

*Francisco Rodríguez Ortiz**

*Laura Gómez Urquijo***

EUROPA: ENTRE LA CRISIS DE LA DEUDA Y LA BÚSQUEDA DE UNA GOBERNANZA ECONÓMICA

El poder de los mercados financieros ha llevado a los países de la eurozona desde un gasto discrecional histórico a una retirada colectiva de los incentivos públicos a las economías, sin distinguir entre sus diferentes situaciones. La gestión del endeudamiento pone de relieve la distancia respecto a economías fuera de las ataduras de la unión monetaria, como Estados Unidos, en torno a los márgenes de las políticas de estímulo y austeridad y exige nuevos instrumentos de gobernanza económica. La cuestión clave está en la validez de estos instrumentos para acompañar los ajustes que deben hacer los distintos Gobiernos y el peso que van a tener sus diversos intereses en la definición de la política económica.

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

Clasificación JEL: F36, F42.

1. ¿Paradigmas keynesianos o retorno a la disciplina de los mercados?

Esta crisis, cuyo epicentro se ha ubicado en los países más desarrollados, ha inducido una gran reactividad de los poderes públicos, la cual ha llevado a niveles desconocidos los déficits y la deuda pública. Los países desarrollados retornaban a los paradigmas keynesianos de actuación pública para evitar repetir los errores de 1929, si bien Estados Unidos se mostraba más beligerante que Europa en los ámbitos monetarios y presupuestarios (Schelke, 2009). Así, la Comisión siguió recomendando, hasta marzo de 2009, la apertura de procedimientos por déficit excesivo a los Estados con déficits estructurales. Por contra, infringiendo los

pilares centrales de la «buena gobernanza», la prioridad concedida al crecimiento llevó a las autoridades americanas a ser más benevolente con el déficit y a cuestionar, de hecho, la independencia del banco central respecto del Tesoro.

Pero en lo fundamental, la intensidad adquirida por la crisis hizo que las diversas respuestas aportadas a la crisis se alejaran de los postulados básicos de un neoliberalismo dominante desde finales de los años setenta y centrado en la estabilidad monetaria y control de los déficit públicos. El crecimiento y el empleo eran considerados como una derivada de la estabilidad económica y del funcionamiento eficiente de los mercados. Además, las recetas de inspiración keynesiana tenían escaso predicamento al haber producido una situación de *estanflación* entre mediados y finales de los setenta y al ser incapaces de devolver las economías al pleno empleo. Aún así, esta crisis ha puesto en entredicho la supuesta eficiencia intrínseca de ▷

* Profesor Doctor Encargado. Departamento Especialidad Económica. Facultad de Derecho. Universidad de Deusto.

** Profesora Titular. Departamento Especialidad Económica. Facultad de Derecho. Universidad de Deusto.

unos mercados dominados por unas finanzas globalizadas crecientemente alejadas de la economía real (Rodríguez, 2010) y muchos eran los economistas y organismos internacionales que, tras haber defendido con fervor las recetas más liberales, pasaron a denunciar las debilidades de las regulaciones.

Los efectos más perniciosos de esta crisis provocada por la desregulación y los excesos en materia de apalancamiento financiero de los diversos agentes privados (Alejo González, 2008; Lubochinsky, 2009) van a obligar a los poderes públicos, con independencia de sus preferencias ideológicas, a intervenir de forma contundente mediante la política monetaria, la política fiscal y la política presupuestaria para salvar a las elites del capitalismo. La crisis ha producido el retorno a un intervencionismo estatal de gran dimensión destinado a corregir los efectos de los excesos pasados y suplir la atonía de la iniciativa privada. Parecía anunciar una nueva sociedad en la que el papel del mercado y el del Estado estarían más equilibrados, lo que dotaría a la economía de una mayor eficiencia y estabilidad (Stiglitz, 2010).

La propia estabilidad financiera parecía pasar por una redefinición del papel de los Estados respecto de las instituciones financieras, muchas de las cuales habían sido rescatadas por fondos y garantías públicas (Brender y Pisani, 2009). Según dichos autores «colocar la globalización financiera al servicio del desarrollo económico pasa menos por una reforma de las finanzas o del capitalismo que por una redefinición del papel del Estado en el propio funcionamiento de las finanzas... ¡y del capitalismo!». Keynes ya aludió al nihilismo de los mercados de capitales cuando apuntó que, privados de regulación, “convierten el empleo y el bienestar en un simple efecto secundario de la actividad de un casino”.

Contener los efectos más destructivos de la crisis ha obligado a los Estados a emprender acciones en materia de gasto público discrecional. Ello, unido al juego adverso de los estabilizadores automáticos, ha llevado los déficit públicos y la deuda

a niveles históricos, tanto más cuanto que la mayor parte de los Estados europeos venían desarrollando desde mediados de los años ochenta unas reformas fiscales que limitaban la progresividad de los impuestos.

Pero, consecuencia de los niveles alcanzados por los déficit y la deuda pública, el intervencionismo estatal tendería a ser crecientemente cuestionado a partir de la cumbre del G20 de Pittsburgh y, más aún, tras la de Toronto. Ciertamente es que cuando los componentes privados de la demanda agregada evolucionan de forma plana o negativa, atenuar la intensidad de la caída obliga a recurrir a mayores niveles de déficit y de deuda. Pero, ¿hasta dónde puede ir dicho déficit, cuánto tiempo puede aguantar y cómo se financia? ¿en qué momento habrán de subir los impuestos y/o habrá de ser restringido el gasto público? El dilema al que se enfrentan en la actualidad muchos Gobiernos de la periferia europea es que aunque quisieran aplicar nuevos recortes fiscales e incrementar las diversas partidas de gasto público para estimular la actividad, padecen ya unos déficits públicos sin precedentes que están llevando la deuda pública a niveles insostenibles. Basta para convencerse de ello remitirse a las dificultades crecientes de financiación de Grecia, Irlanda, Portugal y España.

Los países de la eurozona iban a ser los principales valedores de la necesidad de acelerar la retirada de los estímulos públicos para ir consolidando las finanzas públicas, aunque ello supusiese un recorte sin precedentes, tanto a corto como a medio plazo, de los componentes centrales de las políticas que sustentan el Estado social. Además, estando convencidos los principales Gobiernos de la Unión Europea de que lo peor de la crisis económica ya había pasado, opinión menos compartida por las autoridades norteamericanas, tendieron a considerar que las intervenciones públicas habían pasado a ser desestabilizadoras (riesgo de un efecto *crowding-out*; probable subida de los impuestos en un futuro cercano para hacer frente a la financiación del déficit e incremento del ahorro para asumir la futura carga fiscal). Todo lo cual, caso ▷

de ocurrir, atenúa el alcance expansivo del gasto público. En cuanto a la «crisis griega», iba a precipitar los ritmos e intensidad de los ajustes presupuestarios.

