

LA PRIMERA RECESIÓN GLOBAL Y LA CRISIS DEL EURO¹

Álvaro Espina *

Resumen

En la segunda mitad de 2010 se presenta la prueba de fuego para la teoría keynesiana, ya que, en palabras de Lord Skidelsky: “si la consolidación fiscal demuestra ser el camino real para la recuperación y el crecimiento rápido, entonces podríamos enterrar a Keynes de una vez por todas”. En cambio, en el supuesto contrario habría que “afrentar abiertamente el desafío que supone el poder financiero para el buen gobierno”. En términos prácticos, el debate cuestiona la oportunidad de anticipar de forma simétrica el proceso de ajuste y de reconducción de las medidas fiscales y monetarias extraordinarias acometidas entre 2008 y 2009 para hacer frente a la Gran Recesión, cuando los signos de recuperación resultan todavía inciertos y algunos indicadores de desaceleración apuntan hacia una “doble recesión” (*double dip*). Equivocarse en el diagnóstico puede tener consecuencias económicas graves.

Abstract

The second half of 2010 is turning out to be the acid test for Keynesian theory since, in the words of Lord Skidelsky: “if, in fact, fiscal consolidation proves to be the royal road to recovery and fast growth then we might as well bury Keynes once and for all”. However, if the opposite is true, “then the challenge that financial power poses to good government has to be squarely faced”. In practical terms, the debate questions the opportuneness of symmetrically anticipating the tightening process and redirecting the extraordinary fiscal and monetary measures taken in 2008 and 2009 to cope with the Great Recession, when the signs of recovery are still uncertain and various indicators of deceleration are pointing towards a double dip. A misdiagnosis in this respect could have grave economic consequences.

1. Introducción

La prueba de fuego para la teoría keynesiana se presenta finalmente en la segunda mitad de 2010, ya que, en palabras de Lord Skidelsky (2010a): “si la consolidación fiscal demuestra ser el camino real para la recuperación y el crecimiento rápido, entonces podríamos enterrar a Keynes de una vez por todas”. En cambio, en el supuesto contrario habría que “afrentar abiertamente el desafío que supone el poder financiero para el buen gobierno”. En términos prácticos, el debate cuestiona la oportunidad de anticipar de forma simétrica el proceso de ajuste y de reconducción de las medidas fiscales y monetarias extraordinarias acometidas entre 2008 y 2009 para hacer frente a la Gran Recesión, cuando los signos de recuperación resultan todavía inciertos y algunos indicadores de desaceleración apuntan hacia una “doble recesión” (*double dip*). Equivocarse en el diagnóstico puede tener consecuencias económicas graves.²

El debate se remonta a la “teoría de las plétoas generales” y a la asociación que hiciera John Stuart Mill en 1829 entre la avidez por activos financieros líquidos y seguros, la insuficiencia de demanda agregada y el exceso de capacidad productiva y empleo.³ Sólo que en esta ocasión el problema se plantea a escala global, y la facción recalcitrante a aplicar políticas cooperativas la representan China —rehusando reevaluar el Yuan— y el Bundesbank, cuya carencia de argumentos racionales para revertir la política expansiva recuerda la obstinación de Montagu Norman en la defensa del Patrón Oro, al afirmar: “Yo no tengo razones.

* Universidad Complutense de Madrid y Ministerio de Economía y Hacienda.

¹ Véase la versión preliminar de esta contribución en Espina (2010c), del libro en preparación *La “década maravillosa” y la primera recesión global*. Previamente aparecieron Espina (2010a y b).

² Véase el debate animado por Martin Wolf (2010) en *Financial Times*.

³ Véase Schumpeter (1954), pp. 688ss.; y Delong (2010).

Tengo instintos... y, si las he tenido, ya las he olvidado”.⁴ Para Angela Merkel el asunto es bien simple: “Bastaría con haberle preguntado a un ama de casa suaba para saber que a la larga uno no puede vivir por encima de sus posibilidades”⁵. Y si hacer lo contrario condujo adonde nos encontramos, la lógica ramplona indica que lo que hay que hacer ahora es apretarse el cinturón. De esta manera la dirigencia alemana llegaba al mismo tipo de error de composición, en relación a la demanda agregada dentro de la Eurozona y a escala global, al que Keynes denominó “paradoja de la frugalidad”, que ya fuera descrito por Bernard de Mandeville en *La fábula de las abejas* (1705).

Las implicaciones del cambio generacional en Alemania se examinan en la primera parte del trabajo. La segunda analiza la crisis del euro y la afloración de las contradicciones y carencias del diseño institucional de la UEM. En la tercera, la crisis se contempla como palanca de transformación para la Eurozona. En la cuarta se evalúan los riesgos que presenta la política generalizada de austeridad para todo ese proyecto y para la recuperación global. La conclusión final remata el argumento.

