

| A FONDO



**Mari Carmen Tolosa Bailén**

Dpto. Economía Aplicada y Política Económica Universidad de Alicante

## Crisis económica y financiera:

# Situación actual y reforma de la gobernanza económica europea

### 1. CRISIS ECONÓMICA Y NUEVO MARCO DE GOBERNANZA EN LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

Desde el año 2008, la economía de la mayoría de países del mundo se está enfrentando a una crisis económica y financiera sin precedentes que tiene su origen en el estallido de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos y en las operaciones de titulización como mecanismo para que los bancos se desvincularan del riesgo del crédito derivado de las hipotecas "subprime" o hipotecas basura. La crisis originada en Estados Unidos afectó en primer lugar a este país pero pronto se contagió a buena parte del sistema financiero internacional provocando, finalmente, una crisis económica a nivel internacional.

**E**n el ámbito europeo, durante los primeros meses de la crisis la política monetaria trató de dar respuesta a un problema que se consideraba limitado al ámbito financiero. Así, las medidas se centraron en proporcionar apoyo financiero a los bancos en dificultades y preservar la estabilidad financiera de la zona del euro. Sin embargo, en 2008 los problemas comienzan a extenderse a la economía real lo que lleva a implementar medidas de estímulo fiscal a partir de 2009 con el fin de impulsar la actividad económica y el empleo. Esta política anticíclica, unida a la actuación de los estabi-

lizadores automáticos, provocó un deterioro considerable del déficit público y de la deuda pública de los países de la eurozona que llevaron a incumplir el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC)<sup>1</sup>. En consecuencia, la Comisión Europea inició a finales de 2009 procedimientos de déficit excesivo a trece países de la zona, entre ellos España, lo que llevó a adoptar medidas de política fiscal de signo opuesto a partir de 2010. Esta estrategia de consolidación fiscal ha puesto el énfasis en medidas como subidas de impuestos y recortes en el gasto productivo lo que ha lastrado el crecimiento económico en la mayoría de países.

Además del deterioro de la situación presupuestaria muchas economías empezaron a mostrar ciertos desequilibrios macroeconómicos (desequilibrio de la balanza de pagos, elevado endeudamiento privado, pérdidas de competitividad, baja productividad, elevadas tasas de desempleo) que estaban poniendo en peligro el funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria europea (UEM). Estas preocupaciones se intensificaron desde principios de 2010 tras la crisis de la deuda soberana griega. Los problemas de solvencia del país heleno le obligaron a pagar una prima de riesgo muy elevada provocando, además, un riesgo de conta-

<sup>1</sup> El PEC limita el déficit y el endeudamiento público de los Estados miembros a un máximo del 3% y del 60% del PIB, respectivamente, y contempla la imposición de sanciones para los países que rebasen esa cifra.



## | A FONDO

gio a otros países de la periferia con el agravante de que no se disponía de ningún instrumento de asistencia financiera que permitiera proporcionar ayuda a los países que tuvieran dificultades para financiarse en condiciones normales en los mercados. Esto llevó a la Unión Europea a crear dos instrumentos cuya vigencia sería temporal: el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF), a través del cual los Estados miembros podrían captar fondos en los mercados, y el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF), que proporcionaría ayuda financiera por parte de la Comisión con el respaldo del presupuesto comunitario. A estos instrumentos se sumaría, en caso necesario, la ayuda del FMI con fondos hasta 250 mil millones de euros. Estos mecanismos son los que han contribuido a financiar los rescates de Grecia, Irlanda y Portugal.

Esta crisis de deuda soberana ha terminado produciendo una segmentación de los mercados financieros dentro de la eurozona, lo que implica que aquellas empresas de países que han sufrido con más intensidad el impacto de la crisis de deuda soberana y que, por tanto, tienen una prima de riesgo más elevada, van a tener que pagar un tipo de interés mayor por financiarse. Si en estos países, en los que la actividad y el empleo han caído, se reducen las inversiones como consecuencia de unos tipos de interés más altos, las posibilidades de crecimiento disminuyen considerablemente. Además, una prima de riesgo elevada implica que un país tendrá que pagar unos mayores intereses por su deuda, lo que elevará el déficit público, aspecto muy negativo en un contexto de consolidación fiscal como el que estamos asistiendo ya que el país tendrá que aplicar más recortes para reducir su déficit, lo que implicará seguir obstaculizando su recuperación.