Un sistema financiero salvado en muchos países de su mala gestión del riesgo por la acción pública, lo cual ha deteriorado los déficits y las ratios de endeudamiento, ha vuelto a poner en tela de juicio la credibilidad de un número creciente de Estados europeos. Los mercados han vuelto a ejercer una función de control sobre los Gobiernos amenazándolos con no prestarles más dinero y con no renovarles los créditos pendientes. Resulta paradójico que los Estados europeos sean ahora reos de dichas instituciones financieras que, por si fuera poco, obtienen ahora liquidez a bajo precio del Banco Central Europeo (BCE) con la que presionan a los Estados soberanos. Como apunta Xavier Timbaud (Timbaud, 2010): «Resulta una paradoja extraña que nos entreguemos al juicio de los mercados financieros cuando aún seguimos inmersos en una crisis provocada por el más abultado error de juicio jamás cometido por dichos mercados financieros. ¿Cómo podemos aceptar someternos por anticipación al juego de unos actores financieros que deben su supervivencia a unos déficits que censuran en la actualidad?».

François Chesnais (Chesnais, 1997) destacaba la fuerza de los mercados financieros frente a los Estados debido a que detentaban la mayor parte de su deuda pública y tenían capacidad para someter los tipos de interés a largo plazo a grandes oscilaciones. Su interpretación adquiere particular relevancia para analizar los mecanismos de la crisis contemporánea de la deuda soberana en algunos países europeos y la adopción de las duras medidas de ajuste socioeconómico por parte de la mayor parte de los Gobiernos para rebajar la prima de riesgo-país y no ser marginados por los capitales internacionales.

También resulta de actualidad la afirmación hecha en febrero de 1996 por Hans Tietmeyer, antiguo presidente del Bundesbank, en el Forum Mundial de Davos. Señaló los límites de la autono-

mía nacional en materia de política económica y relativizó el papel de las instituciones democráticas respecto de las disciplinas que los mercados imponen a una acción pública percibida como desestabilizadora:

«Los mercados financieros asumirán cada vez más en el futuro el papel de *gendarmes* de los poderes públicos y se producirán oscilaciones erráticas en caso de incertidumbre sobre las políticas gubernamentales. Los políticos han de comprender que se hallan bajo el control de los mercados financieros y no ya simplemente bajo el de los debates nacionales», (Lipietz, 1996).

Los mercados tendrían capacidad para condicionar y modificar las políticas económicas nacionales, imponer ajustes poco deseados y socialmente costosos, acentuar la volatilidad de los precios de los activos financieros, difundir las tensiones de unos mercados a otros, etcétera (Rojo, 2002). La liberalización de los movimientos de capitales habría producido un desplazamiento del poder real hacia los mercados financieros que ejercen un control creciente sobre la acción de los Gobiernos, sin que la recíproca sea cierta. Las respuestas recientes aportadas a la crisis de las deudas soberanas reflejarían el poder consolidado de las finanzas globalizadas frente a las estructuras estatales y a su capacidad de regulación macroeconómica. No sólo no han cedido los mercados financieros ni un ápice de su protagonismo, sino que se han erigido en un verdadero gobierno económico mundial en la sombra y han impuesto a unos poderes políticos aterrados por su audacia anterior un tratamiento que podría resultar erróneo: retirada rápida e intensa de los impulsos públicos. Fuerzan una austeridad excesiva, más aún en un contexto de paro y de despalancamiento financiero generalizado, susceptible de trabar la consolidación presupuestaria y estabilización de la ratio deuda/PIB.

Los riesgos de crecimiento lento son tanto más pronunciados en Europa cuanto que, como ya subrayara Keynes, la política monetaria tiende a perder gran parte de su eficacia en las fases recesivas. Los hogares priman el ahorro, más aún si el ▷

paro es masivo, y las empresas se muestran renuentes a incrementar sus inversiones. Asimismo, los efectos dinamizadores de la política monetaria acomodaticia no sólo están siendo lastrados en esta crisis por la corrección del sobreendeudamiento anterior sino también por la restricción crediticia que deriva de la necesidad de recapitalización de las instituciones financieras. Finalmente, la efectividad de la política monetaria disminuye aún más si, peligro únicamente alejado por la tendencia alcista del precio de las materias primas y alimentarias, se acentúan las tendencias deflacionistas. De ahí que la salida de la crisis conlleve, pese a los riesgos, la necesidad de mantener una política presupuestaria activa, sobre todo en su vertiente inversiones públicas, o impulse a los gobiernos europeos a emprender unas reformas estructurales en los diversos mercados que les permita reencontrarse a más largo plazo con el crecimiento. Asimismo, las políticas de consolidación presupuestaria, necesarias a medio plazo, podrían verse mitigadas por una bajada de los tipos de interés. Pero ya se hallan en niveles históricamente bajos e incompresibles. En cuanto a las medidas monetarias no convencionales, aparte de efectos inciertos, suscitan reservas en Europa. Así pues, la política monetaria poco puede hacer en la actual coyuntura para contrarrestar los efectos más negativos asociados a la rápida e intensa corrección de los déficit públicos. Jordi Sevilla (Sevilla y Bernaldo de Quirós, 2010) sintetiza correctamente las limitaciones del crecimiento de la economía española al destacar que «la situación española se podría resumir, por tanto, de la siguiente manera: hemos tocado fondo, pero nos hemos quedado con pocas herramientas de política económica para empujar hacia arriba con fuerza».

Paradójicamente, la crisis del modelo de crecimiento neoliberal está dando lugar a recetas cada vez más liberales en Europa. Desde marzo de 2010, y más aún desde mayo, está planteado el tema de la deuda pública, tanto más acuciante cuanto que su deterioro coincide con un paro masivo y con una tendencia al envejecimiento de la población. De no subir los impuestos y/o recortar

prestaciones y gastos en inversiones, lo cual compromete el potencial de crecimiento de la economía a más largo plazo, habrían de emitirse volúmenes crecientes de deuda pública a partir de 2015-2020 (Crespo, 2010). Todos los países desarrollados, cuyo crecimiento económico se resiente de la creciente competencia de los países emergentes, tendrán que acudir simultáneamente a los mercados financieros. Ello tendrá profundas consecuencias económicas al tensar los tipos de interés, reforzar el papel financiero de los países emergentes y sacrificar los avances en la intensidad del capital no sólo físico sino de capital tecnológico y humano. Saldrán dañados los elementos más dinámicos que impulsan el «crecimiento inteligente» de muchas economías europeas. Al final, el temor a los mercados ha desembocado en la generalización de las políticas de restricción presupuestaria. Pero, al insistir en el rigor generalizado, los Gobiernos europeos se alejan, no sin riesgos, de los principios keynesianos. En efecto, la evolución de la deuda va a estar condicionada no sólo por el nivel del déficit primario sino también por la diferencia entre el tipo de interés y la tasa de crecimiento nominal de la economía, la cual responde a los estímulos del gasto público, si bien habrían de primar los componentes que inciden en la productividad.

2. Crisis y debilidades de la construcción europea

Esta crisis europea de la deuda, que ha llegado a cuestionar la propia construcción monetaria, ha revelado la debilidad de los mecanismos de solidaridad intracomunitaria y las dificultades de la UEM para sortear de forma coordinada una situación de crisis. Asimismo, (Boissieu 2010), dicha crisis y el incremento de la prima de riesgo país exigida a la deuda de las economías periféricas derivarían de la propia lógica de la integración monetaria.

