

Crisis de la deuda y nueva gobernanza económica: una alternativa conservadora al gobierno económico europeo

Debt Crisis and New Economic Governance: a Conservative Alternative to the European Economic Government

Francisco Rodríguez Ortiz (*)

Resumen

El período anterior a la crisis de 2007 se ha caracterizado por el peso creciente adquirido por el capital financiero y por la relajación de las normas de regulación en torno al sector financiero. Tras el estallido de la crisis, los gobiernos han tenido que acudir a medidas de inspiración keynesiana para salvar al capitalismo de sus propios excesos. Parecía que se abría un nuevo equilibrio de fuerzas a nivel mundial entre Mercado y Estado, que permitiría un crecimiento más equilibrado. Pero, al final, la crisis financiera ha inducido un desbordamiento del déficit y de las deudas públicas. Europa, más que Estados Unidos, se ha decantado por una política económica basada en unas reglas restrictivas que recortan la discrecionalidad del Estado. El semblante de federalismo económico que se va imponiendo no supone una progresión real en materia de gobernanza económica sino que aleja cada vez más a la eurozona de la democracia y del gobierno económico europeo.

Palabras clave: crisis, déficit, deuda, ajuste, gobernanza

Abstract

Period prior to 2007 downturn was characterized by growing weight of financial capital and a de-regulation process in the financial activity. When economies faced collapse, governments applied for Keynesian measures to save capitalism from its own craziness. It seemed that a new equilibrium was arising between the Market and the States, paving the way to a more sustainable growth. However, this sort of Public support, has ended in a material rise in Public Deficit. Paradoxically, Europe rather than the US has approached this issue by applying restrictive expense rules, reducing national sovereignty. This economic federalism that is being imposed, is not resulting into a real progression in the terms of economic governance. Rather, it moves eurozone away from democracy and European Economic Government.

Keywords: crisis, deficit, debt, adjustment, governance

JEL: E12, E52, E58, E62, E63, H62

(*)Universidad de Deusto

Departamento: Especialidad Económica

Avda. de las Universidades, 24 Bilbao, España

francisco.rodriguez@deusto.es Tlno. 944139205

Área Temática: Crisis y gobernanza

Comunicación

V Premio José Luís Sampedro

1. INTRODUCCIÓN

Entre 2000 y 2007, la economía mundial experimentó un crecimiento sostenido aunque desequilibrado. El consumidor norteamericano se endeudaba mientras China, sobre todo, acumulaba abultados excedentes corrientes. Este período va a coincidir también con el peso creciente adquirido por el capital financiero y con el relajamiento de las exigencias de supervisión prudencial de las entidades financieras. Cuando estalló la crisis en 2007, el valor teórico de los estructurados y derivados de crédito de diversa índole excedía en muchas veces el valor de los activos reales en que se basaban. Los bancos de inversión llevaron su apalancamiento a niveles inauditos, superior en 50 veces o más sus recursos propios ¿Qué ocurriría entonces si se revelaba errónea la hipótesis según la cual no podía contraerse el precio de la vivienda? Como apuntara Minsky (2008), es en la fase ascendente del ciclo económico cuando los gobernantes y el capital tienden a subestimar los riesgos¹. Los periodos de crecimiento desenfrenado del crédito producen una euforia que evoluciona hacia situaciones de insostenibilidad. En el fondo, el punto débil del sistema radica en que la información de los mercados financieros es asimétrica e incompleta, idea desarrollada por Eichengreen (2009: 16-17). Cualquier acontecimiento imprevisible puede suscitar grandes reacciones de los mercados y provocar movimientos bruscos en los precios de los activos que amenazan la estabilidad del sistema financiero y de la economía. A partir de 2007 se precipita la crisis de un modelo de crecimiento que, tras dar lugar a un deterioro de las desigualdades, había fomentado un endeudamiento generalizado de los agentes privados como alternativa a la mejora de los salarios reales. Esta crisis va a ser específica por ser global y por tener su epicentro en los países más desarrollados. Va a evidenciar los límites de una mundialización con déficit de gobernanza económica y va a resultar también reseñable porque va a inducir una gran reactividad de los poderes públicos en los países centrales del capitalismo. El deterioro de los déficits y de las ratios de endeudamiento público, exceptuando el caso griego, no sólo no ha causado la crisis sino que es producto directo de las necesidades de regulación macroeconómica en la fase más contractiva. Al ser considerada la estabilidad financiera como un bien público, los responsables de la política económica tienen que volcar todos sus esfuerzos en evitar que se produzca una crisis sistémica (Boyer et al, 2004). Sin embargo surgía el interrogante de si las varias terapias de inspiración keynesiana eran meramente transitorias y un “mal necesario” para retornar al *status quo* o si se antojaban duraderas y auguraban un retorno del Estado como principal fuerza de regulación de la economía y de mantenimiento del acervo social. Algunos autores, como Stiglitz, valoraban

¹Considera la importancia del crédito en las economías desarrolladas. Diferencia a los agentes que gozan de ingresos suficientes para hacer frente a los compromisos de pago de la deuda de los que sólo pueden sufragar los pagos de los intereses y han de refinanciar el principal. Luego están los que ni siquiera pueden hacer frente al pago de los intereses. Esta categoría tiende a crecer durante la fase especulativa. Necesita que el precio de los activos adquiridos con los préstamos concedidos a la ligera siga creciendo. Según Minsky, las fuerzas del mercado producen un desplazamiento de las posiciones saneadas hacia las especulativas. El descenso del tipo de interés altera las expectativas de beneficio y eleva el endeudamiento. Los varios agentes económicos desean invertir a crédito al suponer que la rentabilidad económica rebasará el coste del endeudamiento. Muchas veces, el propio activo adquirido será utilizado como garantía para acceder al préstamo. Las compras van *in crescendo* y el valor del activo aumenta. Pero el proceso se detiene. Puede ser que los tipos de interés vuelvan a subir, algunos empiezan a vender sus activos y la menor demanda hace descender su precio y el pánico golpea a los sobreendeudados que tienen que deshacerse de sus activos con mayor premura. Ello precipita una nueva y más intensa caída de los precios.

positivamente este nuevo protagonismo del Estado y le concedían un carácter de perdurabilidad. Auguraban el advenimiento de un nuevo orden mundial en el que, consecuencia de los fallos del mercado, se establecía un nuevo equilibrio entre lo público y el mercado (Stiglitz, 2010: 230):

“El gobierno tiene un papel importante que jugar. La revolución de Reagan y Thatcher denigró ese papel. El intento equivocado de reducir el papel del Estado ha dado como resultado una intervención del gobierno como nadie había previsto ni siquiera durante el New-Deal. Ahora tendremos que reconstruir una sociedad donde el papel del mercado y el papel del Estado estén más equilibrados. Un mayor equilibrio puede llevarnos a una economía más eficiente y más estable”.

Brender y Pisani compartían este análisis según el cual la gestión pública de la crisis debería reforzar la centralidad del Estado que tendría que imponer un nuevo marco restrictivo al capital financiero, lo que resultaría positivo para la propia estabilidad del capitalismo (Brender et al, 2009: 120-121). Pero, finalmente, la Gran Recesión provocada principalmente por una *acumulación de deuda privada* en países como España, Irlanda etc., sobre todo una deuda del sector financiero, va a desestabilizar las finanzas públicas y va a propiciar una segunda crisis financiera (Maffei y Forget, 2011: 78) que esta vez va a ser más acusada en Europa. Así, para Martin Wolf o Paul de Grauwe no hay duda posible: la causa fundamental de los desequilibrios actuales del sector público se halla en la tendencia al sobreendeudamiento de los agentes privados.

“El origen de esta crisis no se halla en la indisciplina presupuestaria. La indisciplina del sector financiero y, de manera general, la del sector privado ha desempeñado un papel mucho más relevante” (Wolf, 2011).

“Lo que se oculta tras los problemas de deuda en la eurozona es la acumulación insostenible de deuda en los sectores privados de muchos países de la eurozona. Desde 1999 hasta 2007, cuando estalló la crisis financiera, las familias de la eurozona aumentaron su grado de endeudamiento desde alrededor del 50% del PIB hasta el 70%. El crecimiento de la deuda bancaria en la eurozona fue aún más espectacular, y llegó a superar el 250% del PIB en 2007. Sorprendentemente, el único sector que no experimentó un aumento de su nivel de deuda durante ese periodo fue el sector público, que vio reducirse su deuda desde el 72% hasta el 68% del PIB. Irlanda y España, que hoy son dos de los países con los problemas más graves de deuda gubernamental, experimentaron las reducciones más drásticas en sus proporciones de deuda gubernamental antes de la crisis. También son estos los países con mayor acumulación de deuda privada” (Grauwe, 2011a).

Los mercados y los gobiernos han acordado no obstante responder al sobreendeudamiento del sector privado, desencadenante de la crisis, exigiendo una austeridad extrema al sector público, y tiene que provenir ante todo de un recorte del gasto más que de una reforma selectiva del sistema impositivo que le devolviera la progresividad que ha ido perdiendo desde los años ochenta en la mayor parte de los países desarrollados..

Rogoff y Reinhart apuntan que toda crisis financiera acaba desembocando en un desbordamiento de los déficits y de la deuda pública (Rogoff, Reinhart, 2011: 196-197) cuya sostenibilidad puede verse cuestionada. Ello se debe a la adopción de medidas fiscales y de planes de rescate del sistema bancario, que pueden representar hasta más de un 30% del PIB como en el caso de Irlanda. Debido a que el Estado asume en todas partes las funciones de asegurador de último recurso, las finanzas públicas siempre están sometidas a todos los riesgos de inestabilidad económica y financiera (Pisani-Ferry, 2011: 91). Pero esta crisis de la deuda europea ha sorprendido por su intensidad. Las primas de riesgo habían tendido a desaparecer de forma natural desde 1999 y no actuaban como factor de disciplina

del gasto al no discriminar según los países pertenecientes a la zona euro. Los inversores concedían la misma credibilidad a la emisión de bonos en euros por parte de Alemania o de España. Ahora discriminan según riesgos y al no ser racionales amplifican los movimientos. Presos de lo que Keynes denominaba los “*animal spirits*”, se mueven entre el optimismo desbordante y el pesimismo más acentuado. Antes no temían el riesgo y mostraban apetito por el mismo, ahora buscan ante todo la seguridad. Esa irracionalidad es lo que hace, según Pisani-Ferry (2011: 123), que un nivel de riesgo similar entre dos obligaciones dé lugar, dependiendo del momento, a un spread equivalente, levemente inferior o superior o a una diferencia de varios puntos porcentuales. Ahora surge el temor de que el retorno a unas primas de riesgo previas al euro aboque a muchos países a la insolvencia. Todo lo cual alcanza el balance de las instituciones de crédito y crea una dinámica de segunda crisis financiera y económica.