Nos encontramos, pues, ante una triple crisis, financiera, del sector real y de deuda soberana, que ha puesto de manifiesto los desequilibrios existentes en el seno de la UEM y las dificultades para superarla como consecuencia de las deficiencias en el marco de la gobernanza económica de la UEM. Así, mientras que las decisiones de política monetaria en la UEM son adoptadas por el Banco Central Europeo (BCE), este nivel de inte-



gración monetaria elevado contrasta con el grado de descentralización del resto de políticas económicas, lo que en los últimos tiempos está haciendo necesario reforzar la gobernanza económica para garantizar el buen funcionamiento de la UEM y afrontar con éxito la salida de futuras crisis. Los instrumentos de gobernanza existentes hasta ese momento se limitaban a evitar déficits públicos excesivos a través del PEC y a orientar a los Estados miembros a la hora de elaborar sus políticas económicas y de reformas a través de unas Orientaciones Generales de Política Económica elaboradas por el Consejo Europeo. Sin embargo, tras la crisis, estos instrumentos no han sido suficientes o han fallado en su aplicación lo que ha obligado a reformarlos y crear otros nuevos con el objetivo de reforzar la gobernanza económica para hacer frente a futuras crisis evitando que tengan los mismos efectos en la UEM que la crisis actual. Entre los nuevos instrumentos se encuentra el Semestre Europeo<sup>2</sup> que se introduce en enero de 2011 con el objetivo de mejorar la coordinación de las políticas económicas de los Estados miembros. Consiste en un calendario de plazos para que los Estados miembros presenten sus programas de estabilidad y de convergencia (estrategias presupuestarias a medio plazo para alcanzar los objetivos de consolidación fiscal) y sus programas nacionales de reforma (reformas que va a llevar a cabo el Estado miembro para fomentar el crecimiento y el empleo) siguiendo las orientaciones y recomendaciones del Consejo Europeo.

Asimismo, con el Pacto por el Euro Plus<sup>3</sup> de marzo de 2011 los Estados miembros se comprometen a impulsar la competitividad y el empleo, contribuir a la sostenibilidad de las finanzas públicas y reforzar la estabilidad financiera. Así, en este contexto, en 2011 se reforma la Constitución española para introducir que el Estado y las Comunidades Autónomas no podrán incurrir en un déficit estructural que supere los límites establecidos por la Unión Europea para sus Estados Miembros; y en marzo de 2012 se aprueba la Ley de Estabilidad Presupuestaria, que desarrolla la reforma constitucional, según la cual todas las Administraciones deberán presentar equilibrio o superávit y fijar un techo de gasto.

Por otra parte, en septiembre de 2011 se aprueba la reforma del PEC (Six Pack)<sup>4</sup> que tiene como objetivo garantizar una mayor disciplina presupuestaria y prevenir desequilibrios macroeconómicos excesivos y corregirlos, si se producen, para lograr un crecimiento económico sostenido. En concreto, el gasto público de los Estados miembros no podrá crecer más rápido que su PIB. Asimismo, esta reforma conlleva que si algún Estado miembro tuviera desequilibrios macroeconómicos que pudieran poner en peligro el funcionamiento de la UEM tendrá que cumplir las recomendaciones del Consejo para subsanarlos pues si las desoye repetidamente podrá estar sujeto a una sanción.

Siguiendo con el compromiso de la consolidación presupuestaria, en marzo de 2012 todos los Estados miembros de la Unión Europea excepto Reino

<sup>2</sup> Caballero, J.C.; García, P.; Gordo, E. (2011): La reforma de la gobernanza económica en la UEM, Boletín Económico del Banco de España, enero 2011, pp. 119-134.

<sup>3</sup> Consejo Europeo (2011): Pacto por el Euro Plus. Refuerzo de la coordinación de la política económica en favor de la competitividad y la convergencia, Anexo I de las Conclusiones de la Presidencia, 24-25 marzo, pp. 13-20.

<sup>4</sup> BCE (2011): La reforma de la gobernanza económica de la zona del euro: elementos esenciales, Boletín mensual, marzo 2011, pp. 107-128.

## A FONDO |

Unido y República Checa firmaron el Tratado de Estabilidad<sup>5</sup> que refuerza el PEC al incluir en las legislaciones nacionales la llamada regla de oro, que exige que la situación presupuestaria de las Administraciones Públicas sea de equilibrio o superávit, así como la senda de reducción de la ratio de deuda en relación al PIB si supera el 60%.