2. El cambio generacional de la dirigencia alemana y sus implicaciones para la UE y la Eurozona

Tras atravesar en un solo año de vida todo el espectro cromático del universo político en la agonizante RDA, desde el SPD al CDU, al culminar la reunificación de Alemania Angela Merkel se integró en el gobierno de la RFA (1990-1997) bajo la tutela del Canciller Helmut Kohl, para pasar a ser elegida Secretaria General a la caída de éste (1998), y presidenta del grupo parlamentario del CDU en 2000. La decepción y desconfianza generalizadas hacia los grandes ideales utópicos, que Merkel aportaba desde su experiencia biográfica en la Alemania comunista, pareció contagiarse a la nueva Alemania (frustrada también por las consecuencias de la unificación), despojando a la nueva élite dirigente de cualquier visión de futuro a medio plazo y tiñendo todas sus decisiones de una impronta de inmediatez, incrementalismo, pragmatismo y nacionalismo instintivos.⁶ La vocación de artífice de la integración europea de Helmut Kohl nunca resultó contradictoria con la de la reunificación alemana, pues formaba parte de las señas de identidad de una generación de alemanes sin la que no puede entenderse la construcción de la UE, porque para ellos la forma que adoptó la nueva identidad nacional consistió precisamente en llegar a ser la esencia misma de la identidad europea. En cambio, para Habermas (2010a):

⁴ En su comparecencia el 5 de diciembre de 1929 ante el Comité Macmillan (Ahamed, 2009).

⁵ Discurso ante la Convención del CDU en Stuttgart (diciembre de 2008): <http://business.timesonline.co.uk/tol/business/economics/article5337655.ece>

⁶ Proissl (2010), pp. 13-15.



“Con la excepción de Joschka Fischer, la generación de dirigentes de Alemania desde la etapa de la Cancillería de Gerhard Schröder ha practicado una política nacional introvertida. Sin pretender sobreestimar el papel de Alemania en Europa, la brecha de la mentalidad alemana que se abrió tras el Canciller Helmut Kohl tiene una importancia formidable para Europa”.

Su reflexión trae a la memoria la dicotomía establecida por Ortega entre generaciones de combate y generaciones cumulativas⁷:

“Conscientes de las consecuencias de sus pasados excesos nacionalistas, no encontraron la más mínima dificultad en renunciar a la recuperación de la soberanía de pleno derecho ni, cuando fue necesario, en hacer un tipo de concesiones que, en todo caso, resultaban beneficiosas también para la República Federal. Esta perspectiva ha cambiado desde la reunificación. Las elites alemanas parecen disfrutar y ufanarse de la comodidad de la vuelta a la normalidad nacional: ¡Podemos ser como los demás otra vez! [...]. La buena voluntad para aprender con mayor rapidez que mostró aquella gente totalmente derrotada ha desaparecido. La mentalidad narcisista de un coloso satisfecho en medio de Europa ha dejado de proporcionar la garantía de futuro para el inestable *statu quo* en la Unión Europea. La Alemania de Angela Merkel es tan nacionalista como la Gran Bretaña de Thatcher”.

Ésta es una falla fundamental para el futuro de la Unión.

Porque no parece tratarse de una simple vuelta a la “normalidad alemana” sino a algo oscuro e incierto. En palabras de Thomas Klau (2010): “Si abandonamos, por obsoleto, el modelo inteligente, moderno e ilustrado de las décadas de posguerra ¿Dónde encontraremos nuestro *modelo alemán*?”. La denominada “normalización del sentimiento nacional” no es otra cosa que el refugio historicista en la ideología Guillermina del II Reich, modelada por el “Canciller de hierro” para “clavarle los dientes a Europa”. De modo que:

“[Una] ruptura deliberadamente inducida respecto al único período noble y exitoso en la historia reciente de Alemania abocaría inexorablemente a esa forma de liberación selectiva de impulsos que constituye la faceta más estúpida y destructiva de la política, inoculando un veneno político puramente reaccionario que no tiene cabida en la Alemania del siglo XXI.”

En abierto contraste y marcando las diferencias con todo esto, con motivo de su 80 cumpleaños el ex canciller Helmut Kohl reafirmó la trayectoria y el ideario de su generación, afirmando:

“Nosotros supimos aportar nuestro esfuerzo a la reconstrucción de Alemania, a cimentar la democracia en nuestro país y a integrarlo en la comunidad de estados del mundo libre [...] sobre unos cimientos que harían posible la paz y la libertad permanentes”⁸.

⁷ Espina (2007).

⁸ Reproducido en Bild, 3 de abril de 2010.

En su obra *Europa: El proyecto vacilante*, Habermas concluía que tras la trágica historia que condujo al holocausto ya no es posible presumir nunca más que las naciones son inocentes ni inmunes al derecho internacional. Aquella experiencia horrenda obligaba a extraer la lección de ética colectiva según la cual los pequeños países nacionalistas “deben quedar diluidos y olvidados dentro de una organización mejor, más racional, basada en el acuerdo global mundial”. Lo que no implica la desaparición de los estados, ya que, en palabras de Dahrendorf,

“Los estados nacionales siguen siendo virtualmente los depositarios de los derechos fundamentales y de la ciudadanía, y su papel afecta a la supremacía del derecho, a la Constitución y a la preservación y el desarrollo de las instituciones, más que a la economía o al sentimiento nacional”.

