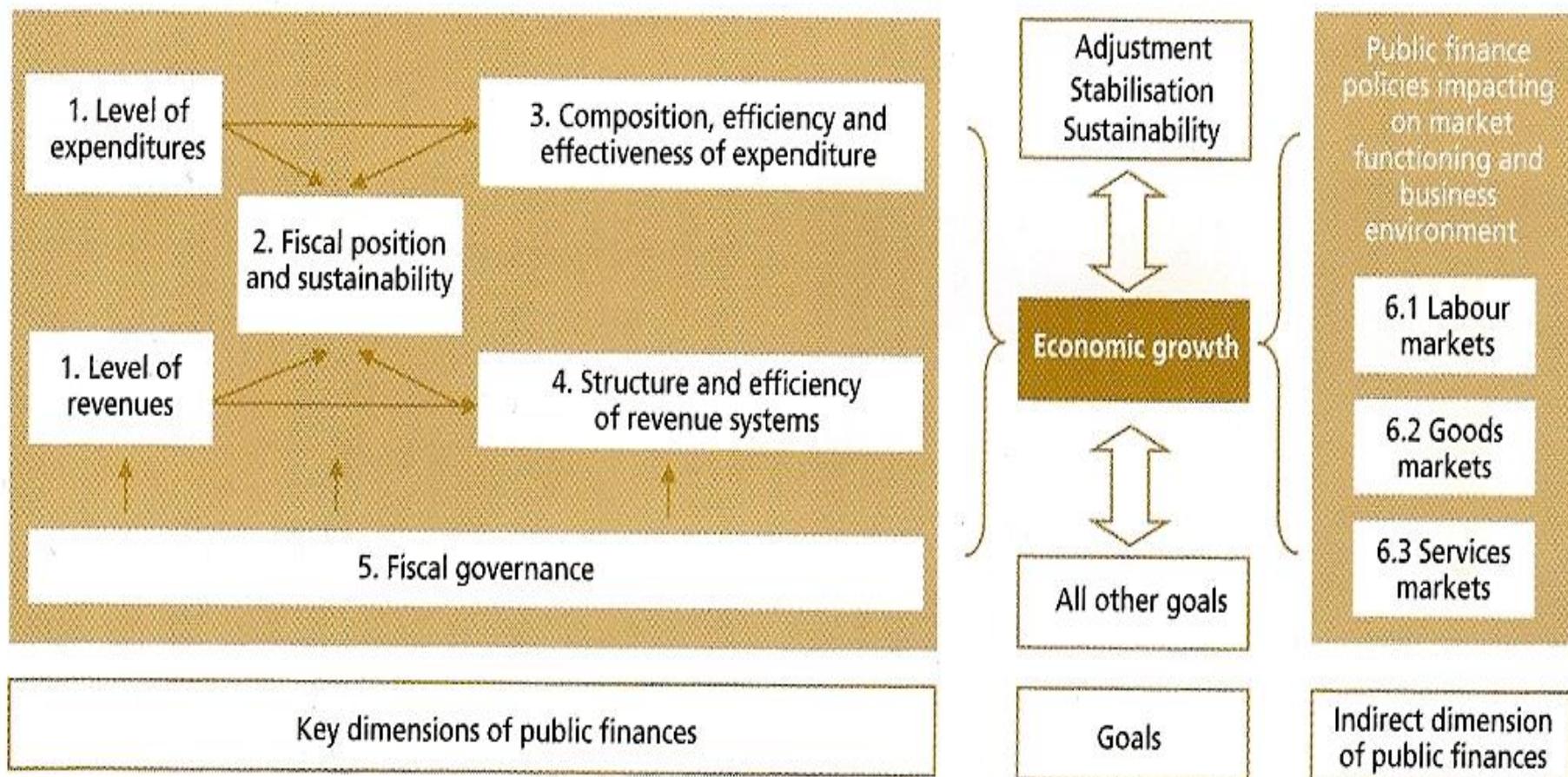
1. Compromisos de **consolidación presupuestaria** y vuelta al PEC.