Además, para proporcionar asistencia financiera a los países que no puedan financiarse en condiciones normales en los mercados en marzo de 2012 se aprueba el Mecanismo de Estabilidad Europea (MEDE)<sup>6</sup>. Este mecanismo de carácter permanente ha asumido las tareas desempeñadas por la FEEF y el MEEF. Dado que este instrumento también puede comprar deuda pública de un país en los mercados primario y secundario, contribuirá a aliviar las presiones sobre la prima de riesgo en países que estén pagando muy cara su financiación.

Finalmente, en febrero de 2013 se aprueba el Two Pack<sup>7</sup> que, a diferencia del Six Pack que añade nuevas normas fiscales al PEC, se centra en la coordinación. En concreto, refuerza la supervisión presupuestaria de la eurozona ya que los Estados miembros deberán presentar sus anteproyectos de presupuestos nacionales a la Comisión para verificar si se atienen o no a las normas establecidas, con especial atención a los países sometidos a un procedimiento de déficit excesivo o países que se enfrentan a graves dificultades financieras o que estén recibiendo ayuda financiera.

En definitiva, con este marco de gobernanza se han reformado los mecanismos de coordinación y supervisión fiscal y de los desequilibrios macroeconómicos y de competitividad. Todas estas medidas refuerzan

el compromiso con la disciplina presupuestaria y la sostenibilidad de la deuda pública. Asimismo, se vigilarán y se corregirán los desequilibrios macroeconómicos excesivos y los países contarán con asistencia financiera en caso de necesitarla, aunque sujeto a la aplicación de fuertes ajustes para evitar el deterioro de las finanzas públicas. Es decir, la asistencia financiera no puede dar lugar a la aplicación de políticas fiscales imprudentes pues cualquier ayuda estará sujeta a la aplicación de duros recortes por parte del país asistido.

Este contexto es el que justifica las políticas de austeridad que se han implementado en muchos países de la UEM así como las medidas y reformas que se han aplicado para corregir desequilibrios y deficiencias estructurales que se han manifestado en muchos países de la UEM con el convencimiento de que contribuirán a lograr un crecimiento económico sostenido y una mayor estabilidad en la UEM.

A continuación se presenta un análisis de la situación económica a nivel internacional, europeo y, en concreto, en España en este contexto de crisis y de reformas que los diferentes países han aplicado para lograr crecimiento y empleo. Hay que destacar que los enfoques de política económica para salir de la crisis han sido diferentes dependiendo de los países. Mientras que, por ejemplo, Estados Unidos ha

optado por las políticas expansionistas, la UE se ha decantado por las políticas de austeridad para avanzar en la consolidación fiscal. No obstante, en la actualidad desde Bruselas se ha flexibilizado un poco el nivel de exigencia para favorecer el crecimiento y la creación de empleo en los países que como España se enfrentan a mayores dificultades como consecuencia del enfoque de austeridad.

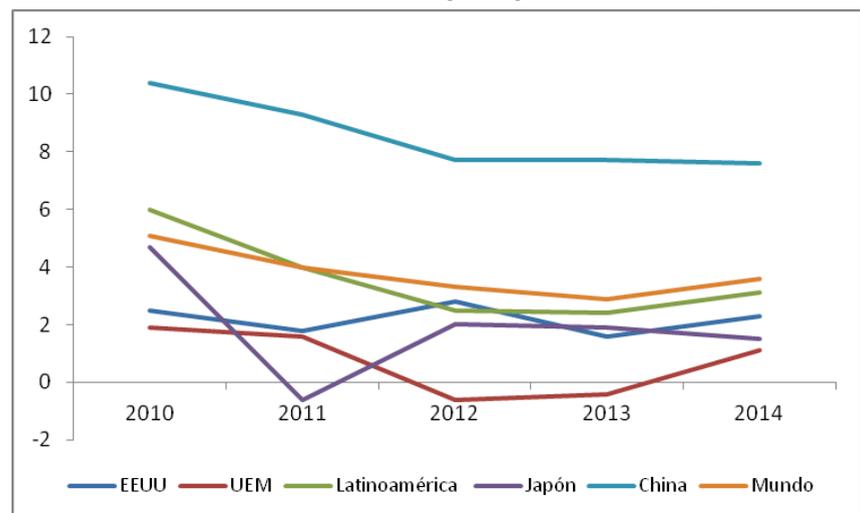
## 2. SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL

Actualmente, la economía global se encuentra en un proceso de recuperación económica o salida de la crisis. Se prevé que el crecimiento mundial sea del 2,9% en 2013, y alcance el 3,6 % en 2014, cifras similares al crecimiento promedio de las últimas décadas (3,4% durante el periodo 1980-2013).