«Las turbulencias de la zona euro reflejan que la volatilidad de los tipos de cambio, eliminada ▷

entre los países de la zona euro, se ha transformado en un incremento y una mayor volatilidad de los *spreads*. Las transferencias de volatilidad entre mercados de cambio y mercados de capitales son bien conocidas, pero hallan una aplicación nueva en la zona euro».

Ya se dijo en su día, cuando la convergencia hacia la moneda única, que Europa no era un área monetaria óptima y que el constructo europeo era incompleto al centrarse únicamente en su dimensión monetaria y obviar las dimensiones presupuestarias y fiscales. Si bien los Estados federados de Estados Unidos, al igual que ocurre con los Estados de la eurozona, tienen reglas de equilibrio presupuestario, el presupuesto federal auxilia a los Estados en momentos de déficit o de recesión. Por tanto, la prudencia fiscal de los presupuestos de los Estados depende de un presupuesto federal estabilizador al que se permite incumplir la regla de equilibrio. En la eurozona, los Estados miembros no cuentan con la función de estabilización contracíclica de un tercero y tienen que soportar el peso de sus déficit y las obligaciones que derivan de los mismos. Fueron entronizadas unas reglas restrictivas a nivel macroeconómico, aplicables por separado a cada uno de los Estados miembros, pero no fueron potenciados en paralelo los instrumentos de una regulación macroeconómica de ámbito supranacional para hacer frente a los eventuales *shocks* económicos adversos. Así, la pérdida de autonomía de la política monetaria y cambiaria no ha dado lugar en Europa, salvo el alumbramiento del Pacto de Estabilidad y de Crecimiento (PEC), desnaturalizado a partir de 2003 por Francia y Alemania, a la creación de unos instrumentos de gobernanza económica europea, tanto más necesarios cuanto que las economías eran diferentes y la política monetaria única era susceptible de producir efectos dispares, incluso divergentes, en los diversos países. En ese contexto, el peso del ajuste deflacionista tiende a trasladarse íntegramente sobre los mercados de trabajo.

La imposibilidad de contemplar un Gobierno europeo o mundial de la economía globalizada

lleva a reivindicar la necesidad de una gobernanza que establezca algunos principios de actuación colectiva, compense la incapacidad crónica de los mercados globales a autorregularse y limite los efectos sociales más negativos provenientes de las fuerzas del libre mercado. Su ausencia ha sido indudablemente un factor añadido de crisis (Sevilla, 2010).

Las dudas en torno a la sostenibilidad de la deuda soberana de muchos países europeos hacen que la crisis económica está teniendo efectos más devastadores en Europa que en su lugar de origen. Sin embargo, de forma paradójica, las respuestas dadas a la crisis se convierten en un test para el modelo de gobernanza económica de la Unión Europea. En efecto, esta crisis de la deuda implica más al BCE que ha de atender, como no había hecho antes, a los problemas de la economía europea. Tiene también la virtud de señalar los límites de una política monetaria única no acompañada por mayores avances en cuanto a comunitarización de la política presupuestaria. Pero, ¿es imaginable en Europa la existencia de un Gobierno de tipo federal con recursos suficientes para actuar en situación de dificultades de uno o varios de los Estados miembros de la Unión? Europa ha eludido este debate de fondo al crear en mayo de 2010 un mecanismo temporal de asistencia financiera destinado a encarar situaciones de emergencia cuando los mercados comprometen la propia continuidad del euro. Sin embargo, al igual que ya ocurriera con la crisis del Sistema Monetario Europeo entre 1992 y 1993, el efecto contagio no ha sido valorado adecuadamente. Así, por ejemplo, los titubeos iniciales alemanes en torno a la respuesta que convenía aportar a la crisis helena han dado más ímpetu a los mercados financieros y han contribuido a expandir con mayor virulencia la crisis de la deuda a otros países. Cabe destacar, no obstante, que existe una diferencia de calado entre la situación griega y la de los demás países europeos: las triquiñuelas en torno al déficit han desatado la crisis en Grecia mientras que la crisis económica y financiera ha generado los déficits de muchos países europeos periféricos. ▷

En cualquier caso, una verdadera gobernanza económica europea resulta incompatible con unas reglas rígidas aplicables por igual a todos los miembros de la UEM. Situaciones coyunturales nacionales diferentes y niveles dispares de dotación en infraestructuras socioeconómicas requerirían unas respuestas presupuestarias diferenciadas y que fueran consideradas las finalidades económicas y sociales de los déficits. Así, convendría tener en cuenta la estructura del gasto público así como los efectos contractivos asociados a un recorte demasiado intenso del mismo (Stiglitz, 2010). Si el estímulo prima las inversiones, aumentan los activos de la nación paralelamente a su pasivo. Al aumentar su potencial de crecimiento a medio y largo plazo no hay motivo para que los prestamistas se preocupen tanto y para que suban los tipos de interés.

Resulta cuando menos paradójico que se obligue a todos los países, en aplicación de una lectura fundamentalista del PEC, a que hayan de llevar sus déficit públicos por debajo del 3 por 100 para 2013, independientemente de si parten de un déficit inferior al 3,4 por 100 en 2009 (Alemania), de otro del 15,4 por 100 (Grecia) o del 14,3 por 100 (Irlanda) pasando por los 11,1 por 100 de España. Una mejor coordinación de las políticas presupuestarias de los Estados miembros, base central de una mejor gobernanza económica de Europa, requeriría considerar el saldo público global de la zona euro así como su nivel de endeudamiento global en lugar de los saldos individualizados por países. Sin embargo, determinar la intensidad en que cada Estado miembro habría de reducir su déficit o deuda para adecuarse los parámetros globales fijados en Maastricht no es cosa fácil al alcanzar de lleno la soberanía del Estado nación.

La agudización de la crisis griega y su posible contagio a otros países, con el problema de fondo de la credibilidad del euro, iban a obligar a las autoridades europeas a tomar decisiones trascendentes para la futura gobernanza económica. El Consejo Europeo de marzo de 2010 afirmó que ya se había iniciado la recuperación y abogó por el

abandono de las políticas de estímulo. Pero, ¿se asienta sobre bases firmes dicha recuperación? ¿no obedece más bien la retirada de las medidas de estímulo a los apuros de financiación y al excesivo endeudamiento? Así, la UE, que andaba a rebufo de los mercados financieros, acordaba, el 9 de mayo de 2010, poner en marcha un mecanismo de asistencia financiera dotado con 750.000 millones de euros y destinado a ayudar, hasta 2013, a los países de la zona euro con dificultades para hacer frente a los compromisos financieros derivados de su deuda¹. Se trataba de la decisión histórica más relevante para la zona euro desde la creación de la moneda única, aunque el plan llegaba tarde y tras muchas reticencias, que habían endurecido y encarecido el coste de financiación de la deuda. En contrapartida a las ayudas recibidas, o susceptibles de ser acordadas, se impone a los receptores unos programas de austeridad presupuestaria –y unos recortes salariales– que les pueden condenar a padecer un estancamiento económico y un paro masivo durante un largo período de tiempo.