A partir de 2010, Europa, que no cuenta con la moneda de pago y de reserva internacional, prioriza la consolidación presupuestaria. Se argumenta que las políticas macroeconómicas pueden ser menos activas que en Estados Unidos porque goza de un sistema de protección social más fuerte. El paro en Estados Unidos es equiparado a una calamidad natural y la política macroeconómica actúa como “*seguro colectivo de actividad*” (Fitoussi, 2005: 99). La crisis de la deuda europea ha revelado que si la gobernanza económica presenta deficiencias en tiempos de bonanza, al no ser la eurozona un área monetaria óptima y al estar compuesta por países con importantes divergencias estructurales, resulta penosa en tiempos de turbulencias. Luego los errores políticos cometidos en la gestión de la crisis de la deuda han propiciado que un problema localizado en un Estado menor de la eurozona se haya trasladado al conjunto y que se cuestione hasta la propia viabilidad del euro. Las pérdidas infligidas por Grecia eran asumibles. Aquellas ocasionadas por el contagio de la crisis a las demás deudas soberanas y al sistema bancario europeo ya no lo son.

2. DÍNAMICA DEUDA PÚBLICA/ESTABILIDAD FINANCIERA

Las innovaciones financieras se han nutrido del crédito y han favorecido la expansión del mismo. Las titulizaciones de los créditos iban a permitir a los bancos trasladar a la economía volúmenes crecientes de préstamos y, al final, iban a elevar los riesgos del sistema en lugar de aminorarlos. Ya se observó en 2008 que los bancos habían llenado sus balances con activos inmobiliarios tóxicos y que estaban abocados a recapitalizarse. Una historia que se repetiría con la crisis de la deuda soberana europea. Los bancos son los principales tenedores de la misma al ser considerada como el activo más seguro que no consume capital según las normas de Basilea. Obviamente, si se produce una reestructuración o una quita, las instituciones financieras pueden experimentar grandes pérdidas al igual que dañan sus balances el hecho de que el valor de la deuda pública pierda valor día tras día en los mercados secundarios. La crisis fiscal de la zona euro y la crisis bancaria se retroalimentan desde mayo de 2010: funcionan como vasos comunicantes. Así el FMI alertaba en octubre de 2011 del contagio europeo al conjunto del sistema financiero y urgía a recapitalizar la banca europea que, según sus estimaciones, necesitaría 200.000 millones de euros debido a la depreciación de la deuda pública. Pero las recetas restrictivas de consolidación presupuestaria *aplicadas de forma sincronizada y generalizada* acercan a la eurozona a una nueva recesión. La inflexibilidad manifestada por Alemania y el BCE ha abortado una recuperación que

debería haberse consolidado en 2011². Ello dificulta cumplir con los objetivos de déficit público, obliga a nuevos recortes del gasto y debilita a la banca. De hecho, la Canciller alemana consideraba a partir de octubre de 2011 que la recapitalización de la banca había devenido una prioridad tanto más urgente cuanto que la quita griega era inevitable y no sería del 21% como se había acordado en la reunión del Eurogrupo de julio de 2011 sino que superaría el 50%. La solvencia de los bancos está erosionada por la tenencia de bonos públicos que pierden valor día a día en los mercados, por la concesión de créditos potencialmente morosos debido a la falta de crecimiento económico y por el agujero inmobiliario o el de los activos tóxicos que sigue sin rellenarse. Siendo dudoso que los inversores privados aportasen capital, y vistas las limitaciones para un rescate con fondos públicos, iban a tener que ser puestos a contribución el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y el BCE. Las posiciones en balance de la deuda soberana han pasado a ser un problema tan importante como el de los activos inmobiliarios. La Autoridad Bancaria Europea (EBA) anticipaba en octubre de 2011 que los bancos europeos precisaban 100.000 millones más de capital básico, cifra que el Eurogrupo hacía suya a finales de octubre de 2011. Las entidades financieras alemanas salían menos penalizadas que las de su entorno. La revalorización de la deuda nacional compensaría la depreciación de la deuda periférica. Asimismo, al tiempo que recortaba el valor de la deuda, admitía el grueso de los activos tóxicos, lo que beneficiaba a las entidades alemanas y francesas que son las que hacen banca de inversión.

El sector financiero manifestó su oposición radical al proyecto de recapitalización y argumentó que dicha imposición intensificaría la restricción crediticia. Entendía que el problema ya no radicaba en el capital de los bancos sino en que la deuda soberana había pasado a ser un activo de riesgo, sí bien obviaba que la banca contribuyó a lastrar las cuentas públicas en el momento álgido de la crisis financiera. A partir de mediados de 2010, efecto retorno, le toca a la deuda pública arrastrar el balance de los bancos.

La EBA propuso paralelamente al plan de recapitalización de la banca introducir unos “euroavales” para que la banca se financiara en el mercado y se restableciera el crédito. Se necesitarían garantías supranacionales porque las garantías nacionales resultaban de escasa utilidad en países como España o Italia, con primas de riesgo que rozaban los 500 puntos básicos. Pero, como ocurre con los eurobonos, la garantía sindicada de los países de la Unión choca con la férrea oposición de Alemania.

3. CONSOLIDACIÓN FISCAL GENERALIZADA: ¿UNA TERAPIA ACERTADA PARA LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA?

La crisis de 1929 reveló las bondades de los paradigmas de actuación keynesiana. La crisis de los años setenta desembocó en la “estanflación” y puso de relieve sus límites. La crisis actual ha saturado la capacidad de endeudamiento de los Estados. Pero conviene recordar que el aumento de la deuda en Europa, moderado antes de la crisis financiera, no ha provenido de una subida del gasto público cuyo peso relativo en el PIB ha mermado. Ha sido causado por una

²A partir del II trimestre de 2011, Europa roza ya la recesión y ello plantea interrogantes sobre la sostenibilidad de la deuda privada y pública. La OCDE anticipó en noviembre un frenazo en seco del crecimiento de la zona euro en 2012. Sería del 0,2% frente al 1,9% previsto en junio. El FMI y la Comisión Europea ahondaban en esas oscuras proyecciones.

evolución insatisfactoria de los ingresos debido a la contrarreforma fiscal que se ha impuesto en la mayor parte de los países desde los años ochenta. Así, como destaca Borrell: “Es cierto que en los últimos 10-15 años las democracias occidentales han sustituido la exigencia fiscal por el endeudamiento” (Borrell, Missé, 2011:41). En el fondo, la *ofensiva actual contra los gastos sociales es una ofensiva larvada contra los impuestos*.

El crecimiento sostenible requiere una corrección de los déficits públicos a *medio y largo plazo*. La sostenibilidad de las finanzas públicas revela que los gobiernos no pueden acudir a programas de gasto público *continuo*. Los economistas liberales extrapolan algunos casos nacionales exitosos de los años noventa y tienden a defender unas “*contracciones presupuestarias expansivas*”. La restricción presupuestaria llevaría a un incremento del nivel de actividad debido a la credibilidad recuperada por los gobiernos y a la supuesta caída de la carga de los intereses. Pero el ritmo de la consolidación presupuestaria ha de ir acompasado al vigor de la recuperación. En la actualidad, para granjearse la simpatía de los mercados financieros, se ha impuesto una consolidación presupuestaria *generalizada* que culmina en la “constitucionalización” de las reglas de equilibrio presupuestario (la mal llamada “regla de oro”) y que reduce a poca cosa la capacidad de actuación contracíclica de la política presupuestaria. El gasto público ha de moverse al contrario del de los agentes privados. Así, resulta incomprensible la generalización de las políticas de austeridad en Europa. Los temores manifestados frente a un desbordamiento del gasto público es que interfiera con la estabilidad de los precios y ejerza una presión sobre los tipos de interés del conjunto de la zona. De ahí que desde su génesis, prolongando el pensamiento económico liberal de los años ochenta, la UME aspirara a institucionalizar una vigilancia multilateral de las finanzas públicas. La crisis de la deuda soberana va a ser la coartada perfecta para asentar esta cultura de la austeridad pública como la única eficiente. Sin embargo, el recorte del gasto público resulta demasiado precoz e intenso. Está surtiendo unos efectos económicos más adversos que si se hubiese dilatado más en el tiempo, hubiese sido menos pronunciado y diferenciado según los países. El fracaso de los planes de rescate revela las incongruencias de estas políticas:

“Cada vez queda más claro que la austeridad generalizada en la zona euro no va a calmar a los mercados financieros. Al contrario, la creciente intensidad con la que se aplica la austeridad presupuestaria hará que los mercados financieros tengan menos -y no más- confianza en que la crisis de la deuda soberana puede superarse. Cuando todos los países de la zona euro se ven obligados a aceptar la austeridad a la vez, se ponen en marcha fuerzas deflacionarias que rebajan la producción y los ingresos de los Estados en toda la zona euro. De esta forma, los déficits presupuestarios de los Estados no se reducen lo suficiente como para impedir el incremento de los coeficientes de deuda-PIB. Con ello, el efecto de la austeridad generalizada es la recesión y unos niveles más insostenibles de deuda estatal” (Grauwe, 2011b)

“La restricción presupuestaria llevada a cabo para satisfacer tanto las exigencias de la Comisión Europea como las de los mercados financieros, va a ralentizar el crecimiento en los países que han evitado la quiebra y va a impedir la salida de la recesión en los países inmersos en unas dificultades que no pueden superar con sus únicas fuerzas. El impacto recesivo se verá amplificado por la simultaneidad de las políticas restrictivas. Sin crecimiento, los países afectados por los ataques de los mercados van a tener que apelar a mayores restricciones presupuestarias para mejorar sus finanzas públicas, lo que hará insostenible su situación” (Antonin et al, 2011: 35).