Si bien es verdad que el Tratado de Lisboa iba más allá⁹, la interpretación del mismo realizada por la sentencia del Tribunal Constitucional alemán de Karlsruhe el 30 de junio de 2009 corta drásticamente las alas de la integración futura y significa en última instancia una peligrosa renacionalización constitucional de todo el proceso legislativo europeo, sintetizando bien el drástico giro de sensibilidad generacional, que retorna a un concepto de soberanía propio del siglo XIX,¹⁰ con la consiguiente amenaza para el *ethos* de la edificación europea y del espacio global, precisamente cuando, de encontrar una respuesta adecuada en Europa, el giro experimentado por la política internacional con el presidente Obama podría abrir la puerta para la gobernabilidad y la estabilidad de un sistema internacional mucho más justo y humano.

Lo más perturbador de todo ello es que el giro generacional en el carácter de la clase dirigente alemana se produce a contracorriente de la tendencia histórica general, que empuja precisamente ahora hacia un nuevo desplazamiento del equilibrio entre el mercado y el poder político en favor de la regulación integradora, realizada a escala del espacio global, siguiendo el ciclo de desarrollo capitalista descrito por Karl Polanyi hace más de medio siglo, de acuerdo con el cual:

“La fase actual de globalización liderada por el mercado debería verse seguida también por otra de fortalecimiento, no solo de la Unión Europea, sino de la comunidad internacional. Hoy necesitamos instituciones capaces de actuar a escala global [para la] supervisión de los mercados de valores y la regulación de los mercados”¹¹.

¿Estamos, pues, abocados a una nueva ocasión perdida, como temía el editorial del *The New York Times* titulado “Germany vs Europe”?¹² Lejos de cualquier fatalismo, Habermas (2010a) rechazaba que el impacto de la crisis económica conduzca necesariamente al repliegue sobre las políticas nacionales. Antes al contrario, las medidas extraordinarias adoptadas para

⁹ Véase mi prognosis en Espina (1997b).

¹⁰ Véase Proissl (2010), pp. 15-18.

¹¹ Véase Habermas (2010a).

¹² *The New York Times*, 26 de mayo de 2010.



hacer frente a la crisis del euro en la primavera de 2009 bien podrían dar pie al estrechamiento de los lazos de coordinación y constituirse en trampolín y detonante para dar un salto adelante en la integración europea:

“Sin embargo, no hay nada que ilustre mejor la naciente indiferencia de la nueva República Federal que su falta de sensibilidad respecto al desastroso impacto de sus palabras para los otros estados miembros. Merkel en un buen ejemplo del fenómeno de que los buenos líderes políticos que estaban dispuestos a tomar riesgos electorales internos en favor de Europa constituyen una especie en vías de extinción”.

Esta nueva indiferencia se vio estimulada por la insuficiencia de las previsiones contenidas en el Tratado de la UE, que ni siquiera cuenta con instituciones penales mínimas para definir delitos a escala europea y para evitar o corregir conductas individuales de sus representantes flagrantemente dirigidas a violar las obligaciones y los contratos voluntariamente asumidos por ellos en nombre de sus Estados, como sucedió cuando las autoridades griegas se confabularon a comienzos del decenio con los mejores especialistas mundiales en el diseño de mecanismos de fraude financiero y contable para violar las obligaciones impuestas a Grecia por el Tratado de Maastricht. Pero no es solo eso. El comisario de Comercio de la Comisión Europea, Karel de Gucht, llegó a confesar que el fraude al Tratado era conocido en Bruselas, porque “se sabía que Grecia estaba engañando a la Comisión”, añadiendo que ya “en 2003 y 2004 la Comisión quiso enviar inspectores a Atenas, a lo que se opusieron los Gobiernos” del Consejo de la UE.¹³ El ex ministro de finanzas alemán Hans Eichel, entre otros, confirmó esa evidencia¹⁴ de falta de rigor en el cumplimiento de las reglas del Tratado. No resulta sorprendente, pues, que tampoco los mercados las hayan tomado en serio, y que fueran estos últimos los encargados *ex post facto* de exigir el cumplimiento de tales mandatos, adoptando el papel de espada justiciera impersonal.

3. La crisis del euro, las contradicciones de la UEM y las simulaciones de salida de la crisis

La aparatosa crisis de la deuda del Sur de Europa durante el primer semestre de 2010¹⁵ trae su causa próxima del desconcertante giro de la política monetaria adoptado por el BCE en noviembre anterior, bajo la presión alemana reclamando la adopción prematura de una estrategia de salida¹⁶ que ningún otro banco central consideraba adecuada todavía en ese momento, cuando las dudas sobre la sostenibilidad de la recuperación se multiplicaban, aunque Alemania y Francia vieran repuntar sus economías tímidamente, como consecuencia de los planes de estímulo. Un miembro del Consejo del BCE¹⁷ avisó con inmejorable juicio de tales

¹³ El País, 6 de mayo de 2010.