Igualmente, el BCE se vio abocado a adquirir títulos de la deuda pública y privada en los mercados secundarios. Tuvo que comprometer no sólo el espíritu de los Tratados sino su sacrosanta independencia referida al asentamiento de la credibilidad antiinflacionista. Una situación de excepción requería que se adoptasen medidas de similar naturaleza. No cabe duda de que la acción del BCE ▷

¹ La Comisión Europea procede a conceder préstamos o a abrir unas líneas de crédito a los países más frágiles con recursos captados en los mercados de capitales o a través de instituciones financieras. La cuantía de esta primera parte (Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera, MEEF) está limitada por los recursos propios disponibles de la Comisión y asciende a 60.000 millones de euros. La Comisión Europea obtendrá dinero del mercado mediante una emisión de bonos con garantía del presupuesto comunitario.

El segundo pilar del mecanismo (Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, FEFF), que puede movilizar teóricamente hasta 440.000 millones de euros, está constituido por un sistema de garantías aportadas por los Estados miembros de la eurozona aunque, si así lo desean, pueden participar voluntariamente otros países. Está notado con la máxima calificación AAA, lo cual le permite obtener dinero del mercado en mejores condiciones. Las garantías se distribuyen en función de la cuota de participación de cada país en el capital del BCE.

Finalmente, el FMI aporta, para satisfacer las reivindicaciones de Alemania, 250.000 millones de euros a través de sus líneas habituales de crédito.

ha evolucionado con la crisis, si bien fue el último de los bancos centrales en adoptar medidas de facilidades monetarias cuantitativas y el primero en no ampliarlas y retirarlas. En septiembre de 2010, daba por concluida la fase de adquisición de títulos de la deuda pública y endurecía las condiciones de acceso a la liquidez del sistema financiero. Sin embargo, su negativa a seguir adquiriendo dichos títulos y el hecho de que, temiendo un rebote de la inflación, rehusara adoptar nuevos estímulos cuantitativos, precipitó la crisis de la deuda irlandesa a partir de mediados de octubre de 2010. Así, el BCE tuvo que reanudar, a partir de noviembre de 2010, su programa de recompra de títulos de la deuda pública en los mercados secundarios, toda vez que la crisis amenazaba con extenderse a Portugal y a España. La cuantía de títulos adquiridos, en torno a 74.000 millones de euros, resulta no obstante modesta.

¿Será capaz el BCE, junto con la nueva política de los Gobiernos europeos, de estabilizar el mercado de la deuda, dinamizar el crecimiento y evitar que la crisis de la deuda soberana se traslade al balance de las principales entidades de crédito, sobre todo alemanas? Las entidades financieras germanas, que han tenido y tienen que reciclar cantidades ingentes de excedentes externos, son las más afectadas. No sólo han adquirido activos financieros vinculados a los bienes inmuebles estadounidenses, sino que son tenedoras también de gran parte de la deuda soberana de las economías periféricas de la eurozona. Dichas entidades serían las primeras en soportar los riesgos provenientes de una eventual insolvencia de sus deudores. Así pues, las herramientas de la nueva gobernanza económica europea no sólo persiguen rescatar países sino poner un dique de contención para evitar un nuevo seísmo financiero.

Sin embargo, ¿debe el BCE dedicarse a colmar las vías de aguas abiertas por los excesivos déficit públicos? De hecho, vuelve a manifestar sus temores ante la inflación a partir del IV trimestre de 2010 y, en contra de la Reserva Federal norteamericana, se muestra reticente a adoptar nuevos

estímulos cuantitativos. Los deja en el ámbito de lo simbólico. Asimismo, una política más acomodaticia se acopla mal a las necesidades de Alemania, cuya recuperación está siendo más vigorosa de lo previsto, aunque esa no sea la situación de una periferia endeudada. Muchos autores (Krugman de forma recurrente o Roubini y Mihm, 2010) opinan, erróneamente, que los países periféricos están más expuestos al riesgo deflacionista. Los efectos serían desastrosos para los agentes privados y públicos muy endeudados. Además, la situación de estas economías periféricas, sujetas a desequilibrios externos abultados, podría deteriorarse aún más si el BCE endurece el sesgo de su política monetaria y prosigue la apreciación del euro.

3. Se impone una visión restrictiva del gobierno económico europeo

Al cuestionar la crisis de la deuda pública y la credibilidad de la integración monetaria europea, se han tenido que adoptar nuevas reglas económicas decisivas para la configuración de la futura gobernanza económica y para el futuro del euro.

El Consejo Europeo de diciembre de 2010 acuerda la conveniencia, pese a las reservas alemanas, de sustituir los dos mecanismos existentes (FEEF y MEEF), por un nuevo fondo de rescate permanente que permita intervenir a favor de los países con dificultades, a partir de junio de 2013. El nuevo mecanismo permanente de gestión de crisis debería poder adquirir, de forma preventiva, títulos de los países sometidos a presión. El Gobierno alemán aún no se ha pronunciado sobre este tema espinoso y plantea también, pese a la oposición del presidente del BCE y de otros muchos Gobiernos, que temen una mayor fragilización del sistema financiero, la necesidad de corresponsabilizar a los bancos y a los fondos, en la creación de dicho mecanismo. Alemania aboga por un «procedimiento ordenado para los Estados insolventes». Si un país se halla en situación de insolvencia, el fondo le ayudaría pero en contrapartida el país tendría que aceptar una ▷

quita o una reestructuración ordenada de la deuda que pasa por que los bancos tenedores de la deuda de los países fallidos asuman pérdidas de cierta consideración. Finalmente, el Consejo de diciembre de 2010 decide la instauración de este Mecanismo Europeo de Estabilidad destinado a estrechar las condiciones del acceso a las ayudas para los países en situación comprometida, lo que exige una reforma del Tratado en la que debe quedar claro que su uso es excepcional y condicionado. Se propone añadir al artículo 136: «Los Estados miembros cuya moneda es el euro podrán establecer un mecanismo de estabilidad que será activado si fuera indispensable para salvar la zona euro en su conjunto. La concesión de cualquier petición de ayuda financiera bajo el mecanismo estará sujeta a estrictas condiciones». Esta reforma, que debe ser adoptada y ratificada antes de 2013, es mínima y evita las incertidumbres unidas a la apertura de una nueva revisión del Tratado, tras las dificultades que entrañó su aprobación.

Asimismo, las autoridades comunitarias proponen extender su vigilancia a los desequilibrios macroeconómicos. Se pretende introducir un mecanismo de alerta temprana, en torno a los desequilibrios corrientes y pérdida de competitividad, al entender que son susceptibles de impactar en la estabilidad de las cuentas públicas. Se formularían recomendaciones a los países involucrados y en el supuesto de no hacerles caso podrían verse sometidos a sanciones. Simple y llanamente aberrante. La gobernanza económica europea requeriría que los desequilibrios fueran reabsorbidos de forma coordinada: los países con excedente corriente deberían llevar a cabo políticas más expansivas del gasto privado y público para contribuir a aliviar los desequilibrios de las economías periféricas.