**2. Calidad de las finanzas públicas** (evitar caídas de gasto en educación e I+D).

3. Aumentar la **coordinación y evitar el proteccionismo** (no distorsionar la competencia ni el mercado único).

## 2. Diagnosis: Medidas a corto y medio plazo.

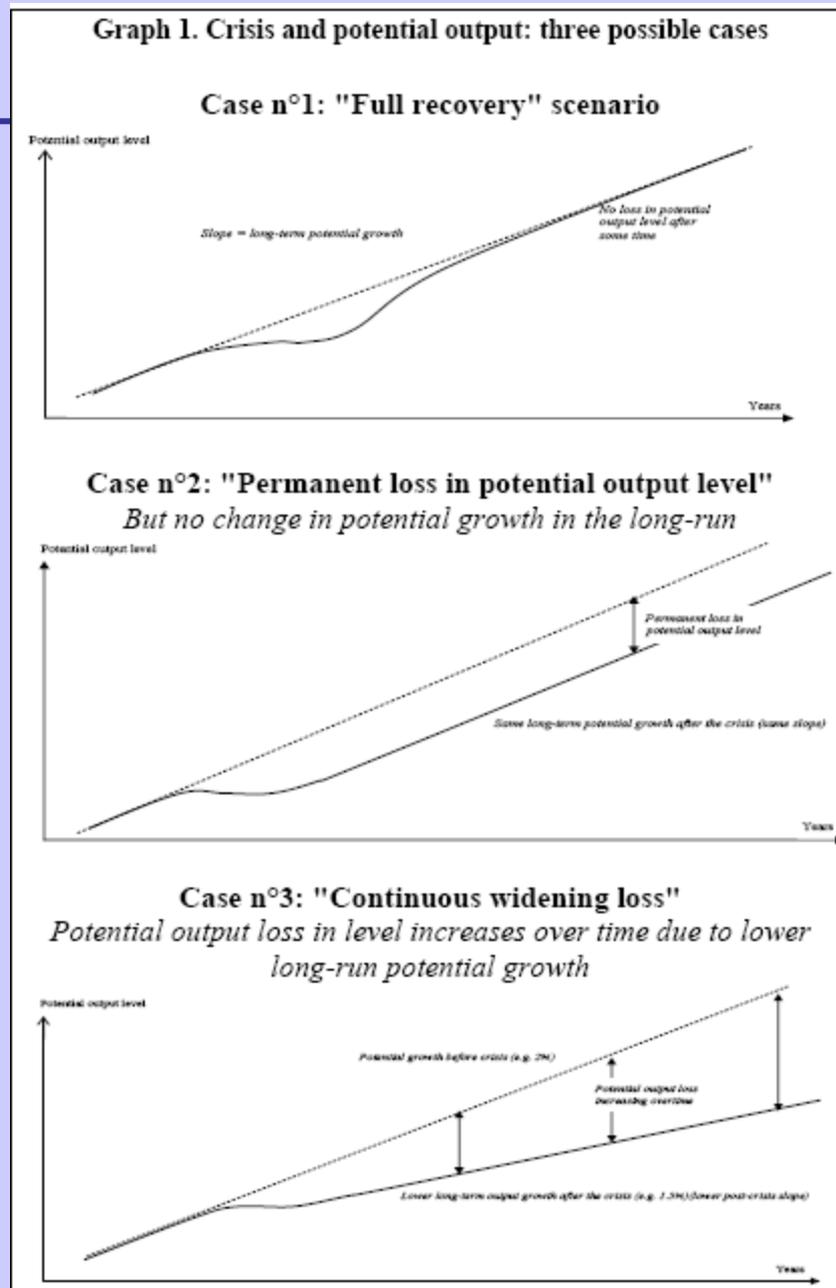
# The quality of public finances: a multidimensional framework





## 2. Diagnosis: Medidas a corto y medio plazo.

Los efectos de la crisis sobre la **inversión** y la participación en el mercado de **trabajo** pueden afectar al **crecimiento potencial**



El debate actual en la **Comisión** está en los **escenarios a largo plazo** de salida de la crisis una vez superada la misma (V, U, L)

**FMI**: equilibrio de **baja competitividad**, bajo crecimiento, salarios bajos y desempleo alto.



## 2. Diagnosis: Medidas a corto y medio plazo.

- ❑ Son necesarias **mejoras de competitividad**.
  - En ausencia de una política de tipo de cambio, la competitividad externa sólo puede mejorarse **incrementando la productividad** o **reduciendo costes** (salarios y remuneración a factores de producción estrictamente internos: alquileres,...).
  - Las **políticas estructurales** destinadas a mejorar la eficiencia productiva mediante, por ejemplo, el incremento de la competencia en los mercados de factores nacionales pueden ser decisivas.