El contexto internacional está marcado por el final de la recesión en el área del euro, el acuerdo fiscal en Estados Unidos para evitar un nuevo cierre del Estado Federal en los dos próximos años y las expectativas en relación con la eliminación por parte de la Reserva Federal de su programa de expansión cuantitativa<sup>8</sup> para impulsar la creación de empleo y que tendrá efectos en el conjunto del sistema financiero.

En términos generales, esta recuperación se apoya sobre todo en las economías avanzadas que, a excepción de Japón, crecerán más en 2014

**Gráfico 1. Evolución del PIB en las principales economías, 2010-2014**



Fuente: BBVA Research



<sup>5</sup> BCE (2012): Un Pacto Presupuestario para una Unión Económica y Monetaria más fuerte, Boletín mensual, mayo 2012, pp. 87-103.

<sup>6</sup> Tratado Constitutivo del Mecanismo Europeo de Estabilidad, disponible en <http://www.european-council.europa.eu/media/582869/01-tesm2.es12.pdf>

<sup>7</sup> Más información en Comisión Europea (2013): Nota informativa disponible en: [europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-13-457\\_es.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-457_es.htm)

<sup>8</sup> El Programa de expansión cuantitativa es la estrategia de política monetaria de la Reserva Federal para frenar la desaceleración económica e impulsar la creación de empleo. Consiste en la compra de deuda pública e hipotecaria para aumentar la liquidez. Se inició en 2008 y cinco años después se anuncia el tapering, esto es, la retirada de estímulos sobre la economía de Estados Unidos (no se trata de drenar parte de la liquidez introducida sino de introducir poco a poco menos). La incertidumbre no radica en si la Reserva Federal retirará los estímulos sino en cuándo y a qué ritmo lo hará. En diciembre de 2013 anunció una reducción de 10.000 millones de dólares al mes.



## A FONDO |

que en 2013. Los riesgos de las economías avanzadas se han relajado y se consolida el crecimiento, mientras que el retroceso observado en Japón es consecuencia del mal comportamiento de las exportaciones, de forma que el sector exterior sigue sin ser motor de crecimiento económico. No obstante, las políticas monetaria y fiscal expansivas y las reformas estructurales han estimulado la actividad económica y se percibe la salida de la deflación pues los precios han aumentado una décima en 2013 y se espera crezcan un 2% en 2014. En las economías emergentes el aumento de la demanda externa de las economías avanzadas estimulará el crecimiento aunque siguen existiendo debilidades internas (reducido margen de actuación de la política monetaria, lentos avances en las reformas estructurales, menor calidad del crédito, aumento de las salidas de capitales).

En concreto, en Estados Unidos se aprecia una fuerte recuperación consecuencia del mejor tono del consumo privado, de la inversión y del mercado de trabajo (aunque la tasa de paro sigue siendo elevada), unido a un menor ajuste fiscal. El 16 de octubre de 2013, tras 16 días de cierre parcial del Gobierno, se alcanzó un acuerdo para aumentar el techo de deuda (máximo legal de deuda que puede contraer el Estado) que permitió al Gobierno disponer de financiación para hacer frente a sus pagos. Sin embargo, el nuevo techo de gasto está actualmente en cuestión lo que plantea incertidumbre respecto a la capacidad del Gobierno para hacer frente a sus compromisos de gasto. Es por ello que las cuestiones fiscales, de presupuesto y techo de deuda deben ser solucionadas para no poner en peligro la recuperación económica que se prevé.

Asimismo, China ha mantenido un elevado ritmo de crecimiento del 7.7% en 2013 gracias sobre todo a la mejora de la demanda externa aunque debe abordar ciertas reformas para aumentar la contribución de la demanda interna al crecimiento económico. En este sentido, se están poniendo en marcha ciertas reformas (reducción de subsidios a empresas públicas, reforma fiscal, mayor grado de liberalización) que supondrán un mayor peso de la iniciativa privada. De hecho, el consumo en China va adquiriendo más protagonismo y el objetivo per-



seguido en la transición hacia una economía de mercado es centrar el papel del Estado en garantizar la estabilidad macroeconómica y que el sector privado desempeñe un papel más importante en la economía para aumentar la productividad.