Las autoridades comunitarias pretenden también fijar unos criterios comunes a la hora de elaborar los programas nacionales de estabilidad y los presupuestos. El Ecofin acordó, a principios de septiembre de 2010, someter al examen previo de Bruselas las líneas maestras de los diversos presupuestos nacionales. Esta idea, presentada por la

Comisión en mayo de 2010, significa que habrá un debate *ex ante* de las cuentas públicas durante el primer semestre del año y la Unión establecerá las directrices para los presupuestos elaborados por los Gobiernos durante la segunda parte del semestre. Se conoce como «semestre europeo» 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. Estas medidas entraron en vigor a partir de enero de 2011. Se trata de ejercer un mayor control sobre la evolución de las finanzas públicas de algunos países. Va a ser un mecanismo de coordinación temprana pero asimétrica. En efecto, las finanzas públicas de las economías periféricas endeudadas van a estar de hecho colocadas bajo la supervisión de los grandes Estados. Europa pasa a ser la coartada para seguir con los programas de ajuste y de recorte de los derechos sociales en las economías periféricas, cuya capacidad de elección económica y política es recortada. Este proceso de tutelaje de algunas cuentas públicas será también asimétrico en otra vertiente: ¿se puede imaginar que las autoridades europeas sean capaces un día de suplantar la soberanía de los parlamentos francés o alemán? Los Estados centrales tienen fuerza suficiente para imponer ajustes muy restrictivos a los países periféricos mientras que éstos no pueden imponer a los primeros que procedan a reactivar su economía según el margen de maniobra del que puedan gozar. Lo cual suavizaría y haría más efectivo el propio proceso de ajuste en las economías periféricas.

Asimismo, se contempla una reforma del Pacto de Estabilidad y de Crecimiento (cada vez menos preocupado por esta segunda dimensión). Se trata para el presidente de la Comisión de lanzar el procedimiento de déficit excesivo contra aquellos países que rebasan el 60 por 100 de la deuda, aunque su déficit público esté por debajo del 3 por 100, siempre y cuando el calendario de reducción de la deuda no se ajuste al calendario de las autoridades comunitarias. Como concesión de última hora, se renunció al sistema de sanción automática propuesto por ▷

Alemania y la Comisión. Muchos países, entre ellos España, Italia y Francia, entendían que las sanciones habían de ser siempre adoptadas por un órgano político como es el Consejo; no podían ser dejadas en mano de los técnicos de la Comisión. Esto hace que el proceso nazca viciado y con probabilidad atenuada de sanciones reales. Una vez descartado el automatismo deseado por Alemania, el eje franco-alemán reunido en Deauville acordó, el 18 de octubre de 2010, que fuera el Consejo quien aplicara, una vez lograda la mayoría cualificada, «sanciones automáticas» si un Estado miembro no tomaba las medidas correctoras requeridas en un plazo de seis meses. Asimismo, se diluyó la pretensión de incluir la deuda pública como factor de sanción. Cierta cautela es necesaria al entrañar muchos riesgos una política de restricción presupuestaria generalizada en la zona euro, mientras no esté firmemente asentada la salida de la crisis, el paro sea masivo y siga afectado de cierta necrosis el sistema financiero.

Los diversos proyectos de la gobernanza plantean un interrogante central: ¿van a tener todos los Gobiernos la misma capacidad para incidir en la definición de los intereses generales de la Unión? ¿no tendrá alguno de ellos (el tándem franco-alemán) mayor poder para imprimir a los demás las orientaciones derivadas de su propia elección de política económica? Luego, se sigue eludiendo como componente central de la futura gobernanza económica cualquier concepción federalizante de la política presupuestaria, contrapartida a una política monetaria única. Asimismo, todos los Estados miembros de la eurozona no parecen dispuestos a conceder la misma importancia a la reactivación económica y al empleo.

En el fondo, la gestión europea de la crisis supone un cierto retorno a los postulados del monetarismo de Milton Friedman. En su opinión, si la crisis de 1929 derivó en una depresión fue debido a que hubo una excesiva restricción de la oferta monetaria y la política fiscal resultaba vana para superar los límites de una política monetaria que, como muestra esta crisis, es susceptible de caer en la trampa de

la liquidez. El debate (Martín Seco, 2010) no es meramente técnico, sino que está supeditado a unas elecciones ideológicas y en la actualidad los partidarios de minimizar la actuación del Estado se decantan más por la política monetaria.

4. Gestión de la salida de crisis: Estados Unidos/eurozona

Si los países se adentraran en una dinámica no contenida de deuda y de bajo crecimiento (favorecido por los propios planes de austeridad presupuestaria y por la fuerte restricción salarial y crediticia), el problema de la liquidez se transformaría en otro de solvencia y el paraguas desplegado por la UE y el FMI no resultaría una respuesta adecuada. De ahí que retornar al crecimiento y romper la dinámica perversa del déficit y de la deuda requiera, como mínimo, siempre y cuando se reconozca que tras esta crisis financiera se oculta también una crisis keynesiana clásica de insuficiencia de demanda solvente a nivel mundial, que se tenga la voluntad política de impulsar una reforma fiscal que cuestione su carácter crecientemente regresivo desde los años ochenta (Stiglitz, 2010). Sostener la economía y sustituir la burbuja de consumo financiada con endeudamiento exige una redistribución de ingresos desde las clases más favorecidas hacia las clases bajas. Si los Gobiernos suben los impuestos de los que tienen elevados ingresos para financiar una expansión del gasto público, sobre todo en inversión, la economía se expandirá. Es lo que Stiglitz denomina «multiplicador de presupuesto equilibrado». Ahora, los países europeos se enfrentan a una tarea ardua: evitar la recaída, con riesgos de desliz deflacionista, como consecuencia de la contracción del gasto público y retirada de los estímulos fiscales y monetarios. Es más, si la economía se contrajera crecerían las dudas sobre su evolución a corto plazo y el miedo llevaría paradójicamente a los acreedores a exigir una mayor prima de riesgo a la deuda pública y privada de los países periféricos europeos. Éstos se verían llevados a ▷

endurecer aún más su política de ajuste interno obviando que los recortes de gasto y las subidas de impuestos pueden deprimir aún más la economía y trabar la propia política de consolidación presupuestaria. Tanto más cuanto que la demanda privada, lastrada por el paro, el desendeudamiento necesario de los agentes privados y la fuerte restricción crediticia, sigue vacilante. De forma un tanto contradictoria, los mercados financieros valoran también las expectativas de crecimiento para hacer frente al peso de la deuda. Así, los diferenciales de riesgo-país de Grecia, Portugal e Irlanda han seguido en cuotas elevadas pese a los duros planes de ajuste interno y el diferencial de la deuda española a 10 años con el *Bund* alemán sigue enquistado en torno a los 200 puntos básicos. Si hay crisis de crecimiento en Grecia, España, Portugal, Irlanda e Italia, la economía europea tenderá a ser el eslabón débil de la recuperación mundial y el balance de los bancos se verá fragilizado. Lo que producirá una mayor restricción crediticia e impedirá recortar la tasa de paro europea (en torno al 10 por 100) y estabilizar la ratio deuda/PIB.