¹⁴ En entrevista con Wolfgang Proissl (2010), pp. 11-12.

¹⁵ Véase Caballero-Giavazzi (2010).

¹⁶ Véase Eurointelligence, 30 de octubre de 2009.

¹⁷ Véase Orphanides (2009).

riesgos, señalando que el BCE no debía comprometer su política futura antes de tiempo, ni mucho menos indicar la política que iba a seguir un año después, que debía dejarse abierta para disponer de margen de maniobra frente a los acontecimientos económicos¹⁸. Éstos últimos le han dado la razón, pero no sin antes cobrarse un elevadísimo precio¹⁹.

Richard Baldwin (2010) demostró que las sucesivas etapas de la crisis del Euro de la primera mitad de 2010 respondieron, en general, a las previsiones del mejor conocimiento económico disponible, y se fueron anunciando de forma perfectamente razonada y coincidente, con suficiente antelación: “El bosquejo de la crisis actual estaba meridianamente claro desde hace meses; la respuesta dilatoria de los líderes de la UE ha empeorado las cosas”. A la vista de “los anuncios y contra-anuncios, los encantamientos y propósitos contradictorios de los dirigentes de la Eurozona, sobre todo alemanes,” formulados a partir de octubre de 2009, Michel Aglietta, se preguntaba:

“¿Cómo extrañarse de que semejante espectáculo haya proporcionado a los bancos de negocios y a los *hedge funds* anglosajones la ocasión para especular con los escenarios de quiebra griega y de desintegración de la Eurozona?”²⁰.

La primera gran crisis de la UEM pone a prueba su voluntad y su capacidad de supervivencia, tras verificarse la evidencia de que el “marbelator” institucional de la Eurozona desafía a todo el conocimiento económico disponible, al no cumplir prácticamente ninguno de los requisitos de las zonas monetarias óptimas, ya que la Eurozona no es el conglomerado racional inicialmente soñado por el Bundesbank al calcular los criterios de Maastricht (que sólo incluía a los países de la zona marco y a Francia)²¹, sino un constructo político que necesita para mantenerse políticas adecuadas, fuertes y anticipativas. Como afirmó Padoa-Schioppa (2010), la pertenencia al euro no es compatible con el mantenimiento de la plena soberanía nacional. En mayo de 2010 sonó la hora de la verdad y hubo que decidir entre volver a las viejas prácticas de las monedas nacionales, las políticas monetarias y las devaluaciones mercantilistas –con la consiguiente amenaza para la estabilidad, el crecimiento y la seguridad– o entrar verdaderamente en la modernidad de las políticas económicas y monetarias. Este avance “constituye simplemente un episodio más del proceso de edificación de un orden post-Westfaliano en Europa”, en el “progreso hacia una distribución óptima del poder a escala de agregados humanos cada vez más amplios”. Igualmente, Dani Rodrik (2010) enuncia el “trilema de la economía mundial”, según el cual “la mundialización económica, la democracia política y el Estado-nación son mutuamente irreconciliables”: a lo sumo pueden tenerse dos de ellos, no los tres. Lo que sucede es que la grandiosidad de los nuevos espacios nubla el entendimiento de quienes siguen confinados en sus pequeños parajes familiares, como ya expresara Maquiavelo (refiriéndose a la ceguera de los príncipes italianos, entretenidos en sus rencillas particulares, cualavecillas rapaces, frente a la aparición del Estado moderno, que estaba situándose sobre ellas para cazarlas, cual águila majestuosa).

¹⁸ Entrevista con Ralph Atkins en *Financial Times*, 21 de diciembre de 2009.

¹⁹ Véase Quatremer (2010).

²⁰ *Le Monde*, 17 de mayo de 2010.

²¹ Véase Proissl (2010), pp. 8-10.



Joerg Bibow (2010) sugirió que, probablemente, antes del 9 de mayo de 2010 el Bundesbank estaba preparando la vuelta al marco. Y no por la incapacidad del pueblo alemán para adoptar el euro sino porque sus dirigentes habían venido haciéndole creer que “los alemanes tienen un derecho constitucional a la estabilidad a cualquier precio” y que “si los demás países no garantizan tal ‘derecho’ Alemania debe abandonar la moneda única”. Bibow atribuía semejante idea al hecho de que la élite dirigente alemana está “inhumanamente desprovista de educación en asuntos económicos” y descarga toda su confianza económica sobre el Bundesbank y sobre el Tribunal Constitucional, otorgándoles la última palabra en tales materias. Eso es exactamente lo que percibieron los mercados, por lo que, en ausencia de una voluntad de defender al euro por el país económicamente más fuerte, los inversores decidieron desprenderse de los valores denominados en euros, lo que amenazó con provocar un verdadero cataclismo económico a escala global.