Por lo que respecta a Latinoamérica, su crecimiento disminuye al 2,4% en 2013. Aunque su crecimiento será más de tres veces superior al de la UEM (pues se espera crezca al 3,1% en 2014), ha dejado atrás la expansión rápida del PIB de la década anterior. Las razones de esta ralentización se explican por el menor dinamismo de la demanda externa, la expectativa de la posible retirada de las medidas de estímulo económico de Estados Unidos que pueden provocar una retirada de capitales de estos países y la caída del consumo interno.

En el caso de la eurozona la recesión va quedando atrás y para 2014 se espera una vuelta al crecimiento con un incremento del PIB del 1,1%. Esa mejora se sustenta no solo en la demanda exterior sino también en la mejora de la demanda doméstica gracias al buen comportamiento de Alemania y de países como España y Portugal que están saliendo de la recesión gracias a la relajación de las políticas de austeridad. El BCE también ha jugado un papel importante para hacer frente a la crisis compensando los efectos negativos de la política fiscal sobre el crecimiento económico y garantizando la estabilidad financiera de la eurozona.

En definitiva, las políticas de con-

solidación fiscal y las reformas en el marco de la nueva gobernanza europea están teniendo sus efectos en los principales indicadores económicos y en los desequilibrios macroeconómicos detectados. La disciplina fiscal se ha considerado clave para el inicio de la recuperación económica y para estimular el crecimiento económico y el empleo. Aunque casi todos los países de la UE saldan sus cuentas públicas en negativo (según Eurostat Bélgica, España e Irlanda presentan en el tercer trimestre de 2013 los mayores déficits del 8,4%, 7'3% y 6'6%, respectivamente) están realizando importantes esfuerzos de saneamiento. Sin embargo, el problema de los elevados déficits es que hay que financiarlos por lo que las empresas tienen que competir con los gobiernos para captar financiación, provocando que la inversión que en principio es generadora de riqueza quede desplazada por la inversión en deuda pública.

Las medidas de austeridad implementadas han provocado dos recesiones en la zona euro en el periodo 2009-2013, retrasando la recuperación económica. En consecuencia, la Comisión Europea ha flexibilizado el calendario de ajustes y ampliado los plazos exigidos a países como España y Francia para alcanzar sus objetivos de consolidación presupuestaria. Los resultados de estas medidas empiezan a verse ya. En la eurozona la recesión va quedando atrás y como se ha comentado se espera un crecimiento del PIB del 1,1% en 2014. Aunque Alemania sigue siendo el motor económico, los países periféricos empiezan ya a mostrar síntomas de recuperación. No obstante, existen diferencias importantes en los niveles de crecimiento de los distintos países de la UEM. Así, por el lado positivo destacan Letonia, con un crecimiento del 4'1%, Estonia con un incremento del PIB del 3%, o Eslovaquia con un crecimiento por encima del 2%. Y en la otra cara de la moneda se encuentran países como Chipre o Eslovenia con caídas en sus niveles de PIB del 3'9% y 1%, respectivamente (gráfico 2).

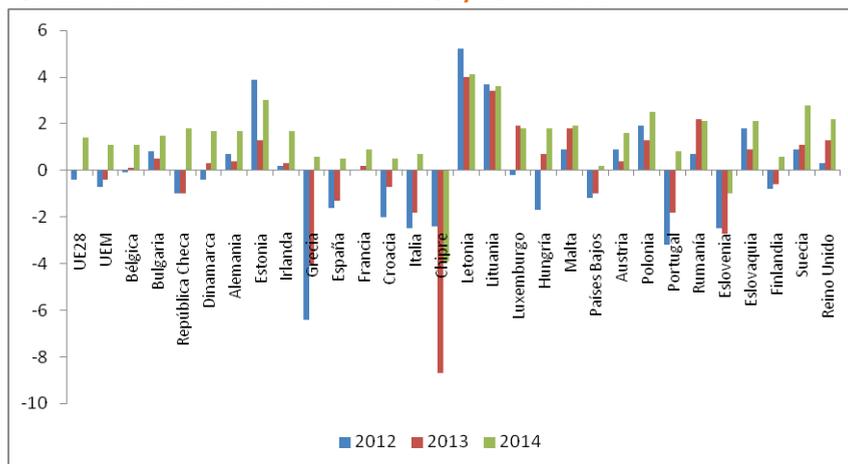
A pesar de las diferencias, en conjunto en la UE y en la UEM se espera una recuperación lenta aunque leve para 2014 y 2015 que pone fin a un periodo de crecimiento negativo consecuencia del mal comportamiento