La política fiscal se halla, pues, en una encrucijada al tener que compatibilizar dos objetivos centrales que no siempre resultan compatibles: garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas y lograr la estabilización de la economía. De ahí la actitud vacilante del FMI que oscila entre el apoyo prestado a los planes de ajuste europeos sin denunciar las políticas de estímulo norteamericanas. Lo mismo urge a los países a centrar su atención sobre la necesaria consolidación presupuestaria que se muestra cauteloso en cuanto a las bondades derivadas de dichas políticas de ajuste. Así, recomienda austeridad a medio y largo plazo pero se muestra más reservado a corto plazo, salvo para los países con problemas, entre los que coloca a España, a los que exige recortes inmediatos. Parece obvio que las políticas de austeridad no deberían ser las mismas para Grecia o Irlanda que para Alemania. Así, por ejemplo, Olivier Blanchard, economista jefe del FMI, declaraba:

«La política fiscal no ha alcanzado sus límites. Lo necesario en los países desarrollados es una

consolidación fiscal creíble a medio plazo; no una saga fiscal a día de hoy. Si los estímulos activan la economía van a generar ingresos públicos y el impacto sobre el déficit será bajo. Eso, desde luego, es mucho mejor que no hacer nada»².

Pero también afirmaba, unos días más tarde: “En los países bajo la lupa de los mercados, no hay ninguna duda: la evolución económica será mejor si aplican los recortes prometidos. Y, sin embargo, hay casos menos claros. Si la consolidación fiscal provoca caídas del PIB mayores de lo que se preveía, mi consejo es que los planes fiscales sean reexaminados”. Asimismo, la OCDE presentaba sus nuevas previsiones económicas a mediados de septiembre de 2010. Auguraba una probable ralentización del ritmo de recuperación a partir del III trimestre de 2010 y advertía que aquellos países que gozan de suficiente credibilidad ante los mercados, lo cual no es el caso de España y de los demás países periféricos, habrían de suavizar su ajuste fiscal caso de que la recaída adquiriese mayor entidad.

La encrucijada actual es obvia: por una parte, el aumento de la deuda soberana, sumado al enorme endeudamiento de los sectores privados, condiciona negativamente las perspectivas de crecimiento de los países más endeudados mediante la tensión ejercida sobre los tipos de interés de mercado (vía prima de riesgo-país). Los agentes privados están inmersos en un proceso de desapalancamiento financiero y, en ese contexto adverso, una retirada demasiado brusca e intensa de los impulsos públicos es susceptible de afectar negativamente el crecimiento. Pero, por otra parte, dicho crecimiento también puede verse afectado muy negativamente por la inacción en lo referente a la espiral de la deuda pública. Responder a este dilema va a suscitar las mayores divergencias de política económica entre los países europeos y Estados Unidos, el cual goza de un mayor margen de maniobra que los países europeos. Hay que añadir que la restricción presupuestaria europea va a ser diferente según los países y según se esté en un escenario de salida de ▷

² *El País*, 12 de septiembre de 2010.

crisis o se siga inmerso en ella. Unas medidas válidas en épocas de crecimiento pueden resultar contraproducentes en un entorno de recesión o de crecimiento lento prolongado, escenario al que se encaminan muchas economías europeas. La estrategia de retirada paulatina de los estímulos fiscales debería ser coordinada y no el resultado del chantaje de los mercados. Resulta incongruente que todos los Estados miembros de la eurozona procedan de forma simultánea a duros ajustes fiscales, incluso cuando, caso de Alemania, no lo necesitan.

Las políticas de ajuste europeas llevan a que el foso de la recuperación sea llamado a ampliarse respecto al de Estados Unidos. Así, por ejemplo, el secretario del Tesoro de Estados Unidos defendía en la reunión del G20 de ministros de Economía, celebrada en Toronto a principios de junio de 2010 que cualquier plan de ajuste del gasto público debía de ser «compatible con el crecimiento». A lo que el ministro de Economía alemán le contestaba que «el equilibrio presupuestario es un prerrequisito del crecimiento». Estados Unidos, que descarta eliminar los estímulos hasta que no se asiente la recuperación y sitúa el equilibrio presupuestario en un horizonte temporal de diez años, concede la prioridad al crecimiento económico a corto plazo. Mientras, Europa, liderada por Alemania, sigue obsesionándose con la reducción del déficit en todos los Estados miembros de la Unión Europea. La receta que demuestre más efectividad marcará el equilibrio de poder entre mercado y Estado en los próximos años.

Estados Unidos, cuya recuperación está siendo más lenta de lo que se esperaba y cuya tasa de paro sigue enquistada por encima del 9,2 por 100, está convencido de que el repunte es frágil y precisa del mantenimiento de los impulsos públicos. La economía norteamericana, que goza de un mayor margen de maniobra que las demás debido al papel central detentado por el dólar en las relaciones monetarias y financieras internacionales, ha decidido proseguir con los estímulos fiscales para evitar que la economía vuelva a terrenos pantanosos, pero percibe también que la credibilidad de su política pasa por alumbrar un plan de consolidación a medio plazo con

subida de impuestos y recortes de gastos. Pero combatir la lacra del paro, que carece de la cobertura social que tiene en Europa, lleva a Estados Unidos a reforzar sus medidas de estímulo público a corto plazo y revisar su política fiscal. Así, el Gobierno norteamericano, asustado por un crecimiento que aún siendo positivo tiende a ser irregular desde finales de 2009, ha presentado un tercer plan de estímulo en septiembre de 2010. Se centraría en infraestructuras por un importe de 50.000 millones de dólares y contemplaría rebajas fiscales por un importe de 100.000 millones de dólares para las empresas que creasen empleo. Asimismo, se contempla una rebaja de impuestos para las clases bajas y medias y una subida únicamente para las rentas superiores a 250.000 dólares anuales. Paralelamente, la Fed acordó en noviembre intensificar su programa de compra a los bancos de títulos de la deuda pública por un importe adicional de 600.000 millones de dólares.