La evolución de la deuda va a estar condicionada por la diferencia entre el tipo de interés y la tasa de crecimiento de la economía. Goodhart, Buitter, Corsetti y Roubini (1993) ya apuntaban que los países con mayor tasa de crecimiento podían sostener un mayor coeficiente deuda/PIB al recortar la ratio del lado del numerador y del denominador. Por exceso de ortodoxia, se ignora dicha aritmética. Los objetivos de reducción del déficit y de la deuda sólo son conciliables con cierta trayectoria del crecimiento y el modelo europeo de salida de la crisis que conlleva ajustes presupuestarios y salariales cada vez más restrictivos, según recrudescen su ofensiva los mercados, lleva a Europa al estancamiento o, peor aún, a la recesión. Las curas de austeridad extrema precipitan a muchos países en la depresión y elevan, como se observa en Grecia y en Portugal, la ratio deuda/PIB pese a los mayores impuestos y a los drásticos recortes de gastos. Cuando el PIB se contrae un 7% en 2011, como ha sido el caso de Grecia, y el país tiene un abultado déficit primario, resulta imposible ni siquiera estabilizar la ratio deuda/PIB. Su deterioro es inevitable.

Así, resulta paradójico desde el punto de vista de una verdadera gobernanza económica europea que todos los países tengan que alcanzar un déficit del 3% para 2013 con independencia de que su déficit fuera inferior al 3,5% en 2009 (Alemania), superior al 15,8% (Grecia) o fuera del 11,1% (España). Resulta incomprensible que Alemania, que se ha beneficiado de la crisis fiscal de la periferia mediante el recorte histórico de los tipos de interés asociados a su deuda, haya adoptado un plan de recorte del gasto público por un importe de 80.000 millones de euros entre 2011 y 2014. Una política de restricciones presupuestarias llevada a cabo de forma simultánea por economías tan interrelacionadas como las europeas genera mayores problemas fiscales al conjunto. Sin embargo, Bruselas, Berlín y Frankfurt no deducen del fracaso de los planes de rescate y del creciente contagio de la crisis de la deuda pública que las políticas de austeridad extrema han fracasado. Ante la evolución insatisfactoria de los saldos presupuestarios, se exige todavía más austeridad.

La urgencia concedida a la consolidación presupuestaria resulta tanto más arriesgada cuanto que la política monetaria ha agotado sus márgenes de maniobra convencionales (Benassy-Quéré et al., 2010), ya no existe la herramienta de ajuste a corto plazo del tipo de cambio y, además, la crisis ha bloqueado los canales tradicionales de transmisión de una política monetaria más acomodaticia al sector privado. En efecto, persiste la fuerte restricción crediticia como consecuencia de las propias necesidades de recapitalización de las entidades financieras. Por otra parte, los hogares tienden a primar el ahorro y las empresas se muestran renuentes a incrementar sus inversiones por mucho que bajen los tipos de interés. Así pues, los límites de la política monetaria convencional harían más necesario el mantenimiento de un mayor activismo de la política presupuestaria. Como subrayan Benassy-Quéré, Chevallier y Fortin (2010: 19), la Historia abunda en ejemplos de ajustes presupuestarios de amplitud que han resultado exitosos. Pero se han producido en períodos de crecimiento más sostenido, han sido más dilatados en el tiempo y han solido ir acompañados por una rebaja sustancial de los tipos de interés y por una depreciación del tipo de cambio. Dichas condiciones de acompañamiento no existen en los países débiles de la eurozona.

El problema no radica tanto en el ajuste presupuestario como en el momento escogido, en su amplitud y en que la terapia se aplica indiscriminadamente a todos los países. Para Krugman, que habla de “masoquismo europeo”, es un error aplicar recortes presupuestarios generalizados. Antes, los médicos creían que drenando la

sangre de un paciente podían purgar los *humores* malignos que causaban la enfermedad. Las sangrías debilitaban aún más al paciente y precipitaban su muerte. La combinación de austeridad para todos y la obsesión del BCE con la inflación hacen que sea imposible para los países endeudados escapar de la trampa de la deuda. Así, expresión de estas crecientes incertidumbres económicas, el coste de financiación no ha dejado de crecer para los países intervenidos o colocados en el ojo del huracán. Paradójicamente, los mercados se muestran escépticos ante las políticas de ajuste sin crecimiento. Los países amenazados con no poder hacer frente a sus compromisos financieros se hallan ante un dilema de difícil resolución (Mafféi, Forget, 2011: 141): sus ratings son degradados, lo que eleva sus primas de riesgo país y sus cargas financieras; pueden también optar por recortar sus gastos públicos para disminuir sus necesidades de financiación pero entonces deterioran sus expectativas de crecimiento. Según Stiglitz, elevar las perspectivas de crecimiento de las economías no pasa tanto por recortar el gasto público a corto plazo como por acometer unas reformas estructurales que eleven la productividad y el crecimiento potencial de las economías. La política actual de consolidación presupuestaria no se refiere a la estructura y finalidades del déficit. No se puede enunciar una regla inmutable de disciplina presupuestaria, como la acordada por el Consejo Europeo de diciembre de 2011, sin considerar la contrapartida del déficit en términos de bienes económicos y sociales. El déficit no sólo produce un hipotético efecto “*crowding-out*” o un posible aumento de la presión fiscal sino que puede contribuir a mejorar los elementos más dinámicos del “crecimiento inteligente” (Stiglitz, 2010: 95). Ahora bien, la globalización limita el alcance expansivo de las políticas de estímulo de la demanda, más aún si son emprendidas por economías escasamente competitivas. Pueden llevar los déficits externos y públicos a unos niveles difícilmente asumibles. Keynes ya analizó las “fugas” vía importaciones. Pero han adquirido mayor acuidad ahora debido a la liberalización generalizada del comercio, interpenetración de las economías y a la nueva estructura del consumo en los países desarrollados. Por otra parte, el propio proceso de desapalancamiento financiero de los hogares tiende a recortar el alcance del impulso público. Un apoyo a la renta de los hogares puede no derivar en un aumento de la demanda, sobre todo para aquellos bienes cuya adquisición va unida a la expansión del crédito y menos aún si el paro es elevado (Artus, 2009: 79).

4. HACIA UNA NUEVA ARQUITECTURA DE LA GOBERNANZA ECONÓMICA

4.1 La crisis desvela las debilidades de la integración monetaria... y las dificultades para salirse del euro

El estallido de la crisis griega ha resquebrajado el modelo de una moneda única sin Estado y ha evidenciado las carencias que dimanaban de la asimetría entre una unión monetaria acabada y una unión económica apenas existente. La crisis de credibilidad de la zona euro ha puesto de relieve las lagunas en materia de gobernanza económica³ y la gran sacrificada va a ser la Europa social. La UME puede funcionar razonablemente bien en períodos de prosperidad pero carece de las herramientas necesarias para enfrentarse a una crisis económica y financiera.

³ El concepto de gobernanza ya expresa una debilidad: la imposibilidad de tener un gobierno único a escala “regional”. Pretende suplir este vacío y atenuar sus efectos más negativos institucionalizando los mecanismos de cooperación entre Estados.

Así, por falta de voluntad política queda descartada la opción de un verdadero presupuesto comunitario con capacidad de actuación contracíclica y, hoy sólo se concibe una soberanía recortada de algunos países sobre sus políticas fiscales. Europa que ha asumido el pleno federalismo monetario adolece de cualquier atisbo de federalismo presupuestario cuando la viabilidad del euro requiere que exista un instrumento *permanente* de solidaridad financiera. Fue descartado para no incitar a la irresponsabilidad presupuestaria a algunos Estados y para evitar una comunitarización de la deuda europea.

“La teoría de las áreas monetarias nos señalan que Europa probablemente ha pecado por exceso de optimismo. Por una parte ha infravalorado los costes de la convergencia « nominal » en términos de crecimiento y de empleo. Por otra parte, ha obviado el tema de la heterogeneidad de las economías y la ausencia de una verdadera solidaridad entre los Estados. Europa ha depositado demasiada fe en la fuerza de integración de la economía de mercado y en las virtudes de las políticas de rigor” (Devoluy, 2011: 80)... “La «Gran Recesión» le ha recordado brutalmente a Europa que no tenía gobierno económico y que sólo contaba con unos mecanismos de vigilancia multilateral que excluyen las lógicas federales” (Devoluy, 2011: 124).

Desde Maastricht, y más aún desde el Pacto de Estabilidad y de Crecimiento (PEC), concebido ya como reacción a la herencia de las concepciones de una regulación macroeconómica de tipo keynesiano, la construcción europea ha estado subordinada a una rigidez de actuación de la política presupuestaria que no se justifica por la lógica económica que subyace a una unión monetaria. Fueron entronizadas unas reglas restrictivas a nivel macroeconómico aplicables por igual a cada uno de los Estados miembros pero no fueron potenciados en paralelo los instrumentos de una regulación macroeconómica de ámbito supranacional susceptible de hacer frente a los eventuales shocks económicos adversos. Así, la pérdida de autonomía de la política monetaria y de la política cambiaria no ha reforzado en Europa el papel estabilizador de la política presupuestaria, tanto más necesario cuanto que las economías son diferentes y que la política monetaria de talla única puede producir efectos divergentes en los diversos países, y hasta contraproducentes en muchos aspectos como se ha podido detectar en el caso de la economía española.