Joseph Stiglitz (2010a) planteó algo en lo que estaba de acuerdo la práctica totalidad de los economistas del mundo. Para salvar el Euro sólo quedaban tres soluciones: una devaluación interna de los países del Sur de Europa (con drásticas reducciones de salarios y precios); la salida de Alemania de la Eurozona (o la división de la Eurozona en dos hemisferios), o una unión presupuestaria y fiscal. Stiglitz pensaba que la primera y la tercera soluciones eran muy difíciles y poco probables (aunque fuera preferible una combinación de ambas) por lo que, de no producirse un giro extraordinario entre los actores europeos, solo quedaría la vía intermedia de volver atrás en el camino de la integración monetaria. La idea de dividir la Eurozona en dos hemisferios fue lanzada por Martin Taylor²² y consiste en una operación de conversión de todos los saldos, deudas y activos denominados en euros en dos mitades, denominadas en dos monedas diferentes (Norte/Sur: *neuros/pseudos*), dejando a cada país elegir su moneda de preferencia, y permitiendo que ambas monedas floten libremente, administradas cada una de ellas por su propio banco central.

La propuesta surtió efecto, al poner de manifiesto la enormidad de las inconsistencias que venía encubriendo la existencia del Euro, acumuladas desde el momento en que se fijó la paridad irreversible sin armonizar las prácticas de formación de precios y salarios en la zona sur. La idea de Taylor sirvió para que unos y otros contemplasen seriamente las consecuencias de la desaparición del euro, o del *splitting*. Tras realizar la consiguiente simulación, los países del norte se habrían dado cuenta de que, tras afrontar el eventual riesgo de Armagedón global anticipado por Roubini (2010) –y de desintegración europea–, al término del proceso de ajustes monetarios y cambiarios las dos monedas resultantes podrían haber terminado estabilizándose con un movimiento del diferencial aproximadamente igual al de la libra/euro entre la aparición y la crisis de este último a comienzos de 2010 (un 40%). El efecto sobre los balances de los bancos de la zona *neuro*, tenedores de deuda pública y privada de los países sureños, acumulada durante la “década maravillosa”, habría acarreado una tremenda crisis bancaria. Además, con un desnivel del tipo de cambio de tal dimensión, la estrategia alema-

²² En *Financial Times*, 21 de marzo de 2010..

na de crecimiento desequilibrado en favor de las exportaciones —que alcanzó un superávit comercial de 136.100 millones de euros en 2009— habría quedado destruida. De modo que, una vez llegados a este punto y constatada la afirmación de Joschka Fischer según la cual Alemania ha sido la principal beneficiaria del euro,²³ ¿por qué no reconducir aquella estrategia con menores costes y riesgos? El problema es que para hacerlo todos los Estados miembros debían renunciar a parte de su soberanía, mientras que la nueva generación de dirigentes alemanes pretende renacionalizar y germanizar la Eurozona.

Por su parte, en caso de *splitting* los países del sur habrían visto aumentar el peso de su deuda, por el simple efecto del tipo de cambio, en un 20%, medida en euros actuales (ya que la mitad de ella habría de devolverse en *pseudos* depreciados), pero los nuevos PIB habría que estimarlos también en *pseudos* depreciados, además de experimentar la nueva deuda (emitida para refinanciar la antigua) un fuerte encarecimiento de los rendimientos exigidos. Entre uno y otro efectos, no parece exagerado estimar que el impacto del cambio podría llegar a multiplicar al menos por dos el peso de la deuda respecto al PIB, por no hablar de la gigantesca crisis bancaria derivada de la sobrecarga de deuda privada y de la propia crisis soberana, ya que una y otra siempre interactúan, según la obra de Reinhart y Rogoff (2009). La devaluación habría facilitado el crecimiento de las exportaciones, pero en un contexto de bajo crecimiento o de recesión de segunda vuelta,²⁴ esto difícilmente hubiera podido paliar los lastres de signo contrario. De modo que si para sobrevivir a todo esto los países del sur hubiesen tenido que acometer semejantes operaciones de saneamiento y austeridad —acompañadas de las inevitables reestructuraciones de deuda, de efectos catastróficos sobre el mercado—, ¿por qué no llevarlo a cabo de forma concertada, al amparo del paraguas del Euro, buscando la cooperación con los *neuros* y tratando de producir efectos de suma positiva? Este somero examen confirma la conclusión a la que ya había llegado el mejor conocimiento disponible, ilustrándola mediante el diagrama de Trevor Swan (1963), que representa las alternativas de política económica frente a las crisis económicas bajo circunstancias en que no es posible emplear la política de tipo de cambio, como sucedió en Australia durante la gran depresión. En el diagrama de Swan del Gráfico 1, sólo el cuadrante exterior derecho se encuentra vacío, como corresponde al contexto actual, sin inflación (o, más bien, con amenaza de deflación). Los casos de Brasil²⁵ y España (junto con la zona *pseudo*) corresponden a situaciones de desequilibrio que no pueden ser corregidas con devaluaciones y exigen ajustes fiscales y salariales. Justamente lo contrario ocurre en Alemania (y en toda la zona *neuro*). Una acción combinada y asimétrica reduciría el desempleo en toda la Eurozona; reconduciendo los fuertes desequilibrios exteriores, de signo contrapuesto, y permitiendo la supervivencia del euro a medio plazo, evitando la acusación de que la “Eurozona juega a empobrecer a los vecinos”, planteada por Martín Wolf²⁶.