Ahora bien, la política norteamericana no es extrapolable a la zona euro. Si Estados Unidos no fuera la única superpotencia mundial, emisora de la principal moneda de pago y de reserva internacional, carente en la actualidad de cualquier alternativa factible, sus acreedores ya le habrían cerrado el grifo del crédito. Goza de aquello que ya en los años sesenta Valéry Giscard d'Estaing definió como el «privilegio exorbitante». Puede acumular abultados déficits público y corriente (déficit gemelos) al ser la única economía con capacidad para endeudarse en su propia moneda. Pero al endeudarse en exceso la economía norteamericana respecto del extranjero y al deteriorarse su posición como mayor potencia deudora del mundo, los mercados están empezando a manifestar reservas, lo cual se percibe en las oscilaciones del dólar. Asimismo, las actuaciones de la Fed han sembrado mayores dudas sobre el recorrido bajista de la moneda norteamericana, el cual se ha visto no obstante contrarrestado por las incertidumbres que se ciernen sobre la deuda pública europea tras la agravación de la crisis irlandesa. Las autoridades norteamericanas, aunque lo desmientan oficialmente, persiguen una erosión del valor de su moneda. ▷

Contribuye, junto con una política macroeconómica expansiva, a dinamizar la economía y a alejar los riesgos de caer en la deflación. Pero no es descartable que Estados Unidos tenga a medio plazo mayores dificultades para financiar su abultado déficit y refinanciar la deuda pública ya que el 50 por 100 aproximadamente de los bonos del Tesoro estadounidenses en circulación (aparte de los que posee la Fed) son detentados por no residentes (Roubini y Mihm, 2010). Sin embargo, el Gobierno chino, que sigue concediendo la prioridad a un modelo de crecimiento volcado en las exportaciones respecto de la demanda interna, necesita seguir adquiriendo títulos de la deuda norteamericana para impedir una apreciación del yuan respecto del dólar. Pero, como apuntan estos autores, todo tiene un límite. Los acreedores están empezando a manifestar ciertos temores ante la acumulación de los déficits gemelos norteamericanos, y temen tanto la monetización del déficit público como que el rendimiento de los bonos del Tesoro norteamericano sea bajo. Además, la posible inflación resultante de dicha monetización debería acelerar la depreciación del dólar, lo que desestabilizaría la economía mundial. Bien es cierto, no obstante, que al financiarse Estados Unidos en su propia moneda, la posible depreciación del dólar no incrementaría la deuda norteamericana, sino que el riesgo de la moneda sería transferido a los acreedores extranjeros. De ahí que Estados Unidos y China hayan sellado un «pacto de caballeros» basado en lo que se ha venido a denominar el «equilibrio del terror financiero».

Los interrogantes persistentes en torno a la sostenibilidad de los déficits norteamericanos a más largo plazo no obstan para que resulte sorprendente la excesiva obsesión manifestada hacia el déficit en los países de la eurozona, aun cuando su margen de maniobra se ve recortado respecto del de Estados Unidos. Abominan ahora de las recetas keynesianas a las que se había acudido para evitar la depresión, y el foso de crecimiento es susceptible de ampliarse respecto de Estados Unidos y de los países emergentes. Sin embargo, la comparativa entre Estados Unidos y Europa ha de tener en

cuenta que el grado de desarrollo alcanzado por la política de protección social en los países de la eurozona no es comparable con el de Estados Unidos. Así, sus acciones discrecionales son lógicamente de menor calado, puesto que el juego de los estabilizadores automáticos, por ejemplo, el subsidio de desempleo, genera una política expansiva no discrecional más abultada que la de Estados Unidos. Siendo necesaria esta matización para poder establecer una comparativa con rigor, Europa se ha convertido en el principal heraldo de una ortodoxia presupuestaria resbaladiza cuando se comportan muy tíbiamente los principales elementos de dinamización de la demanda interna. El gasto público ha de moverse al contrario del de las familias y empresas al tener un cometido contracíclico. De ahí que resulte incomprensible la generalización de las políticas de austeridad en Europa. Como apuntara Keynes, cuando la iniciativa privada está paralizada y cuando el crédito no fluye, el sector público debe «cebar la bomba» para estimular la demanda y desde ahí impulsar la inversión y el empleo.

Todos los países no están en situación similar en Europa y una política de consolidación presupuestaria generalizada desembocará en un menor dinamismo económico, como ya se observa entre el tercer y cuarto trimestre de 2010. En estos momentos, los recursos liberados por el sector público no van a alentar un mayor recorte de los tipos de interés ni un mayor gasto e inversión privados, tanto menos cuanto que las instituciones de crédito, cuyo balance está muy dañado, no transmite con fuerza a la economía real los impulsos de la política monetaria. El margen de maniobra de dicha política está agotado en su dimensión más convencional y, pese a que los bancos centrales sigan manteniendo bajos los tipos a corto plazo, los tipos largos manifiestan cierta tendencia al alza, sobre todo, en los países más expuestos a la presión adversa de los mercados. De experiencias históricas pasadas no hay que olvidar que los casos en los que la contracción de la iniciativa pública ha dado lugar a un mayor crecimiento se han debido a la existencia de políticas monetarias que devenían más ▷

acomodaticias, a la devaluación del tipo de cambio y a que el sector privado arrojaba excedentes y era capaz de tomar el relevo del sector público. Tal no es el escenario vigente en la mayor parte de las economías europeas y, por tanto, estas políticas de recorte del déficit público, que tienen como soporte poco convincente la teoría de la llamada “equivalencia ricardiana”, sólo deberían emprenderse una vez se hubiera confirmado que el crecimiento económico se va asentando. Al estar confrontada Europa con un problema real de financiación de la deuda, la retirada de los estímulos debería estar más coordinada, ir a varias velocidades y depender de las reacciones del sector privado. El proyecto europeo no resistiría una nueva recesión.

Mientras tanto, Estados Unidos tiene presente que la aplicación de unas políticas fiscales y monetarias restrictivas por parte de la Administración Roosevelt en 1937 volvió a sumir a la economía norteamericana en una profunda recesión. Lo mismo ocurrió en Japón a finales de los noventa. Bien es cierto que el Gobierno puede verse arrasado a endeudarse en exceso y verse empujado a crear dinero ficticio, lo que puede iniciar una espiral inflacionista y una subida generalizada de los tipos de interés que desembocaría en una agravación de la crisis. Este riesgo de inflación, más allá de episodios de encarecimiento de las materias primas, es casi descartable en la actual coyuntura económica y con los cambios estructurales que acompañan el proceso de globalización de la economía (Rodríguez, 2010).

Aunque no cabe duda que el crecimiento sostenible requiere una corrección de los déficits públicos a medio y largo plazo, la resolución de una crisis financiera requiere que sean rebajados los niveles de endeudamiento de los agentes apalancados, entre los cuales se encuentran las entidades de crédito. Sólo así recuperarán cierta normalidad las actividades de préstamo, de consumo y de inversión. Asimismo, al ser restablecida la sostenibilidad de las finanzas públicas, el ritmo de la consolidación presupuestaria iría acompasado al vigor de la recuperación. El rigor presupuestario no es sos-

tenible a largo plazo sin crecimiento económico, y cabe recordar que el grueso del deterioro del déficit público en los países europeos es imputable al juego de los estabilizadores automáticos durante la crisis y, dependiendo de los países, a los gastos asociados al rescate de los sistemas financieros.

Como apuntan Roubini y Mihm (2010): «A corto plazo, es mejor prevenir un hundimiento desordenado de todo el sistema financiero mediante la expansión monetaria y la creación de bastiones: a través de la ayuda del prestamista de último recurso, por ejemplo, o de inyecciones de capital a bancos en apuros. Asimismo, es mejor respaldar la demanda agregada mediante el estímulo del gasto y los recortes fiscales».