### PRODUCTIVIDAD EN LAS RAMAS DE COMERCIALES Y NO COMERCIALES

	COMERCIALES		NO COMERCIALES	
	Productividad/hora trabajada		Productividad/hora trabajada	
	1990-1998	1999-2007	1990-1998	1999-2007
Estados Unidos	3,8	5,3	0,9	2,0
UE 3	2,9	3,0	1,8	0,9
Área del euro 12	2,9	3,2	1,5	0,9
España	1,2	1,9	-1,2	0,0

- **Las tendencias de la última década son insostenibles**



### 3. Prognosis y rehabilitación: Reformas estructurales

**Plan Europeo de Recuperación Económica (PERE)** → Estrategia de Lisboa (Reformas Estructurales):

1. Aumentar la flexibilidad de los mercados de trabajo y mantener la protección social y las políticas activas ("**flexiguridad**") → Reforma Mercado de Trabajo

- Avances en flexiguridad: actualmente el peso del ajuste recae sobre los temporales y colectivos menos protegidos (jóvenes y mayores de 40 años) →
  - ✓ reducción barreras a la contratación,
  - ✓ Impulso políticas formación y reinserción.
  - ✓ eliminación rigideces negociación salarial
  - ✓ Flexibilización horaria sin extinción de la relación laboral
- Aumentar la movilidad de los trabajadores (Marco Europeo de Cualificaciones).
- Avanzar en la transferencia de pensiones y prestaciones sociales.



## 3. Prognosis y rehabilitación: Reformas estructurales

### 2. **Impulsar la innovación y el conocimiento** hacia un modelo de crecimiento basado en sectores de mayor valor añadido. Iniciativas:

- Espacio Europeo de Investigación.
- Espacio Europeo de Educación Superior.(\*)
- Cooperación universidades, empresas y centros de investigación.
- Financiación empresas innovadoras
- Regulación propiedad intelectual
- Mejora educación y sistema de formación profesional

### 3. Favorecer la **iniciativa empresarial** y el acceso a la financiación PYMEs.

- Reducción cargas administrativas y regulatorias.
- Simplificación requisitos contables
- Fomento de capital-riesgo e inversores individuales (Business angels).

### 4. **Fomentar la competencia** (sector servicios).

- Eficiencia, diversificación energética y uso de energías renovables.
  - ✓ Infraestructuras de interconexión con países productores.
  - ✓ Sistema de intercambio de derechos de emisión.
  - ✓ Coordinación contra el cambio climático
- Competencia servicios
  - ✓ Directiva servicios
  - ✓ Ventanillas únicas
  - ✓ Industrias de red (electricidad, gas: separación producción-distribución y regulación de precios).
- Transporte ferrocarril
- Comercio minorista



### 3. Prognosis y rehabilitación: Reformas en la UE para la supervisión bancaria y financiera.

La UE busca acuerdos para para detectar los riesgos y gestionar las crisis transfronterizas. **Iniciativas:**

1. Reforzamiento de los **acuerdos de gestión de crisis Financieras**.(hoja de ruta aprobada en el ECOFIN Oct. 07).
2. Reforzar el marco **Lamfalussy** (comenzado en 2001) de regulación y **supervisión financiera** (ECOFIN, Dic. 07).

**Conclusión:** son **insuficientes** (básicamente son acuerdos de cooperación internacional no supranacional).

#### **Cuestiones pendientes:**

1. Reforzar la **transparencia**.
2. Mejorar **los sistemas de valoración** ante situaciones de no liquidez (marco prudencial por efectos sistémicos).
3. Mejorar **funcionamiento de los mercados** (agencias de **rating y modelo de "origen distribución"**).
4. **Mejorar el marco prudencial y la gestión de riesgos** (completar la aplicación de Basilea II, sistemas de información desagregada).



### 3. Prognosis y rehabilitación: Reformas en la UE para la supervisión bancaria y financiera.

- **Informe De Larosiere** → Directiva de Requerimientos de capital (solventia y supervisión financiera). Dos pilares:
1. Mecanismo para detectar problemas sistémicos y lanzar alertas rápidas.
  2. Dar poderes a los actuales 3 comités (banca, aseguradoras y bolsas) para que emitan decisiones vinculantes ante conflictos entre autoridades nacionales en casos de empresas transnacionales.

El **BCE** señala la **necesidad de cooperación** entre la **supervisión y la estabilidad del sistema** (llevada a cabo por los bancos centrales) y la **supervisión de instituciones individuales** (llevada a cabo por las instituciones supervisoras ad hoc). → Supervisor único vs. Sistema Holandés ("twin peaks").