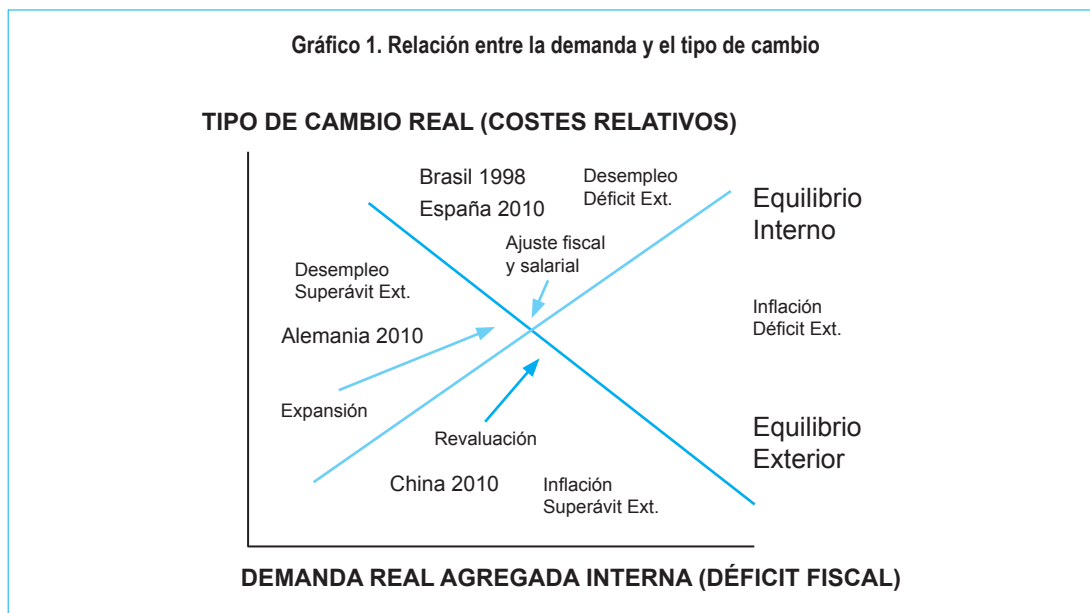
²³ Véase *Spiegel Online*, 24 de mayo de 2010.

²⁴ Véase “The EU Could Be Facing a Double-Dip Recession”, en *Spiegel Online*, 14 de mayo de 2010.

²⁵ Véase Krugman (1998 y 2010a).

²⁶ En *Financial Times*, 18 de mayo de 2010.

Gráfico 1. Relación entre la demanda y el tipo de cambio



Finalmente, el caso de China requiere desde hace tiempo una revaluación del yuan²⁷, no consentida por sus dirigentes. Paul Krugman acuñó el término *Chermania* para identificar a los socios no cooperadores en el juego de la recesión global,²⁸ aunque Wolfgang Schäuble²⁹ dejara claro que el único dirigente de la generación europeísta en activo era consciente de lo insostenible de tal situación, afirmando enseguida solemnemente que la UEM es “una comunidad de destino” (lo que en alemán significa nación), cuyo principal beneficiario es Alemania³⁰. A esta misma comunidad se refiere Habermas (2010b) como *desiderátum* para Europa.

4. La crisis del euro, como astucia de la razón para la reforma de la UEM

Estas conclusiones estaban perfectamente claras en la propia Alemania a comienzos de marzo, y se hicieron públicas a través de un análisis del equipo de *Spiegel.Online* (2010) dos meses antes del aquelarre celebrado en Bruselas el domingo 9 de mayo, tras el colapso del mercado de bonos de los países periféricos europeos descrito por Bloomberg (2010), que concluyó con la doble decisión, *in extremis*, de crear el Fondo de Estabilidad Financiera –por el que “Europa se reinventó en una noche”³¹– y de adquisición directa en el mercado de los bonos de los estados afectados por parte del BCE. Para Stiglitz (2010b) esto último es algo que tiene que hacer sin dramatismo alguno todo banco central que defienda a su “país”; pero en Europa

²⁷ Véase Garton-Chang (2005).

²⁸ En la entrada de su blog de 11 de junio de 2010.

²⁹ En entrevista para *Financial Times* el 19 de mayo de 2010.

³⁰ En entrevista de 8 de junio de 2010 con Proissl (2010), p. 29.