Así, por ejemplo, Alemania se ha decantado desde finales de los noventa por la política de desinflación salarial competitiva. La subida del 25% de los costes laborales unitarios de Italia o de España entre 1999 y 2009 respecto de Alemania, consecuencia en gran parte de las escasas mejoras de productividad en estos países, ha erosionado su competitividad y generado un abultado déficit corriente, sobre todo en España, que no se puede corregir vía depreciación del tipo de cambio. Es más, el euro, sí bien con oscilaciones, ha tendido a apreciarse respecto de las principales divisas desde finales de 2002. Alemania sale hasta beneficiada de dicha apreciación debido a su especialización sectorial e intrasectorial. Su industria importa componentes intermedios para fabricar productos de elevado valor añadido y la apreciación del euro actúa como factor de desinflación y eleva la competitividad de sus exportaciones. La apreciación de la moneda constituye un factor de asimetría añadida en el seno de la zona euro (Artus, Virard, 2008: 133).

Además, la pertenencia a la UME desvía parte de las presiones antes ejercidas sobre el tipo de cambio sobre la prima de riesgo de los países. Así, fueron obviados los abultados déficits exteriores de algunos países como España puesto que desaparecía el riesgo de cambio. Se omitió que en una Unión Monetaria imperfecta como la europea, el riesgo de tipo de cambio se acaba trasladando al riesgo

crediticio. Si se produce una desconfianza sobre la capacidad de crecimiento de una economía y sobre su capacidad para hacer frente a sus compromisos financieros escasearán los flujos de financiación exterior. Asimismo, Japón, Estados Unidos o Reino Unido tienen niveles de endeudamiento superiores a los de muchos países europeos y pagan por su deuda unos precios históricamente bajos. Pero mantienen sus monedas nacionales y la capacidad de financiación ilimitada de su banco central.

“Si nos fijamos en el mundo en general, vemos que el gran factor determinante de los tipos de interés no es la magnitud de la deuda pública, sino sí un gobierno obtiene préstamos en su propia moneda. Japón está mucho más profundamente endeudado que Italia, pero el tipo de interés de los bonos japoneses a largo plazo es solo de alrededor del 1% frente al 7% de Italia. Las perspectivas fiscales de Reino Unido parecen peores que las de España, pero Reino Unido puede adquirir préstamos a poco más del 2% mientras que España está pagando casi un 6%.

Resulta que lo que ha pasado es que al adoptar el euro, España e Italia se han rebajado en la práctica a la categoría de economías tercermundistas que tienen que solicitar préstamos en monedas de otros, con toda la pérdida de flexibilidad que ello conlleva. En particular, como los países de la eurozona no pueden imprimir dinero ni siquiera en caso de emergencia, están sujetos a interrupciones de financiación de un modo en que no lo están los países que han conservado su moneda. Y la consecuencia es la que estamos viendo ahora mismo: Estados Unidos que obtiene préstamos en dólares, no tiene ese problema”⁴ (Krugman, 2011).

El tándem franco-alemán, que ha gestionado esta crisis con las miras puestas en sus respectivos intereses económicos y los de sus sistemas financieros, ha infravalorado el efecto contagio consustancial a la zona euro y que deriva de la solidaridad de hecho entre los países acreedores y deudores. No sólo éstos suelen constituir los mercados externos de los primeros sino que los sistemas financieros de los países acreedores son tenedores de una parte sustancial de la deuda pública y privada de las economías periféricas. Su quiebra crearía graves problemas a los sistemas financieros de los países más desarrollados, desestabilizaría y debilitaría a las economías centrales.

La gestión de la crisis constituye el gran momento de la verdad para la Unión Europea. ¿Puede una Unión constituida por 27 miembros impulsar una autoridad presupuestaria y fiscal de tipo federal para anclar unos mecanismos colectivos de financiación? Ese es en última instancia el gran desafío planteado por la crisis de la deuda soberana a los Estados miembros de la Unión Europea. La alternativa puede ser la ruptura de la zona euro. Parece no obstante poco probable al implicar muchos costes para los países cuya solvencia financiera se halla cuestionada por los mercados y tendría también consecuencias muy perjudiciales para los países que siguieran perteneciendo a la misma. Los países que retornasen a su moneda nacional soportarían una fuerte devaluación que sólo produce efectos económicos benéficos a corto plazo debido a la relación circular entre el tipo de cambio y los precios relativos. Además, subiría su inflación y el banco central debería endurecer su política monetaria. Otra solución es que el banco central monetice la deuda y acepte convivir con mayores niveles de inflación. Ello rompe la competitividad que se pretendía restablecer mediante la devaluación.

Salvo impago, se eleva el peso de los pasivos extranjeros en euros del gobierno, bancos, empresas y familias en un porcentaje igual a la depreciación de la moneda nacional. Esta situación es insostenible y obliga a un impago. Contrapartida a ello

⁴ Convendría recordar los excedentes corrientes de Japón y la compra de deuda pública por residentes internos en un país con una elevada tasa de ahorro interna. En el caso norteamericano, se tiene que considerar el papel peculiar de la moneda como principal moneda de reserva internacional.

son las abultadas pérdidas de los bancos e inversores de la eurozona, lo que eleva su necesidad de recapitalizarse y restringe aún más el crédito a los hogares y empresas. Toda la zona euro saldría dañada. En cuanto al sistema bancario del país que abandonara el euro, se desmoronaría ante la imposibilidad de acceder a financiación a precios abordables y sería víctima de una repatriación de capitales de los inversores y prestamistas extranjeros. Siendo más o menos elevado según los países el diferencial respecto del Bund alemán, éste resulta menor al que acompañaría una salida del euro. Al final, las economías que optaran por colocarse fuera del euro se verían imposibilitadas para emprender unas políticas fiscales más expansivas (Artus, Pastré, 2009: 176).

4.2 Crisis y Fondo Europeo de Estabilidad Financiera

El agravamiento de la crisis griega y su contagio a diversos países de la zona euro iban a obligar a las autoridades europeas a tomar decisiones trascendentes desde el punto de vista de la gobernanza económica de la zona euro. La UE, que descartaba una monetización de la deuda por medio de las compras del BCE, acordaba en mayo de 2010 crear un mecanismo de asistencia financiera destinado a ayudar a los países en dificultad para hacer frente a los compromisos derivados de su deuda⁵. Dicho fondo de rescate era un paliativo ante la negativa del BCE a ser el prestamista de último recurso y estaba pensado como dique de contención al contagio de la crisis griega a España. Luego vendría Italia y ello evidenciaría los límites de este fondo europeo de rescate. El plan llegaba tarde y con dotación insuficiente. Además, los préstamos, hasta el Consejo Europeo de julio de 2011, iban asociados al pago de un interés elevado, entre el 5%-6%. Se aliviaban los problemas de acceso a la liquidez a corto plazo pero se añadía más deuda cara a la deuda ya existente. Este FEEF estaba pensado para resolver un problema que afectaba la estabilidad de la zona euro... y la solvencia de los bancos. En contrapartida los países rescatados tienen que asumir un duro plan de ajuste económico y social que les aboca a la recesión... y a la insolvencia como consecuencia de la dinámica deflacionista del ajuste que les es impuesto.

El Consejo Europeo de diciembre de 2010 acordó que este instrumento transitorio sería permanente a partir de junio de 2013 y se llamaría Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). La Cumbre Europea de diciembre de 2011 adelantó su creación a julio de 2012. La concesión de fondos se hará con una mayoría cualificada del 85% en lugar de a la unanimidad. Ello mantiene el poder de veto de los grandes Estados e impide que pequeños países puedan torpedear un plan de rescate. Lo acordado en torno al MEDE dista mucho de ser satisfactorio. Sus recursos han quedado reducidos a 500.000 millones de euros y Alemania se ha opuesto al deseo francés de convertir este fondo en una institución financiera que pudiera recibir fondos directamente del BCE, si bien éste ha pasado a ser el gestor del fondo.

La extensión de la crisis de la deuda pública a España e Italia evidenció la insuficiencia de los fondos disponibles. Entonces se planteó cómo ampliar los recursos del FEEF sin que los países incrementaran su participación financiera al mismo. Casi la cuadratura del círculo. A cambio de la creación de este mecanismo permanente, la Canciller alemana, en contra de la posición del BCE que veía en ello

⁵ Cuando un país no logra financiarse por sí mismo, el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) acude al mercado con el aval del resto de socios de la zona euro. Los fondos captados son traspasados al país en dificultades y éste tiene teóricamente que devolverlos con intereses.

un factor añadido de crisis debido al elevado grado de exposición del sistema financiero a la deuda soberana, impuso la llamada “participación voluntaria del sector privado” a partir de junio de 2013⁶. Ello iba a desestabilizar aún más los mercados de la deuda de la eurozona. En la Cumbre Europea de diciembre de 2011, Francia lograba que los acreedores privados dejaran de estar involucrados en la solución de la crisis, lo que requeriría bien ampliar los recursos del FEEF, involucrar al FMI y al BCE y/o descartar cualquier posibilidad de impago parcial. De hecho, las reestructuraciones de deuda tendrían lugar según los procedimientos del FMI que excluye los impagos. Ello conllevaría la imposición de unos planes de ajuste aún más duros para estos países. Aunque el acuerdo no mencionaba al BCE, para no comprometer su independencia formal, era llamado a desempeñar un papel más activo en la resolución de la crisis. Intervendría de forma indirecta mediante préstamos bilaterales de los bancos centrales al FMI por un importe de 200.000 millones de euros. Ello le permitiría tener una presencia más activa en las ayudas que pudieran precisar los países con dificultades. Cabe destacar que los fondos disponibles por el FMI son limitados. De hecho, solicitaba a sus socios en enero de 2012 que su capacidad de préstamo fuera llevada hasta el billón de dólares para afrontar la crisis del euro e intentar contener su contagio al conjunto de la economía mundial. Actualmente, los recursos del Fondo se sitúan en torno a 390.000 millones de dólares y está presionando a China, Brasil, Rusia, India, Japón y a los países exportadores de petróleo para que asuman el peso mayor del esfuerzo solicitado. Estados Unidos, mayor financiador del organismo con una cuota del 40%, descarta esta opción que comprometería su poder de veto en el FMI y el acuerdo sería además mal percibido por el Congreso. Y, el año es electoral. Así, los únicos que se comprometieron a poner su parte fueron los socios de la eurozona con el anuncio de una aportación adicional de 150.000 millones de euros. Reino Unido y el resto de países de la Unión Europea pondrían otros 50.000 millones. Con esta aportación, los países del Viejo Continente, principales beneficiarios de la iniciativa, pretendían apaciguar los reproches de los emergentes reacios a elevar su participación financiera para ayudar a Europa si ésta no consentía esfuerzos suplementarios para elevar la capacidad de intervención del propio FEEF.