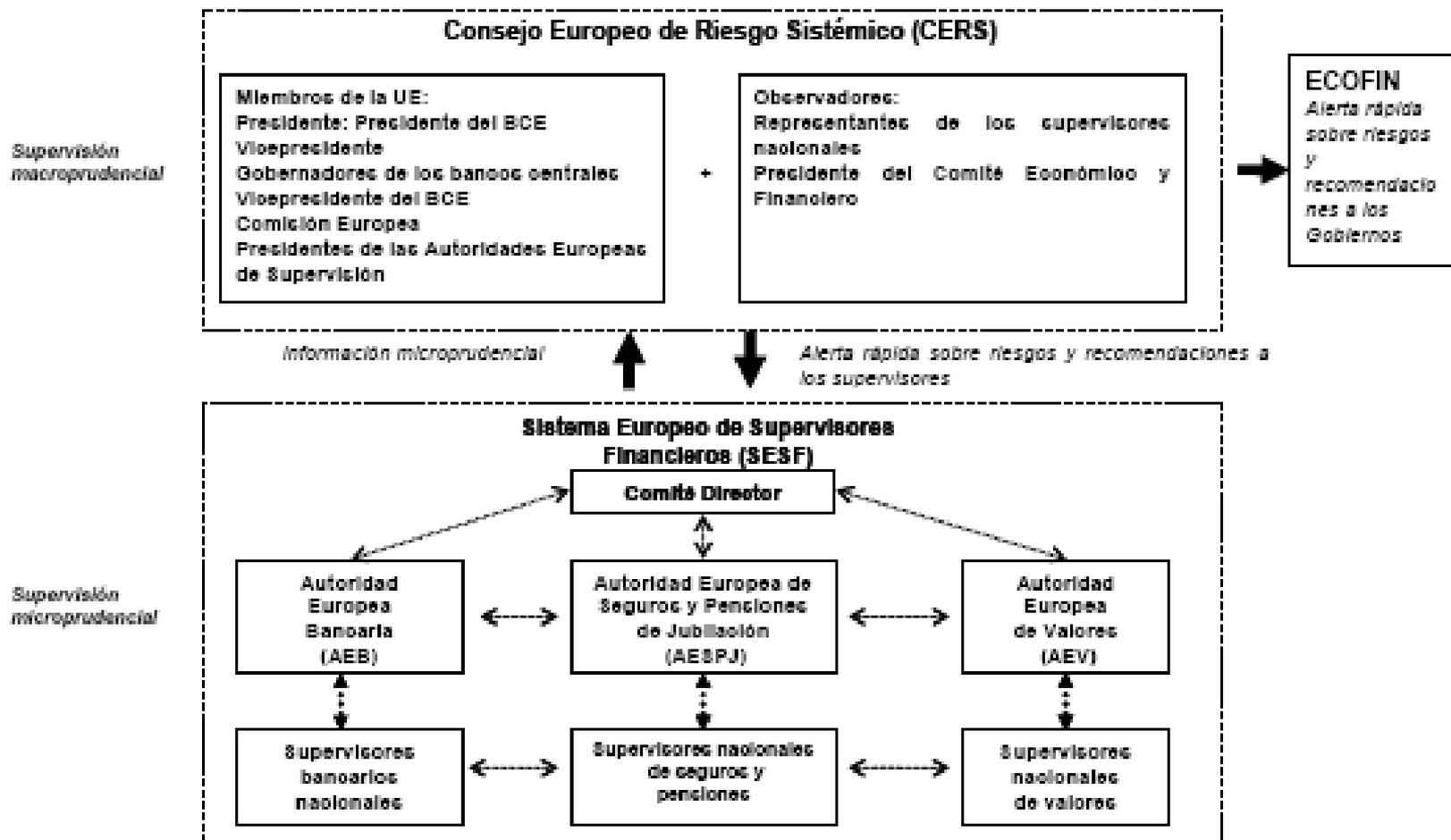
Desgraciadamente es aquí donde el **mercado del área € está más segmentado** → con todo, **la protección del € puede evitar la propagación de la crisis** a otros mercados y a una depreciación de la divisa.