³¹ Título de la crónica de Andreu Missé y Claudi Pérez para *El País*, 16 de mayo de 2010.

esto sólo pudo hacerse, tras situarse la UEM al borde del precipicio,³² mediante un triple giro de 180 grados: el de Angela Merkel –desbloqueando la creación del Fondo de Emergencia de la UE, por una cuantía total de 750.000 millones de Euros (incluyendo la aportación del FMI)–; el del Consejo del BCE, que en una reunión telefónica de emergencia decidió intervenir en los mercados de deuda, desdiciéndose de lo que “ni siquiera había considerado hacer” dos días antes, porque para J. C. Trichet eso significaba “apretar el botón nuclear” –actitudes asustadizas que contribuyeron a que, pese a su magnitud, la operación no despejase todas las dudas³³–, y, finalmente, el de los medios de opinión alemanes, que acusaron unánimemente a Angela Merkel de haber agravado los problemas,³⁴ coincidiendo en ello con el electorado de Renania, que pareció pensar lo mismo. La estrategia de la Canciller había consistido en resistir hasta el último minuto antes de acceder a la creación del fondo de emergencia, diseñado de manera rocambolesca por Axel Weber para seguir manteniendo sus “segundos pensamientos”, (que los mercados captaron enseguida, al igual que los electores), tratando de congraciarse después con sus colegas del Bundesbank –inmersos en un delirio de paranoia conspirativa–, lanzando una campaña contra el Consejo del BCE que produjo el efecto de mantener sus operaciones de mercado abierto a un nivel sub-óptimo, sin conseguir calmar a los inversores, por lo que hubo que hacer reiteradas reafirmaciones de voluntad, cuya credibilidad resultaba inversamente proporcional a la reiteración, neutralizando los efectos de la medida en tres meses.

Así es cómo se despilfarró el capital de confianza acumulado por el euro en su primer decenio de existencia, hasta el punto de que en el intento de recuperación hubo que elevar las apuestas, dando un nuevo salto hacia adelante susceptible de ser percibido como algo irreversible por los mercados y por la opinión pública. En una columna titulada “El dispendioso weekend de Merkel”³⁵, Wolfgang Münchau sintetizaba así los pasos imprescindibles para asegurar a esas alturas la sostenibilidad del Euro:

“Una respuesta coordinada y un seguimiento estrecho de la política fiscal (al que tienen que someterse también Francia y Alemania); un plan creíble para hacer frente a las diferencias de competitividad de la Eurozona (ya que, en su ausencia, varios países tendrían que abandonarla); un vínculo común que garantice la deuda de los estados miembros hasta el monto establecido por el Tratado de Maastricht; una estrategia coordinada de reformas estructurales con relevancia macroeconómica para la UEM, como la liberalización de los servicios y de los mercados de trabajo; finalmente, se necesita un mercado bancario común y una oficina de representación exterior para la Eurozona”.

En síntesis, la estrechez de miras de la nueva generación de dirigentes alemanes no solo llevó a la UE al borde del precipicio –en un ensayo torpe de ganar las elecciones renanas mediante un truco infantil–, sino que desencadenó la mayor escalada de riesgo sistémico

³² “On the brink of the abyss”, titulaba su crónica el Newsletter *Eurointelligence*, 6 de mayo de 2010.

³³ Landon Thomas Jr. y Jack Swing titularon su crónica para el *The New York Times*: “A Trillion for Europe, With Doubts Attached” (11 de mayo de 2010).

³⁴ Wolfgang Münchau tituló: “Germany pays for Merkel’s miscalculations”; *Financial Times* (10 de mayo de 2010).

³⁵ “Merkels teures Wochenende”; *Financial Times Deutschland*, 11 de mayo de 2010.



desde la quiebra de Lehman Brothers, hasta el punto de que el presidente Obama tuvo que mediar entre los dirigentes europeos y mostrar su apoyo a la nueva política. La contrapartida positiva de ese descalabro consistió, precisamente –según Thomas L. Friedman (2010)– en suscitar un movimiento de inversión de los EEUU de América (mediante contratos de *Swap*, suscritos entre bancos centrales³⁶) en la creación de los EEUU de Europa, lo que podría ser la primera piedra para la edificación de un edificio formidable,³⁷ cuya visión cosmopolita dista años luz de la mostrada por Frau Merkel.

Para Christine Legarde (2010) la decisión constituye un giro histórico, ya que el nuevo Fondo lleva emparejada una condicionalidad que significa la adopción de un nuevo “libro de instrucciones” para la refundación de la Unión Europea³⁸. En palabras de Curzon Price (2010), esto hará de la Eurozona una nueva Europa. Y todo ello realizado a instancias de la “manda electrónica” de los mercados, que actúan como la herramienta imprescindible para una enorme “astucia de la razón” hegeliana, mediante la cual los *hedge funds*, movidos por sus “propios miedos e instintos animales” (en este caso, cibernéticos, como se observó en la bolsa de Nueva York el 6 de mayo³⁹), se convierten en el catalizador para la realización de un bien público global de orden superior, que solo emerge a impulsos de tres fuerzas (concurrentes o alternativas): “la cooperación voluntaria, las presiones del mercado y/o la acción coactiva de una autoridad central” (Brittan, 2010). De llevarse a buen término, éste sería el vehículo para la realización del “Paradigma de Pericles”⁴⁰, consistente en renunciar a una porción de la soberanía nacional para ser más fuertes y autosubsistentes.