Asimismo, se intuía que una vez incorporadas en las constituciones las nuevas reglas de disciplina presupuestaria, el BCE intensificaría sus compras de deuda pública en los mercados secundarios.

4.3 Gobernanza presupuestaria restrictiva

Para los liberales, el retorno al equilibrio presupuestario, mediante *contracción* del gasto público, alivia las cargas sociales e incentivaría la creación de empleo. Asimismo, al reducirse la competencia entre el sector privado y público para la captación del ahorro, se produciría una bajada de los tipos de interés que beneficiaría al crecimiento. Se generaría una dinámica de incremento de los ingresos fiscales que favorecería la reducción del déficit público, rebajaría las presiones inflacionistas y dotaría de mayor margen de maniobra a la política monetaria. Ello produciría un efecto positivo sobre el déficit y la deuda (Rojo, 1999:

⁶A partir de dicha fecha, las emisiones de bonos de la zona euro deberán incorporar una “cláusula de acción colectiva” que sirve de advertencia para los compradores privados ante un eventual impago y les impida oponerse a una reestructuración ordenada de la deuda.

37). Así, el nuevo sistema de gobernanza restrictiva y asimétrica pasa por restringir al máximo la autonomía presupuestaria de algunos países y por impulsar una reforma del PEC que limite la acción discrecional del Estado.

Las medidas presentadas por la Comisión, entre mayo y junio de 2010, aspiraban a crear un sistema de vigilancia asimétrica en torno a los desequilibrios presupuestarios. Si bien Europa necesita una más estrecha coordinación de las políticas presupuestarias de sus miembros, base del gobierno económico, lo que requeriría considerar el saldo público y el nivel de endeudamiento global de la zona euro, en lugar de los saldos por países, el enfoque que se ha impuesto únicamente concibe actuaciones nacionales *restrictivas* y se obvia que la política presupuestaria debe combinar regla con discrecionalidad. Un sistema más equilibrado pasaría por determinar en qué cuantía la consolidación presupuestaria emprendida por algunos Estados debería ser compensada por un mayor impulso en los países que gozan de mayor margen de maniobra. Las visiones nacionalistas del ajuste impuestas por Alemania imposibilitan cualquier avance en la materia cuando situaciones coyunturales diferentes y diferentes niveles de dotación en infraestructuras socioeconómicas requerirían respuestas presupuestarias diferenciadas.

El Ecofin formalizó en septiembre de 2010 que las líneas maestras de los presupuestos nacionales serían sometidas a cierta supervisión comunitaria. Se trata formalmente de que los Estados voten sus presupuestos en función de una estrategia colectiva. Los presupuestos de los Estados miembros serán escrutados para detectar eventuales incoherencias respecto de los objetivos recogidos en los programas plurianuales de estabilidad y formulaciones estratégicas del Consejo Europeo hechas en mayo de cada año. Se conoce como “*semestre europeo*”, medidas que entraron en vigor el 1 de enero de 2011, el período durante el cual serán discutidas las orientaciones de los presupuestos nacionales antes de ser sometidos a la aprobación de sus respectivos parlamentos nacionales.

“Este semestre europeo introduce un procedimiento pesado, adoptado en una situación de urgencia, que infravalora el peso de las políticas y de los retos nacionales. Abre las puertas a unos conflictos de soberanía en materia presupuestaria entre la Unión y sus Estados. El aspecto “gobernanza económica común » resulta formal. En realidad, el semestre europeo viene a ser un instrumento adicional para ejercer un control sobre las finanzas públicas nacionales” (Devoluy, 2011: 143).

Este “semestre europeo” es el embrión de un mecanismo de coordinación asimétrica en el futuro y sus decisiones podrían acabar siendo vinculantes. En efecto, las finanzas públicas de las economías periféricas endeudadas tienden a estar colocadas bajo la tutela de los Estados centrales que les imponen la nueva política económica. Alemania sostiene que los instrumentos con los que cuentan las autoridades europeas no bastan para obligar al cumplimiento de los criterios de estabilidad y quiere que los países que incumplan sus compromisos de déficit respondan ante el tribunal de Justicia de Luxemburgo que les impondría las sanciones correspondientes. Francia, que teme esas cesiones de soberanía a las autoridades comunitarias, aboga por dejar los mecanismos de control en manos de los líderes políticos.

Por contra, los países periféricos, cuya capacidad de elección es recortada y que *no pueden acometer políticas expansivas en solitario*, no tienen capacidad para incitar a las economías centrales a impulsar su actividad, lo que contribuiría a atenuar el alcance contractivo del ajuste en las economías periféricas. Es más, la

Comisión presentó a finales de noviembre de 2011 el Libro Verde sobre: “*La viabilidad de la introducción de los bonos de estabilidad*”. Consciente de las reticencias alemanas ante los eurobonos ofreció como compensación que las autoridades comunitarias adquiriesen mayor poder sobre los presupuestos estatales de los países que amenazaran con incumplir las obligaciones del PEC. Se endurecerían los mecanismos de control que derivan del semestre europeo al exigir a los países débiles de la zona euro que constituyeran consejos independientes (no se precisa la base de dicha independencia tecnocrática) y elaborasen sus presupuestos sobre previsiones también independientes (se sigue sin precisar la fuente de dichas previsiones y se obvia que cualquier medida de política económica refleja preferencias políticas). Se vulneran todos los principios de gobierno económico democrático y, sorprendentemente, se “despolitiza” la política económica, sí bien se detectan las inspiraciones ideológicas que se ocultan tras dichos planteamientos tecnocráticos. Asimismo, esta nueva gobernanza resulta tanto más asimétrica cuanto que parece difícil que las autoridades comunitarias puedan imponerse a medio plazo a los debates de los parlamentos francés y alemán.

En lo que se refiere al PEC, su vertiente “preventiva” introduce modificaciones dirigidas a que los Estados miembros emprendan “políticas fiscales prudentes y responsables” para tender hacia el equilibrio presupuestario a medio plazo, es decir, horizonte 2016. Los Estados que no hayan alcanzado dicho objetivo presupuestario tendrán que aceptar que su gasto público crezca por debajo de la tasa de crecimiento estimada del PIB a medio plazo. Para que un país pueda acometer una política de gasto público más generosa, tendrá que haber sido superado con holgura el objetivo de equilibrio presupuestario, que es el que subyace al principio irracional de constitucionalización de la mal llamada “regla de oro”. Al igual, los Ministros de Economía de la Unión acordaron el 15 de marzo de 2011 endurecer los castigos contra los niveles excesivos de deuda. Las nuevas normas, que deberían entrar en vigor en 2014, obligan a reducir el desfase de deuda cuando supera el 60% del PIB en un veinteavo anual y prevén, lo que resulta contraproducente, multas de hasta el 0,2% para los incumplidores.

La Cumbre de diciembre de 2011 iba a sancionar los deseos alemanes de endurecer las reglas de disciplina presupuestaria. Se impulsó un “Pacto de Estabilidad Fiscal”. Los países se comprometían a respetar una “regla de oro”, redactada bajo el control del Tribunal de Justicia Europeo⁷, cuyo objetivo es el retorno al equilibrio presupuestario. Las normas de disciplina serán traspuestas a nivel constitucional o equivalente. Aquellos que no respeten dicha “regla de oro”, se exponen a una sanción automática decidida por la Comisión y adoptada por el Consejo, salvo que se oponga a ella una mayoría cualificada del 85%. Con lo que queda limitada la capacidad de bloqueo de un pequeño país. El plan franco-alemán de unión fiscal ha logrado agrupar, en principio, a 23 de los 27, si bien únicamente se descartaba el Reino Unido y luego la República Checa. El gobierno alemán, punto de vista compartido con el BCE, desea un *gobierno económico que se rija mediante reglas y que limite la discrecionalidad de los poderes públicos*.

⁷Francia, en contra del deseo alemán, descartó que fuera el Tribunal de Justicia quién juzgara la conformidad de los presupuestos nacionales con esta nueva regla. El Tribunal únicamente podrá detectar si la regla de oro está correctamente traspuesta por los Estados miembros y se ajusta al PEC.

“Resulta esencial para el gobierno alemán que el poder político esté sometido a unas reglas que dejen el menor espacio posible a la interpretación. Y hay que estar seguros de que van a ser aplicadas” (Jamet, 2011: 122).

Se ha impuesto una política presupuestaria restrictiva sin política presupuestaria común. El esfuerzo de los Estados para reducir aún más sus gastos públicos y elevar ciertos impuestos para alcanzar la « regla de oro » del equilibrio presupuestario no se ve atenuado por el impulso dado a programas europeos destinados a fomentar el crecimiento por mucho que en la Cumbre Europea de enero de 2012 pareciera ganar enteros la percepción según la cual la austeridad por sí sola no era suficiente para superar la crisis de la deuda y se anunciaba que se impulsaría en paralelo una estrategia para dinamizar el crecimiento. Palabras huecas sin proyección presupuestaria alguna.

Resulta suicida una constitucionalización de las reglas de disciplina presupuestaria mientras persiste la crisis, el paro es masivo y sigue paralizado el sistema financiero. Una lectura estricta del PEC entre septiembre de 2008 y junio de 2009 hubiese llevado Europa a la depresión. Las fases de expansión han de primar la aplicación de unas reglas estrictas pero la interpretación de éstas tiene que ser suficientemente flexible como para dar paso a una mayor discrecionalidad en las fases adversas.