**LA FONDO**

de la demanda interna en los últimos años; por un lado, de la inversión, que se ha visto afectada por la elevada incertidumbre, las limitadas condiciones de concesión de crédito, el ajuste fiscal llevado a cabo por muchos países y el proceso de desapalancamiento de los bancos; y por otro lado, del consumo, condicionado sobre todo por el alto nivel de desempleo. Y la mejora de la situación es debida al incremento de la demanda interna derivada de la política monetaria acomodaticia<sup>9</sup>, al impulso de las exportaciones resultado del aumento de la demanda externa y a los avances realizados en materia de consolidación fiscal que están conllevando la aplicación de políticas fiscales menos restrictivas. Además, hay que señalar que en la eurozona se sigue avanzando hacia la unión bancaria lo que favorece la reducción de la fragmentación financiera entre el centro y la periferia, elemento fundamental para que fluya el crédito. Junto a esto destaca que los países periféricos están realizando progresos en términos de sostenibilidad de las cuentas públicas y en términos de desequilibrios externos, competitividad y desapalancamiento del sector privado. Así, para los inversores internacionales, los países de la periferia vuelven a ser un destino atractivo de inversión gracias a los avances en el proceso de consolidación fiscal y en la corrección de los desequilibrios macroeconómicos. No obstante, el proceso de lenta reducción de la prima de riesgo soberana al que estamos asistiendo está condicionado a seguir implementado las reformas.

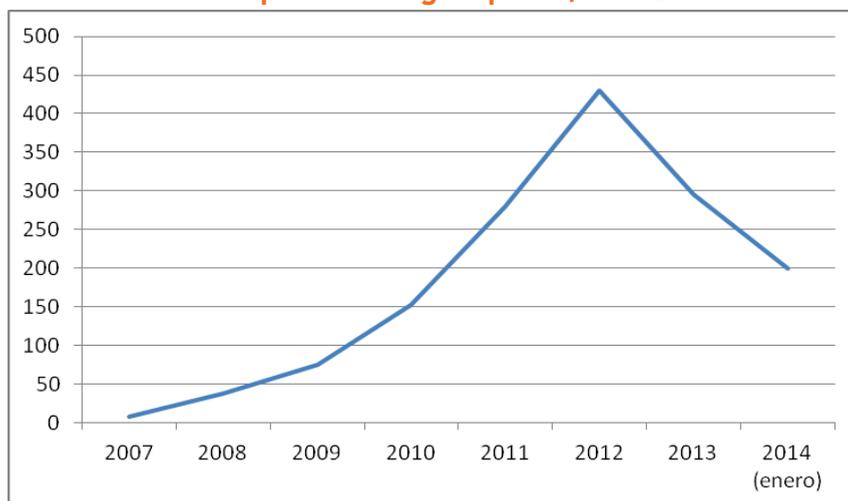
En el caso de España, como se ha comentado, la crisis financiera llega al sector real en 2008 provocando una contracción del consumo, del empleo y del nivel de actividad. En España, a esta crisis financiera y económica hay que añadir una crisis derivada del agotamiento del modelo de crecimiento basado en el sector de la construcción así como la crisis de deuda soberana. Esta última ha tenido consecuencias muy importantes en términos del coste de financiación del país y también del coste de la financiación para ciudadanos y empresas. Como incluso el BCE ha reconocido, a la hora de prestar los bancos toman como referencia el tipo de interés de la deuda soberana antes que el tipo de interés oficial del BCE, lo que implica que en los países donde