### 3. Prognosis and rehabilitation: Reforms in the EU for the supervision of banking and financial.

Se ha aprobado en otoño 09 y queda establecido en 2010

Un nuevo marco europeo para garantizar la estabilidad financiera





### 3. Prognosis y rehabilitación: Reformas del SMI

Crisis Internacional: Globalización financiera + desequilibrios+exceso de liquidez+ falta de control multilateral → reformas:

1. Carácter global de la crisis → ampliación del G7 al G20 (países emergentes).
  1. Políticas macroeconómicas (esfuerzo fiscal coordinado).
  2. Programas de apoyo al sector financiero.
2. Creación del Consejo de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board, FSB) sucesor del Foro de Estabilidad Financiera al que se han sumado los países emergentes.
3. Reforma de las instituciones financieras internacionales. En concreto, para el FMI:
  1. Ampliación de sus recursos (se triplican los préstamos del FMI y se abre su capacidad de endeudamiento).
  2. Creación de una nueva facilidad financiera FCL (Flexible Credit Line).
  3. Política de vigilancia (vínculos entre sector real y financiero, detección temprana de riesgos y realización regular de Programas de evaluación del sector financiero (FSAP)



### 3. Prognosis y rehabilitación: Reforma del euro.

#### □ El gobierno del euro.

- **Política Monetaria única** → BCE → Prestamista de última instancia (**FALTA**).
- Teoría AMO: **Política Fiscal centralizada o descentralizada y flexible.**  
Problema: riesgo moral.  
Solución: 1. Cláusula de no rescate y 2. PEC: **No han funcionado.**  
**Eurobonos (FALTA)**
- Las **políticas estructurales coordinadas.**



### 3. Prognosis y rehabilitación: Reforma del euro.

#### □ Soluciones:

#### 1. Estabilidad financiera: Fondos de Rescate intergubernamental.

##### Improvisación:

- Octubre 2009: crisis griega: **No FMI.**
- Mayo 2010: EFSF y ESSM: condiciones duras de préstamo → caen expectativas de devolución → contagio a Portugal e Irlanda.
- Octubre 2010 (cumbre Dauville): ESM (mecanismo permanente a partir de 2013) → Cláusulas de Acción Colectiva (obligan a sus detentadores a aceptar reestructuraciones) → rescate Irlanda.
- Marzo 2011 (Euro Pact Plus): control de CLU y endurecimiento condiciones financiación → rescate Portugal.
- Julio 2011: aplazamiento segundo tramo rescate a Grecia → contagio a España e Italia.
- Octubre 2011: EFSF pasa a comprar deuda en el secundario y se financia a través de un vehículo especial (SPV) que emite CDOs garantizando el tramo más bajo (20%).
- Diciembre 2011: Reforma de los Tratados: autoridad fiscal y **rescate indirecto vía FMI.**



# 3. Prognosis y rehabilitación: Reforma del euro.

## ☐ Soluciones:

### 2. Desequilibrios Macroeconómicos: Nuevo PEC.

#### The European Semester: Who does what and when?

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	
<b>European Commission</b>	Annual Growth Survey (AGS) presented				Assessment of NRPs and CSPs	Recommendations to Member States based on NRPs and SCPs		
<b>Council of the European Union</b>		AGS debated ahead of European Council →					Recommendations to Member States formally adopted	<b>THROUGHOUT THE YEAR:</b> Peer review of Member States' compliance with recommendations including consideration of possible further/enforcement measures (Excessive Deficit Procedure / Excessive Imbalance Procedure)
<b>European Parliament</b>		AGS debated ahead of European Council →						
<b>European Council</b>			Endorsement of reform priorities for EU, Member States			Debate and endorsement of recommendations to Member States		
<b>Member States</b>				National Reform Programmes (NRPs) and Stability / Convergence Programmes (SCPs) sent to Commission →				<b>AUTUMN:</b> Governments present draft budgets to national parliaments for debate in line with established national practice



### 3. Prognosis y rehabilitación: Reforma del euro.

#### 2. Desequilibrios Macroeconómicos: (13/12/2011):Nuevo PEC (Six-Pack).

- Se trata de un bloque de medidas de supervisión económico-fiscal.
- Se trata de 5 regulaciones y 1 directiva propuestas por la Comisión y aprobadas por los 27 países y el PE
- El principal objetivo es el logro de mayor disciplina fiscal.
- Elementos:
  1. **Déficit:** sanciones para los países que no tomen medidas adecuadas ante los déficit. Sólo pueden escapar a la sanción por mayoría cualificada en contra (“reverse qualified majority”)
  2. **Deuda pública:** nueva aritmética de la deuda. Procedimiento de déficit excesivo si superan el 60% del PIB y no corrigen a una media trianual de 1/20 de la diferencia entre su nivel y el límite del 60%.
  3. **Límites al gasto como acción preventiva en el Pacto.** Se establece un objetivo presupuestario a medio plazo específico para cada país que asegure la sostenibilidad. Se pretende mejorar la planificación fiscal.