4.4. Gobernanza económica y “Pacto por el Euro”

4.4.1. Una corrección asimétrica de los déficits corrientes

El “*Pacto de Competitividad del Euro*”, rebautizado como “*Pacto por el Euro plus*” en la Cumbre Europea de marzo de 2011, pretende establecer un sistema de alerta temprana y asimétrica en torno a los desequilibrios corrientes y pérdida de competitividad de las economías. Se formularían recomendaciones a los países deficitarios y caso de no aplicar las políticas correctivas sugeridas, podrían verse sometidos a sanciones que alcanzarían el 0,1% de su PIB. Los principios de una gobernanza económica europea más equilibrada requerirían que los desequilibrios fueran reabsorbidos de forma coordinada y simétrica: los países con excedente corriente deberían llevar a cabo políticas expansivas del gasto privado y público. Así, las economías periféricas, que ya no pueden devaluar, podrían corregir paulatinamente sus desequilibrios externos. La UE se ha negado a considerar que igual de pernicioso resultaba para la estabilidad de la zona euro la acumulación de déficits corrientes excesivos (España) como la de excedentes recurrentes (Alemania). Luego, existe un problema no resuelto que tiene que ver con la propia competitividad. Siendo ésta, por definición, un concepto relativo, ¿pueden todos los países ser simultáneamente competitivos? Asimismo, ¿cómo se alcanza dicha competitividad? Si todos los países aplicasen las fórmulas alemanas de la desinflación salarial competitiva para mejorar su saldo de balanza de pagos por cuenta corriente, ¿de dónde provendrían los déficits de los Estados miembros llamados a constituir los excedentes de los países más “competitivos”? Al final, es probable que el crecimiento económico de la eurozona se resintiera negativamente de estas políticas indiscriminadas y que se deteriorase la posición de Alemania. Situación de deterioro económico del conjunto de la eurozona que ya ha pasado a ser realidad según todas las previsiones de crecimiento para los años 2012 y 2013.

4.4.2. “Pacto por el Euro”: un endurecimiento del ajuste salarial

En la UME, la recuperación de la competitividad precio traslada el ajuste al mercado de trabajo. La desaparición del tipo de cambio y la convergencia de los precios en torno a una tasa de inflación baja llevan a los Estados a perseguir una política de desinflación salarial competitiva como la alemana. Ejemplo de ello iba a ser la reforma del mercado de trabajo impulsada por el gobierno español en febrero de 2012. Es particularmente agresiva. Resulta lesiva para los derechos y salarios de los trabajadores, impone una devaluación salarial generalizada y refuerza en todos los campos el poder discrecional de los empresarios en las relaciones laborales. La concepción restrictiva de la competitividad que subyace a la UME desde su génesis ya auguraba, más aún en un entorno caracterizado por la globalización, que el paro iba a mantenerse en cuotas elevadas y que se iban a acudir a las formas arcaicas de flexibilidad en el mercado de trabajo para mantener la moderación salarial o, peor aún, alcanzar un recorte drástico de los salarios. Lógica de ajuste socialmente regresiva, y económicamente peligrosa, que se ha impuesto actualmente en los países europeos.

“En el seno de la zona euro, el empleo se trasladará hacia aquellas partes donde el coste de trabajo por unidad producida proveniente de la evolución comparada de los salarios y de la productividad será el más bajo. El nivel de paro, sanción de los errores cometidos (en términos de gestión del coste salarial) será efectivamente la variable de ajuste de los desequilibrios intraeuropeos. Las economías de pequeña talla, menos diversificadas, más abiertas al exterior, son, sin lugar a dudas, las que se hallan más amenazadas” (Peyrelevade, 2001: 628).

Robert Mundell denunciaba también rigideces institucionales en los mercados de trabajo europeos. Depositaba su confianza en que una vez privados de la herramienta del tipo de cambio, los Estados se verían obligados a desregular sus mercados de trabajo, lo que permitiría alcanzar una mayor flexibilidad a la baja del precio del factor trabajo (Mundell, 1998: 15). El “*Pacto por el Euro plus*” forma parte del planteamiento liberal sobre el que se basa el proyecto de integración monetaria. Así, propone eliminar la cláusula de indexación de los salarios sobre la inflación prevista y sustituirla por una indexación referida únicamente a las mejoras de productividad, lo que profundiza en la merma de poder adquisitivo de los salarios y en un reparto socialmente más regresivo de la renta nacional. Se trata según dicho pacto, que no hace referencia alguna a la evolución de las rentas del capital y a su utilización, de mejorar la rentabilidad alcanzada por el capital en los procesos productivos. Esta lógica puede ser contraproducente en un entorno caracterizado por el paro masivo, el desapalancamiento financiero privado y la abultada restricción crediticia. El ajuste a la baja de los salarios reales para recuperar competitividad produce un incremento de la carga de la deuda real. Este proceso ocasiona graves daños a la economía de las familias y, al trabar el proceso de desapalancamiento, dificulta una salida más pronunciada de la crisis. Al final, la demanda de consumo de los hogares se verá aún más deprimida y ello surtirá nuevas efectos negativos sobre la inversión y el empleo. La recuperación de la demanda depende ciertamente de las oportunidades de inversiones rentables. El rendimiento esperado de la inversión ha de ser mayor que el coste de capital pero se ha de crear también una demanda que aliente la inversión. Para Keynes, que atiende el *círculo económico global*, una reducción de los salarios, que contribuye a rebajar los costes de producción e incide positivamente en la rentabilidad, puede trabar sin embargo el retorno al equilibrio en

el mercado de trabajo si reduce la demanda solvente. Para que la rentabilidad potencial del capital sea real, han de ser creadas unas condiciones favorables del lado de la oferta y de la demanda. Ahí intervienen el reparto de la renta y la redistribución del sector público vía política fiscal y gasto público (Frémeaux, 1998). Esa idea de circuito económico global es asumida por Martin Wolf, editorialista económico del “*Financial Times*”.

“En segundo lugar, la zona euro tiene que adoptar unas políticas que favorezcan el crecimiento económico. Pero no tienen que limitarse a la oferta. Es obvio que la zona euro padece una demanda agregada deficiente. Además, los países más vulnerables no podrán recuperarse sin mejorar su competitividad externa. De no ser así, estarán abocados a una espiral descendente de austeridad presupuestaria, de debilitamiento de la demanda, de incremento del paro, de malos resultados presupuestarios y, por consiguiente, habrán de acentuar el rigor” (Wolf, 2011).

La política de desinflación salarial competitiva ha surtido efectos en Alemania, economía volcada sobre la exportación, pero condena a la eurozona al “crecimiento blando” y amenaza con devolverla a la recesión. La lógica de ajuste restrictivo, tanto en lo presupuestario como en lo salarial y social, amenazan los componentes del “crecimiento inteligente” y profundizan en el declive económico de Europa.

4.4.3. Gobernanza y opción federalizante de los eurobonos

El “*Pacto por el Euro*” representa la alternativa alemana a la propuesta más solidaria y federal de los eurobonos, emisión de deuda europea avalada por todos los países. Los Estados con altos costes de financiación se beneficiarían de la solvencia de los Estados con bajos costes. Su emisión, que supondría un salto cualitativo en la integración, aliviaría la presión negativa sobre la deuda de las economías periféricas, sí bien Alemania padecería un cierto encarecimiento de sus costes de refinanciación, colocados no obstante en unos niveles históricamente bajos y sería realmente el garante último de las deudas de los Estados europeos. En contrapartida a la emisión de dichos eurobonos, todos los países participantes en el sistema tendrían que comprometerse a respetar unas reglas estrictas de disciplina presupuestaria. Serían un complemento necesario a la imposición de duros planes de ajuste y contribuirían a estabilizar al sistema financiero de la eurozona. Pero la comunitarización de la deuda de los miembros tiene difícil encaje con los Tratados actuales y con la Ley Fundamental alemana. Además, resulta técnica y políticamente complicado en ausencia de una autoridad única y de una política fiscal armonizada.

Alemania teme que la creación de una “*Agencia Europea de la Deuda*” disuada a los países ser virtuosos y adoptar las medidas de restricción presupuestaria toda vez que se esfumaría el riesgo crédito del país. De hecho, se había producido de forma espontánea una equiparación de las deudas nacionales entre 1999 y 2009. Además, en caso de *default* de un país los demás tendrían que asumir la carga del mismo y Alemania se erigiría en deudor de último recurso hasta que la obligación llegue a vencimiento, aunque uno desee salirse de la UME antes de dicho plazo. En efecto, la creación de los eurobonos únicamente resulta factible si los países que gozan de una mejor reputación financiera se muestran dispuestos a ponerla al servicio de la eurozona en su conjunto. Lógicamente, el que aporta su credibilidad última al sistema manifiesta fuertes reticencias y exige muchas contrapartidas. Esto es lo que lleva Pisani-Ferry a opinar que:

“La contrapartida a una solidaridad sobre las deudas no podría ser un dispositivo de vigilancia y de sanciones análogas al Pacto de Estabilidad, incluso cuando sea reforzado nuevamente. Éste descansa fundamentalmente sobre un control a posteriori: un país cuyo déficit o deuda son demasiado elevados puede ser sancionado. Sin embargo, un país garante no puede quedar satisfecho con tal mecanismo porque no le resulta posible retirar la garantía concedida a una deuda ya emitida. Sería pues necesario pasar a un régimen de control a priori. Más concretamente, ello significa que si, mañana, dos países, por ejemplo Francia y Alemania, se declaraban solidarias en materia de deuda pública cada uno de ellos debería no sólo ejercer un derecho de vigilancia sino que debería también gozar de un poder de veto sobre las decisiones presupuestarias de su socio caso de que infringiese las reglas comunes. Ello implicaría en el marco europeo una mutualización del veto que debería ser ejercida por una instancia común” (Pisani-Ferry, 2011: 182).