**Gráfico 2. Evolución del PIB en la UE, 2012-2014**



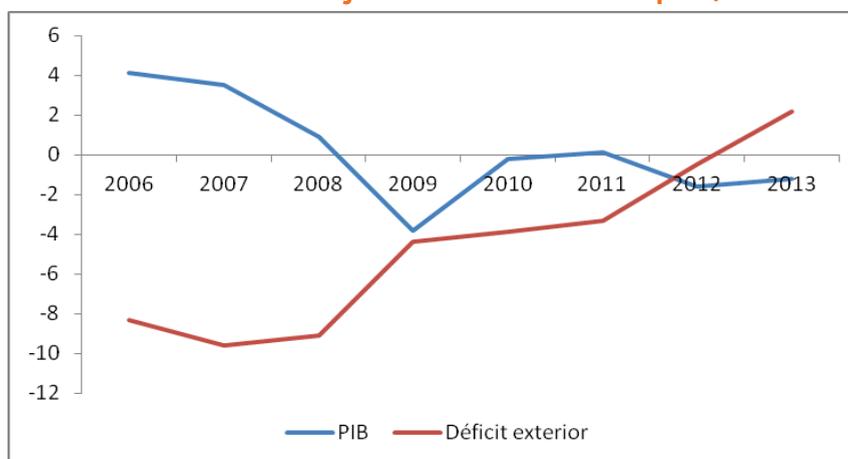
Fuente: Eurostat

**Gráfico 3. Evolución prima de riesgo española, 2007-2014**



Fuente: Dirección General Análisis Macroeconómico y Economía Internacional, Ministerio de Economía

**Gráfico 4. Evolución del PIB y del déficit exterior en España, 2006-2013**



Fuente: Dirección General Análisis Macroeconómico y Economía Internacional, Ministerio de Economía

<sup>9</sup> Una política monetaria es acomodaticia si con el tipo de interés se trata de estimular el crecimiento económico.

la prima de riesgo es más elevada, el coste de financiación también será más elevado, lo que tendrá una incidencia negativa en términos de consumo, inversión y, por tanto, de crecimiento económico. Además, a mayor prima de riesgo, mayores serán los intereses que el país tenga que pagar por su deuda y, por tanto, mayor será el déficit.

En España, tras haber superado los miedos al rescate la evolución de la prima de riesgo<sup>10</sup> es favorable a nuestro compromiso con la consolidación presupuestaria y también favorece el crecimiento económico al posibilitar una financiación más barata.

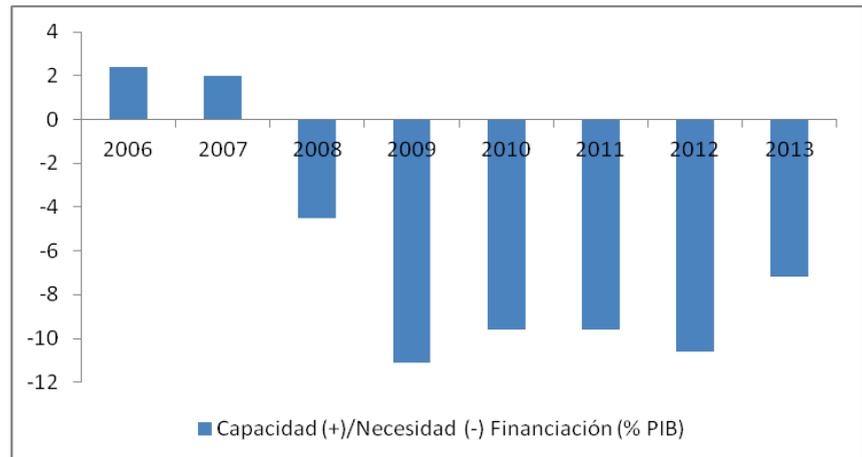
En este sentido, en los últimos meses de 2013 han empezado a registrarse las primeras cifras positivas de crecimiento intertrimestral. El sector exterior ha sido el principal responsable del inicio de la recuperación. Al impulso del sector exterior se le empieza a unir el de algunos componentes de la demanda interna como el consumo de los hogares y la inversión que ya están contribuyendo positivamente al crecimiento. Una buena parte de la recuperación española está basada en ajustes vía precios y costes y en las medidas de consolidación presupuestaria que se están implementando y que están contribuyendo a corregir nuestro desequilibrio exterior (gráfico 4) y nuestro déficit público (gráfico 5).

A esto se podría añadir la confianza proporcionada a los inversores internacionales por parte del presidente del BCE cuando en verano de 2012 aseguró que haría todo lo necesario para garantizar el euro, lo que ha contribuido a reducir tensiones sobre la prima de riesgo.

El escollo que todavía queda por salvar en España es el del desempleo ya que nos enfrentamos, por una parte, a elevados niveles de desempleo (como se puede observar en el gráfico 6 si comparamos el dato con el del resto de socios comunitarios) y, por otra parte, al efecto del desempleo sobre determinados colectivos (jóvenes, mujeres, parados de larga duración). Aunque la reforma laboral de 2012 ha contribuido a flexibilizar nuestro mercado laboral, desde Bruselas se siguen pidiendo nuevas reformas en este ámbito para intensificar la lucha contra el desempleo.