### 3. Prognosis y rehabilitación: Reforma del euro.

4. **Reducir los desequilibrios macroeconómicos:** se plantea por los problemas de competitividad y los enormes desequilibrios macroeconómicos experimentados por muchos países miembros. El “Procedimiento de Desequilibrios Excesivos” (PDE) se basa en:
1. **Acción preventiva y correctiva:** se trata de tomar medidas en momentos tempranos, antes de que los desequilibrios sean grandes. Los países afectados deberán presentar un plan de acción correctiva y plazos concretos.
  2. **Aplicación rigurosa:** en dos etapas, comenzando con un depósito que reporta interés y, en caso de no corregir los desequilibrios, puede terminar en multa.
  3. **Procedimiento de alerta temprana:** basado en una serie de indicadores, que puede variar con el tiempo. El detalle puede verse en la tabla anexa.

### 3. Prognosis y rehabilitación: Reforma del euro.

Indicador	Límites
Balanza por cuenta corriente % PIB	+6% PIB/-4% PIB
Posición neta de activos exteriores %PIB	-35% PIB
Cambio en cuota de mercado de exportador en 5 años	-6%
Cambio en el coste laboral unitario en 3 años	+9% países zona euro +12% países fuera zona euro
Cambio en 3 años del tipo de cambio efectivo real basado en IPC armonizado respecto 35 países industrializados	±5% países zona euro ±11% países fuera zona euro
Deuda sector privado	160% PIB
Flujo del crédito privado	15% PIB
Cambio anual precio vivienda respecto a deflactor del consumo	6%
Deuda pública	60% PIB
Tasa de desempleo, media móvil a 3 años	10%



## CONCLUSIONES: fuera hace más frío

- El **ajuste en una unión monetaria exige gran flexibilidad en los mercados.**
- **Las UME tras 10 años** de funcionamiento presenta unos **resultados económicos globales mediocres** en términos de crecimiento y de perfeccionamiento del Mercado Común (falta flexibilidad).
- **España es de los países que más se ha beneficiado** del proceso de integración, creciendo más que la media (convergencia), pero generando **desequilibrios.**
- La pertenencia al euro ha **relajado la restricción exterior** por el acceso a un mercado de capitales más amplio y profundo dentro de la zona euro y a unas condiciones de endeudamiento mejores en los mercados globales.
- Estos recursos se han dedicado para ir cebando un **modelo (extensivo) de crecimiento no sostenible.**



## CONCLUSIONES: fuera hace más frío

- La **crisis financiera** sólo ha actuado como **detonante** (virulento) de un ajuste (que se hubiera producido en cualquier caso).
- Como resultado de lo anterior la economía española atraviesa su peor momento desde el Plan de Estabilización de 1959 (aunque aún no es percibido por la sociedad, ni por los políticos!)
- Los **dirigentes se limitan a tomar medidas contra la crisis financiera**: Sin embargo, nos enfrentamos primordialmente a una crisis interna (y no sólo a un shock macro exterior) que requerirá un **ajuste macroeconómico** durante los próximos años.
- El **sistema bancario español** no parece contaminado por la crisis subprime pero: **a CP tenemos problemas de liquidez** y **a LP podemos tener problemas de solvencia** por los créditos a un sector inmobiliario sobredimensionado.



## 4. CONCLUSIONES: fuera hace más frío

- **Sin nuestra pertenencia al euro, la economía española ya habría devaluado** su moneda en varias ocasiones desde 2001-2003. Las condiciones financieras hubieran sido más restrictivas y el crecimiento hubiera sido menos sostenido.
- La **senda estable de crecimiento** es uno de los principales activos de la UME para nuestro país, pero esta estabilidad puede ser igualmente positiva con tasas de crecimiento menores.
- La **gestión de la crisis financiera por parte del BCE** frente a la Fed o al Banco de Inglaterra es razonable aunque **discutible**.
- Los **mecanismos de coordinación a nivel de la UE** para la supervisión y gestión de crisis han sido **insuficientes**.
- Los **mecanismos de coordinación internacional** de la UE siguen siendo **insuficientes**.