Dicha creación del mercado de los eurobonos sería no obstante la mejor señal que las autoridades europeas podrían transmitir a los mercados en cuanto a gestión simétrica de la crisis. Esta opción resultaría menos peligrosa para los propios alemanes que las dudas que se van forjando en torno a la perdurabilidad de la zona euro. En estos momentos, la posibilidad de quita o quiebra de algunos países afectan a las instituciones financieras y a las empresas que, por falta de credibilidad, ya no acceden a la financiación externa. Los bancos reaccionan reduciendo sus activos y cerrando el grifo del crédito. La supervivencia del euro implica que sus miembros acuerden asumir la responsabilidad colectiva de sus deudas.

La Comisión presentó en noviembre de 2011 el Libro Verde sobre *la viabilidad de la introducción de los bonos de estabilidad*. Inspirándose en los trabajos del Instituto Bruegel (Delpla, Von Weizsäcker, 2010), propone tres tipos de bonos de estabilidad. El primer tipo, el modelo más ambicioso, aspiraría a la sustitución de todos los bonos nacionales por los bonos de estabilidad que tendrían la garantía solidaria de todos los Estados miembros, lo que exigiría la reforma del Tratado, especialmente del artículo 125. El segundo sistema propuesto es una sustitución parcial de los bonos nacionales por bonos de estabilidad. La deuda que no llegue al 60% del PIB de un país sería emitida en forma de eurobonos (bonos azules) con garantía solidaria de todos los Estados miembros, lo que la abarataría. La deuda superior al 60% sería emitida directamente por los Estados a través de bonos nacionales (bonos rojos). Al tener únicamente una garantía nacional, serían más caros. La penalización sería un aliciente para no endeudarse más allá del 60%. Esta opción requiere también la reforma del Tratado. El tercer tipo de eurobonos implicaría una sustitución parcial de la deuda nacional por eurobonos. Pero en este caso, los bonos no tendrían la garantía solidaria de los demás Estados, sino que cada país garantizaría su parte. Se efectuaría una emisión conjunta europea según las necesidades globales, que sustituiría parcialmente los bonos nacionales, pero que solo tendrían las garantías proporcionales a las necesidades de cada Estado. En este caso los Estados se beneficiarían de las ventajas de una emisión conjunta y de las garantías añadidas que cada Estado dispusiera. Esta propuesta proporcionaría mucho menos beneficios que las dos anteriores, pero requeriría menos precondiciones.

La iniciativa comunitaria no tiene recorrido toda vez que suscitó las iras de Alemania. De hecho, la Cumbre Europea de diciembre de 2011 oficializó el rechazo alemán a la mutualización de la deuda.

5. LA CRISIS ALTERA EL PAPEL CONSERVADOR DEL BCE

Un aspecto positivo de esta crisis de la deuda soberana europea es que va a trastocar el papel del BCE. No solo va a tener que proseguir con su política de

liquidez generosa y rebajar la calidad de las garantías aceptadas en contrapartida sino que, además de la barra libre, va a tener que alargar los plazos de sus préstamos y ha tenido que abrir líneas de provisión de liquidez en dólares (líneas de swaps en dólares concertadas con la Fed) para compensar los problemas de acceso a la liquidez en otras divisas de las entidades de crédito⁸. Además, más importante, si cabe, se ve abocado a adquirir títulos de la deuda pública y privada en los mercados secundarios (Betbèze et al, 2011: 18), situación que deriva de una lectura forzada de los tratados, que desvirtúa su espíritu, y que equivale a *una monetización indirecta* de la deuda de algunos países. No sólo persigue adquirir indirectamente deuda de los países sometidos a presión sino rebajar también el coste de emisión de la deuda primaria. Compra deuda a los inversores que se la compraron directamente al Estado pero que desean venderla antes de vencimiento. Si las ventas se generalizan, el precio del título cae o se derrumba, según la intensidad de las ventas. Ello obligaría al país afectado a ofrecer rendimientos más elevados cuando intente colocar nueva deuda. La compra de bonos en el mercado secundario por parte del BCE permite mantener la demanda de esos títulos y evitar una caída demasiado pronunciada de su precio. El BCE ha tenido que comprometer su sacrosanta independencia referida a la estabilidad monetaria y al asentamiento de la credibilidad antiinflacionista, sí bien lo ha hecho con muchas reservas. Ha dejado claro que las medidas no convencionales eran temporales y que su misión fundamental seguía siendo la estabilidad monetaria. El sistema institucional europeo seguía adoleciendo de un prestamista de última instancia que devolviera la confianza a los mercados. Una situación de excepción requiere no obstante que se adopten medidas de similar naturaleza.

Sin embargo, se evidencia cada vez más que una respuesta a la crisis pasaría por *institucionalizar*, lo que exige vencer las reticencias alemanas y una reforma del Tratado, el papel del BCE como prestamista de último recurso del área euro. Debería desempeñar un papel similar al que ha mantenido la Fed o el Banco de Inglaterra, lo que ayudaría a devolver la normalidad al mercado del crédito (Mafféi, Forget, 2011). La exigencia de un nuevo mandato para el BCE es común a muchos economistas. Así Wyplosz avisa que "El fondo de rescate es demasiado pequeño para afrontar el riesgo añadido de España e Italia. Se necesitaría una reserva de tres billones al menos, y ningún Gobierno puede con eso. La única manera de evitar la crisis es que el BCE garantice toda la deuda pública europea. Cuanto más esperemos, más profunda será la crisis. Y la recesión". La situación presupuestaria del Reino Unido es peor que la de España pero la certeza de que el Banco de Inglaterra puede prevenir la especulación contra la deuda británica resulta suficiente para tranquilizar a los inversores.

Bien es verdad no obstante que sus compras de deuda pública en los mercados secundarios, llevadas a cabo para contener un nuevo seísmo financiero, son percibidas como una medida excepcional y su acción es más timorata que la de la Fed. Así, entre junio de 2010 y junio de 2011, sólo había adquirido 74.000 millones de euros de deuda en los mercados secundarios y sus fobias antiinflacionistas le habían a esterilizar sus compras, lo que limita el alcance contracíclico de la medida.

⁸La banca europea, con un acceso cerrado al mercado de capitales, necesitaba que el BCE le proporcionase los dólares que antes llegaban de EE UU y que han dejado de venir por miedo a un accidente en alguna entidad.

En el mismo tiempo, la Fed, más sensible a los riesgos deflacionistas, había realizado compras por más de 700.000 millones de dólares sin esterilizarlas. Pero la crisis europea empeora a partir de julio de 2011. El contagio se propaga. Italia pasa a ser uno de los países más expuestos. Grecia necesita un 2º plan de rescate, peligra la supervivencia del euro y la economía mundial vuelve a flirtear con los riesgos de crisis financiera y de recesión. Únicamente el BCE tiene envergadura suficiente para responder a este reto y se ve abocado a intensificar sus compras en los mercados de la deuda de muchos países a partir de julio para aminorar las tensiones sobre las primas de riesgo.

En octubre de 2011, el BCE, convertido de hecho en el prestamista de último recurso de la eurozona, tuvo que lanzar unas operaciones excepcionales de liquidez para ayudar a las entidades de la zona euro a refinanciarse. Inició un nuevo programa de compras de cédulas hipotecarias a los bancos, llamado CDBB2. Comenzó en noviembre de 2011 y finalizará en octubre de 2012. Tenía un monto relativamente modesto de 40.000 millones de euros. Esta medida no era totalmente nueva. Ya había comprado cédulas, activo financiero respaldado por hipotecas o créditos, entre 2009 y 2010 por un importe de 60.000 millones de euros. Estas operaciones están pensadas para ofrecer a las entidades financieras cierto desahogo financiero en un entorno de escasez de compradores finales. Además, se iban a efectuar dos operaciones a más largo plazo de crédito ilimitado y adicional a las operaciones regulares de refinanciación. Una se celebraría en octubre y tendría un vencimiento a 12 meses. La otra se iniciaría en diciembre y tendría un vencimiento de 13 meses. Pero la crisis no remite e incide cada vez más negativamente en la estabilidad de las instituciones financieras y estrangula el crédito. En diciembre de 2011, medida inaudita, anunciaba dos subastas extraordinarias de liquidez a 36 meses (diciembre 2011 y febrero 2012). Serían de "barra libre", es decir, sin límites en cuanto al dinero que pueden pedir los bancos. Normalmente los bancos se financian a más largo plazo mediante emisiones de bonos, cédulas etc. Pero ahora el mercado de capitales les está cerrado. Además, en contra de lo que ocurrió entre 2008 y 2009, los Estados tienen cada vez más dificultades para financiarse y han de pagar elevados tipos de interés. No pueden realmente avalar a los bancos para que emitan. De ahí que se tenga que acudir a medidas no convencionales del BCE. Asimismo, al ofrecer liquidez a tres años, daba a los bancos más libertad de movimiento para comprar deuda soberana y les ofrecía la posibilidad de mejorar sus resultados al prestarles dinero al 1% para comprar deuda a tipo muy superior. Paralelamente, se seguía rebajando la calidad de las garantías aportadas por los bancos para acceder a la liquidez.

Asimismo, el BCE mantiene sus fobias antiinflacionistas. Así, reproduciendo el error cometido en julio de 2008, elevó el tipo de referencia hasta el 1,25% en abril y lo llevó al 1,5% en julio de 2011. Estas subidas se acoplaban mal a las necesidades de unas economías periféricas sobreendeudadas y en crisis de crecimiento y resultaban tanto menos oportunas cuanto que coincidían con una política de consolidación presupuestaria pública. De hecho, el nuevo Presidente del BCE, Mario Draghi, inauguraría su cargo en noviembre de 2011 reconduciéndolos hasta el 1,25% y el 1% en diciembre. Preocupado por los riesgos de recesión y convencido de que tenía que contribuir a la estabilización de los mercados de la deuda y de las instituciones financieras relativizaba los riesgos inflacionistas en una zona que tendía a reencontrarse con la recesión.