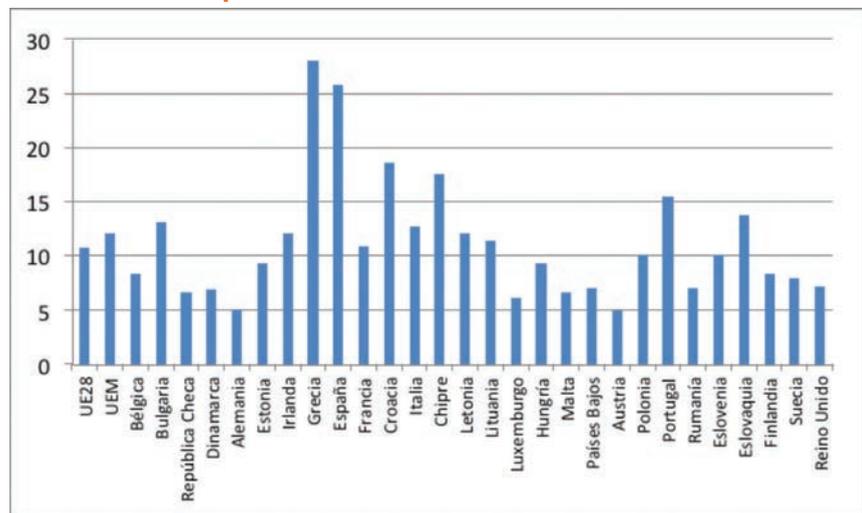
Además, dado que la recuperación económica continua siendo frágil el Gobierno español debe seguir

**Gráfico 5. Evolución del déficit público español, 2006-2013**



Fuente: Dirección General Análisis Macroeconómico y Economía Internacional, Ministerio de Economía

**Gráfico 6. Desempleo en la UE, diciembre 2013**



Fuente: Eurostat

trabajando tanto en la corrección del déficit como en las reformas estructurales que doten de mayor competitividad a nuestra economía. No obstante, a pesar de la necesidad de continuar en la senda de la consolidación fiscal y de la reducción de los desequilibrios macroeconómicos, España cuenta con un mayor margen al tener el respaldo de las autoridades europeas lo que contribuirá positivamente a su crecimiento a corto plazo. La agenda de reformas acordada con la Comisión Europea en 2013 exige adoptar nuevas medidas en 2014. Los tiempos todavía serán duros pero se están creando las condiciones para que la recuperación sea duradera y para que la tan esperada creación de empleo sea una realidad.

**Bibliografía:**

Consejo de la Unión Europea: ¿Qué es el Semestre Europeo? disponible en <http://www.consilium.europa.eu/special-reports/european-semester?lang=es>

Dirección General Análisis Macroeconómico y Economía Internacional (2014): Síntesis de Indicadores Económicos, febrero 2014.

Estadísticas Eurostat disponibles en <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>

Gamir, L. y otros (2013): Política Económica de España, Alianza Editorial, Madrid.

Informe mensual BCE, disponible en [http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones\\_de/Boletín\\_Mensual\\_/anoactual/](http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones_de/Boletín_Mensual_/anoactual/)

Informe mensual La Caixa, disponible en [www.lacaixa-research.com](http://www.lacaixa-research.com)

Ministerio de Economía: Síntesis de indicadores económicos, disponible en <http://serviciosweb.meh.es/APPS/DGPE/inicioSIE.aspx>

Moltó Calvo, M.A. (2013): La gobernanza económica en la UEM: necesidad de más reformas, Seminario m "Las Crisis Políticas y Económicas: Nuevos Escenarios Internacionales", Universidad de Granada, 21-22 de mayo.

Previsiones BBVA Research disponible en <http://www.bbva-research.com/KETD/ketd/esp/index.jsp>

<sup>10</sup> Durante el gobierno de Aznar y los primeros años de Zapatero, la prima de riesgo fue prácticamente nula, incluso negativa. En enero de 2008 la prima de riesgo empieza a crecer hasta alcanzar un máximo de 634 punto básicos en julio de 2012. Desde esa fecha inicia una tendencia descendente hasta valores en torno a 195 puntos básicos en febrero de 2014.