Así pues, parecería aconsejable que la eliminación de los impulsos fiscales fuera precedida por una reestructuración bancaria, toda vez que una nueva crisis bancaria produciría efectos destructivos sobre las finanzas públicas e impediría un eventual cambio de sesgo de la política monetaria. Estados Unidos parece haber comprendido mejor este dilema que los países de la eurozona, si bien la política de éstos tiene que tener más en cuenta las exigencias de los mercados. De ahí que fueran positivas unas políticas más coordinadas y simétricas en Europa. La propia política de austeridad impuesta en las economías periféricas de la eurozona, sin capacidad para emprender políticas expansivas en solitario, tendría más probabilidad de éxito si los grandes países europeos no siguiesen empeñados en impulsar también unas políticas de austeridad.

5. Conclusiones

El exceso de atención prestada por el PEC al equilibrio de las cuentas públicas llevó a ignorar los problemas derivados del endeudamiento del sector privado, así como los problemas de financiación externa provenientes de la acumulación de abultados déficits por cuenta corriente. Por ello, algunos autores (Kapoor, 2010) abogan por una ▷

reforma del PEC que extienda su control a los riesgos del sector privado y financiero, así como a los desequilibrios por cuenta corriente.

Si bien es necesario un ajuste de las cuentas públicas, el problema está en el ritmo de reabsorción de los desequilibrios. La pregunta no es si se tiene que reducir el déficit sino cuándo, y las incertidumbres que atenazan las economías centrales del capitalismo nos dicen que aún no es el momento. El ajuste, que tiene que contemplar no sólo los gastos y su estructura sino también los ingresos, ha de llevarse a cabo sin que los países se precipiten en el pozo de la recesión y sin *fetichizar* ninguna fecha. La salida de la crisis va a ser lenta, y es un error creer que las políticas de austeridad presupuestaria generalizada constituyen un atajo. Estados Unidos y Japón no comparten dicha percepción. La salida de la crisis pasa indudablemente por una mejora del empleo y por un saneamiento del sector financiero. Europa, que no parece saber interpretar la crisis deflacionista japonesa, sigue permitiendo a los bancos que valoren sus activos tóxicos a precios irreales. Ha suplido esas carencias con una política de barra libre de liquidez y de garantías diversas al sistema bancario. Pero temeroso de sus efectos potencialmente inflacionistas y de que dichas garantías acaben impactando negativamente en la deuda de los Estados, el BCE ha endurecido su política anterior y descarta dar continuidad a la adquisición de títulos de la deuda pública. Los países de la periferia de la eurozona se hallan, pues, confrontados con numerosas limitaciones para reencontrarse con el crecimiento y, privados de la herramienta del tipo de cambio y de mayores impulsos públicos y monetarios, deberán acometer importantes recortes salariales y sociales para restaurar su competitividad perdida. Se abre un horizonte muy incierto en torno a su capacidad para crecer a medio plazo y reabsorber los numerosos desequilibrios que han ido generando.

De poco sirve hacer sacrificios en el gasto y en los ingresos fiscales si no hay crecimiento y no remite el paro. Sin crecimiento se esfuma la confianza de los inversores que reclaman austeridad.

Europa y el mundo necesitan políticas contracíclicas coordinadas y habrían de dejar, en contra de la tendencia actual, que jugaran de lleno los estabilizadores automáticos. Esta crisis ha evidenciado que cuando es alcanzada la capacidad máxima de endeudamiento de una economía, tanto privada como pública, se visualiza que su incremento es susceptible de provocar la quiebra de los que han adquirido dicha deuda. Se derrumba la tasa de crecimiento y los países afectados se ven sumidos en un profundo letargo que deriva en unas tasas de crecimiento duraderamente bajas y en un paro abultado. El consumo y las inversiones financiados a crédito, que provocan elevados déficits corrientes, no constituyen una base económica suficientemente sólida como para desembocar en una dinámica de crecimiento autónomo. Sin embargo, la aplicación extendida de unas políticas de rigor excesivo frena el crecimiento y puede provocar, paradójicamente, un deterioro de la ratio de endeudamiento a corto plazo, salvo que sean esbozadas en paralelo unas políticas que estimulen la competitividad del sistema productivo.

Bibliografía

- [1] ALEJO, E. (2008): «Regulación, política monetaria y crisis financiera en los Estados Unidos», *Boletín Económico de Información Comercial Española*, nº 2954, diciembre, Madrid.
- [2] BOISSIEU, CH. (2010): «De la crise financière à la guerre des monnaies», *Questions Internationales*, nº 43, La Documentation Française, mayo-junio, p. 48, París.
- [3] BRENDER, A y PISANI, F. (2009): La crise de la finance globalisée, *La Découverte*, pp.120-121, París.
- [4] CHESNAIS, F. (1997): La mondialisation du capital, Syros, París.
- [5] CRESPO, C. (2010): «Envejecimiento y deuda pública: la tormenta perfecta», *Política Exterior*, Madrid, enero-febrero. ▷

- [6] DE GRAUWE, P. (2010): What kind of governance for the eurozone?, CEPS, n°. 214/septiembre.
- [7] GERLACH, S. (2010): What follows after EFSM and EFSF?”, European Parliament, Euro-Area Governance - Ideas for crisis management reform, *Study compilation*, Brussels.
- [8] LIPIETZ, A. (1996): La société en sablier; *La Découverte*, p. 325, París.
- [9] LUBOCHINSKY, C. (2009): «Extension ou marginalisation des marchés financiers?», en: Dockès, P; Lorenzi, J.H (Dir), *Fin de monde ou sortie de crise?*, Perrin, París.
- [10] MARTÍN, J.F. (2010): La trastienda de la crisis, Península, Barcelona.
- [11] KAPOOR, S. (2010): Improving Eurozone Economic Governance, Foundation for European Progressive Studies, FEPS.
- [12] RODRÍGUEZ, F. (2010): Crisis de un capitalismo patrimonial y parasitario, Libros de la Catarata, Madrid.
- [13] ROJO, L.Á. (2002): «Los mercados financieros internacionales. Reflexiones a propósito de las crisis financieras al inicio de la década de los noventa», en: *La fragilidad financiera del capitalismo*, Universidad de Castilla-La Mancha.
- [14] ROUBINI, N. y MIHM, S. (2010): ¿Cómo salimos de ésta?, Destino, Barcelona.
- [15] SEVILLA, J. y BERNALDO DE QUIRÓS, L. (2010): ¿Mercado o Estado? Dos visiones sobre la crisis, Ediciones Deusto, Barcelona.
- [16] SCHELKLE, W. (2009): “Good governance in crisis or a good crisis for governance? A comparison of the EU and the US”, *LESQ Paper* n° 16/2009.
- [17] STIGLITZ, J. (2010): *Caída libre*, Taurus, Madrid.
- [18] TIMBAUD, X. (2010): «Va-t-on sortir de la crise?», *Revue de l’OFCE*, n° 113, abril, París.