La subida de los tipos de interés por parte del BCE resultaba tanto más incongruente cuanto que, aparte de no existir riesgos de transmisión inflacionista en los países

desarrollados (Rodríguez, 2010), algunos economistas como Olivier Blanchard, Economista-Jefe del FMI, proponen subir la tasa de inflación asumible por los bancos centrales hasta el 4%. Ello evitaría crisis de deflación y dotaría a la política monetaria de mayor margen de maniobra, caso de shock económico adverso. Blanchard pasa a cuestionar lo que estaba asentado como un dogma por la institución que encarna. Su idea es simple: si al iniciarse la crisis la tasa de inflación hubiese sido más elevada, los tipos de interés se hubieran colocado, de media, en niveles superiores. Ello habría permitido mayores recortes de los mismos y habría contribuido a limitar la contracción de la producción y el fuerte deterioro de las cuentas públicas.

Además, la inflación contribuye a depreciar la deuda y ayuda a estabilizar la ratio deuda/PIB, postura compartida por Mafféi y Forget (2011: 181-182) que sostienen que una salida a esta crisis pasaría por aceptar una inflación relativamente más elevada. Pero los bancos centrales se resisten a tirar por la borda la herencia de las políticas desinflacionistas iniciadas en los años ochenta. Así, el BCE rechaza que pueda coexistir una relativa inflación con bajos tipos de interés. Resulta difícil imaginar que acepte tasas "elevadas" de inflación del 4% con tipos de interés del 1% o nulos. Asimismo, esta opción inflacionista dirigida a reducir el peso real del endeudamiento en los países menos competitivos choca con los intereses de los países más competitivos. El BCE se resiste a reconocer que el riesgo mayor para una economía, más aún si está endeudada, proviene de la deflación que eleva la carga de la deuda (principal e intereses), las moras y las quiebras empresariales. Se complica la situación de unas entidades bancarias que van cayendo en situación de insolvencia y restringen el crédito, lo que profundiza en las presiones deflacionistas. Haría bien el BCE en no omitir este riesgo en la actual coyuntura contractiva.

La UME necesita un prestamista de última instancia que tome la deuda de los países afectados hasta que recobren una tasa de crecimiento que les capacite para refinanciar sus deudas. En el fondo, los inversores desconfían de las propias recetas de restricción presupuestaria que imponen a los gobernantes y desean que el BCE dote al mercado de mayor liquidez y que adquiera títulos de la deuda pública de forma *sistemática* cuando sea necesario. Caben dudas sobre la continuidad de las actuaciones del BCE que ha anunciado que su programa de compra de bonos es limitado en tamaño y tiempo. Parece no obstante que el pacto franco-alemán para refundar la eurozona pasa por que el BCE intensifique las compras de las deudas a cambio de endurecer las reglas de disciplina presupuestaria.

6. CONCLUSIONES

La crisis de la deuda soberana europea ha evidenciado el equilibrio inestable sobre el que se sustentaba la UME que nunca ha sido un área monetaria óptima, que está compuesta por países con niveles de desarrollo muy dispares y con diversas productividades sectoriales. No goza de una movilidad intracomunitaria de los factores de producción, no dispone de una herramienta presupuestaria centralizada y los shocks asimétricos no se pueden amortiguar mediante transferencias de rentas. La eurozona amenaza con derrumbarse si sus miembros son incapaces de forjar una unión económica, fiscal y política que les permita superar sus diferencias estructurales y disparidad de resultados económicos. De no tender hacia ese objetivo, ¿resulta realista contemplar una gobernanza económica europea?

A falta de solidaridad intracomunitaria, se han generalizado las políticas de consolidación presupuestaria mediante recortes de gastos públicos y las subidas de los impuestos menos “sociales”. Europa se vuela a acercar a la recesión, lo que hace insostenibles las deudas privadas y públicas. En este contexto, es incluso un error elevar la ratio de solvencia mínima de los bancos sistémicos lo que les lleva a conceder menos créditos. La sostenibilidad del crecimiento europeo pasa también por que Alemania aproveche el margen de maniobra del que dispone y estimule su demanda agregada. Veinte años tras Maastricht, los países de la UE siguen apostando por la adopción de medidas de política económica que empobrecen a los vecinos y les trasladan la resolución de sus desequilibrios. Paralelamente a ello tiene que aceptar que el BCE se erija en prestamista de último recurso de la eurozona y que la unión monetaria sea completada con un Tesoro Europeo.

Finalmente, la crisis de la deuda europea plantea, más que cualquier otro episodio anterior, el tema de la cesión del control democrático sobre la política económica a los mercados financieros. Así, se restringe cada vez más el campo de acción contracíclica de la política presupuestaria. Este falso federalismo fiscal, concebido únicamente en su dimensión restrictiva, no sólo no supone un avance real en términos de gobernanza de la UME sino que, junto con las preferencias mantenidas por el BCE y las limitaciones a las que se le somete, nos aleja de cualquier posibilidad de gobierno económico europeo.

Extrapolando el pensamiento de Dani Rodrick (2012), se podría hablar del “trilema político fundamental de la economía europea”: la imposibilidad de compatibilizar en la actualidad Democracia, autonomía del Estado nación y profundización de la integración europea cuyo enfoque actual únicamente es restrictivo en lo económico y en lo social. Así, profundizar en el modelo *actual* de integración asimétrica y restrictiva conlleva renunciar a gran parte de la autonomía del Estado en materia de política macroeconómica, lo que queda evidenciado con la constitucionalización de las reglas de equilibrio presupuestario (la mal llamada “regla de oro”), y esa renuncia supone sacrificar los pilares esenciales de la Democracia política y social en Europa. ¿Pero, hay futuro fuera del euro y permitiría ello salir del círculo vicioso déficit, deuda y recesión a un país que, como Grecia, mantiene un abultado déficit comercial?

BIBLIOGRAFÍA

ANTONIN, C., COCHARD, M., LE BAYON, S... (2011): “Le syndrome du poisson rouge: perspectives 2011-2012 pour l’économie mondiale”, *Revue de l’OFCE*, nº 117, Presses de Sciences Po, Paris, avril.

ARTUS, P., VIRARD, M.P. (2008): *La globalisation: le pire est à venir*, La Découverte, Paris.

ARTUS, P.(2009): “Vers une réinvention du régime de croissance”, in: *Fin de monde ou sortie de crise?*, Cercle des économistes (Dir. Dockès, P., Lorenzi, J.H.) Perrin.

ARTUS, P., PASTRE, O. (2009): *Sorties de crise*, Perrin, Paris.

- BENASSY-QUERE, A., CHEVALLIER, A., FORTIN, A. (2010): “Une reprise à plusieurs vitesses”, in: CEPII, *L'Économie mondiale 2011*, La Découverte, Paris.
- BETBEZE, J.P., BORDES, CH., COUPPEY-SOUBEYRAN, J., PLIHON, D. (2011): *Banques centrales et stabilité financière*, Conseil d'Analyse Économique, La Documentation Française, Paris, 2011.
- BOYER, R., DEHOVE, M. Y PLIHON, D. (2004): *Les crises financières*, Conseil d'Analyse Économique, La Documentation Française, Paris.
- BRENDER, A., PISANI, F. (2009): *La crise de la finance globalisée*, La Découverte, Paris.
- BUITER, W., CORSETTI, G., ROUBINI, N. (1993): “Los déficits excesivos: sentidos y contrasentidos de Maastricht”, in: *El déficit público*, Revista del Instituto de Estudios Económicos, Madrid.
- DELPLA, J., VON WEIZSÄCKER, J. (2010): “The Blue Bond Proposal”, Bruegel Policy Brief, may.
- DEVOLUY, M. (2011): *L'euro est-il un échec?*, La Documentation Française, Paris.
- EICHENGREEN, B. (2009): *Qué hacer con las crisis financieras*; Fondo de Cultura Económico, México.
- FITOUSSI, J.P. (2005): *La politique de l'impuissance*, Arléa, Paris.
- FREMEAUX, PH. (1998): *Sortir du piège: la gauche face à la mondialisation*, Syros, Paris.
- GRAUWE (DE), P. (2011a): “Fundamentalistas del déficit”, *El País*, Madrid, 18 de septiembre.
- GRAUWE (DE) (2011b): “El bumerán de la austeridad: ¿A quién le importa la vida de la Eurozona?”, *El Economista*, 18 de noviembre.
- JAMET, J.F. (2011): *L'Europe peut-elle se passer d'un gouvernement économique?*, La Documentation Française, Paris.
- KRUGMAN, P. (2011): “Leyendas del fracaso”, *El País-Negocios*, Madrid, 13 de noviembre.
- MAFFEI, B., FORGET, J. (2011): *L'Europe survivra-t-elle à la mondialisation?*, Economica, Paris.
- MINSKY, H. (2008): *Stabilizing an Unstable Economy*, Mc Graw Hill, New-York.
- Mundell, R. (1998): “El futuro del euro: una expectativa favorable”, *Política Exterior*, nº 63, Madrid.

- PEYRELEVADE, J. (2001): “Une stratégie pour la croissance” in, Fauroux, R., Spitz, B.: *Notre Etat, le livre vérité de la fonction publique*, Robert Laffont, Paris.
- PISANI-FERRY, J. (2011) : *Le réveil des démons : la crise de l'euro et comment nous en sortir*, Fayard, Paris.
- RODRÍK, D. (2012) : *La paradoja de la globalización*, Antoni Bosch editor, Barcelona.
- RODRÍGUEZ ORTIZ, F. (2010): *Crisis de un capitalismo patrimonial y parasitario*, Los Libros de la Catarata, Madrid.
- ROGOFF, K., REINHART, C. (2011): *Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera*, Fondo de Cultura Económica de España, Madrid.
- ROJO, L.Á. (1999): “Algunas reflexiones sobre el inicio de la Unión Monetaria”; in: El euro y sus repercusiones sobre la economía española, *Fundación BBV*, Madrid.
- STIGLITZ, J.(2010): *Caída libre*, Taurus, Madrid.
- WOLF, M. (2011): “L’option la moins mauvaise”, *Le Monde*, Paris, 6 décembre.