En cualquier caso, por muy importante que sea lo ya hecho, prácticamente queda todo por hacer, ya que Europa no puede funcionar solo con reglas fijas, aunque éstas sean imprescindibles: se necesitan decisiones políticas adaptadas a cada contexto, a la vista de la evolución socioeconómica del conjunto de la Eurozona que experimenta choques asimétricos, por lo que no caben políticas simétricas de “café para todos en el mismo momento”, bajo la pretensión alemana de imponer ya severas limitaciones al manejo de la demanda interior para impedir todo tipo de déficit –como la adoptada en Alemania–, cuya sola formulación fue suficiente para tumbar la cotización del euro (que alcanzó un mínimo de 1,16 dólares), al descontar los inversores los efectos de una larga etapa de recesión o lento crecimiento, a consecuencia de las políticas de austeridad adoptadas intempestivamente.

³⁶ Véanse en <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20100511a.htm>

³⁷ Véase Colomer (2010).

³⁸ Como tituló Howard Schneider su contribución para *Washington Post* el 11 de mayo de 2010.

³⁹ Véase Mehta *et al.* (2010).

⁴⁰ Véase Espina (1997a).

5. El austerismo, la Cumbre de Toronto y la sostenibilidad del RGBW II

En vísperas de la cumbre del G-20 celebrada en Toronto, todas las partes se declaraban plenamente conscientes de que “había llegado el momento de la verdad”, ya que la Eurozona se estaba convirtiendo en una “zona de peligro” global,⁴¹ y la caída del euro habría supuesto el colapso de la idea de Europa, como vaticinó solemnemente la canciller Merkel.⁴² Pero los interrogantes eran múltiples: sin un rediseño de la estrategia económica germano-holandesa para favorecer el crecimiento de su demanda interior (acorde con el diagrama de Swan), las devaluaciones internas y los planes draconianos de consolidación fiscal impuestos a los países del Sur por el Consejo Europeo (como consecuencia de la desconfianza de los mercados, y de la consiguiente escalada de los diferenciales de rendimiento de sus bonos y sus CDS, registrada entre los meses de abril y julio) resultarían a la postre insuficientes para corregir los desequilibrios básicos de sus economías y tendrían un efecto *boomerang* sobre el crecimiento de las economías del norte y global.

Además, la estrategia de exportación del desempleo desplegada por Alemania durante el pasado decenio permitió a los bancos alemanes utilizar los abultados excedentes para financiar alegremente las hipotecas *subprime*⁴³ y todos los excesos de la “década maravillosa” en las economías del sur de la Eurozona, cargando sus propios balances con un abultado fardo de activos –entonces calificados “sin riesgo” por las agencias mercenarias– que se trataron de ocultar cuidadosamente a lo largo de toda la crisis, hasta la aplicación de los “tests de estrés” por el Comité Europeo de Supervisión Bancaria (acordada en la última cumbre de la presidencia española de la UE). Todo ello había sido posible porque el BCE aplicó una política monetaria, mimética de la de la Fed, que en Europa solo resultaba realmente adecuada para Alemania, pero que impulsó la creación de burbujas en los países periféricos⁴⁴.

Esta estrategia pudo resultar tolerable para el equilibrio de la demanda internacional precisamente porque se vio compensada por el crecimiento desmesurado de la demanda en el sur de Europa (deteriorando sus balances privados), equilibrando la balanza exterior de la UEM, pero resultaría insostenible si se aplicase a escala del conjunto de la Eurozona como estrategia de empobrecimiento de los vecinos, y rompería cualquier posibilidad de cooperación económica internacional, ya que, en palabras de Stiglitz⁴⁵, a finales de mayo la crisis del Euro y el fortalecimiento del dólar estaban aumentando la probabilidad de una recesión de segunda vuelta (*double-dip*) en EEUU. La única forma de que la depreciación derivada de la crisis del euro resultara aceptable para el sistema internacional consistiría en que los países con excedente comercial dinamizaran sus economías (lo que no implica renunciar a su estrategia exportadora), contribuyendo al sostenimiento de la demanda global.

⁴¹ Título de la crónica de Tony Barber, *Financial Times*, 16 de mayo de 2010.

⁴² *Spiegel.Online*, 13 de mayo de 2010.

⁴³ *Spiegel.Online* (10 de junio de 2010) llamó a Deutsche Bank el “rey de los desahucios de Norteamérica”.

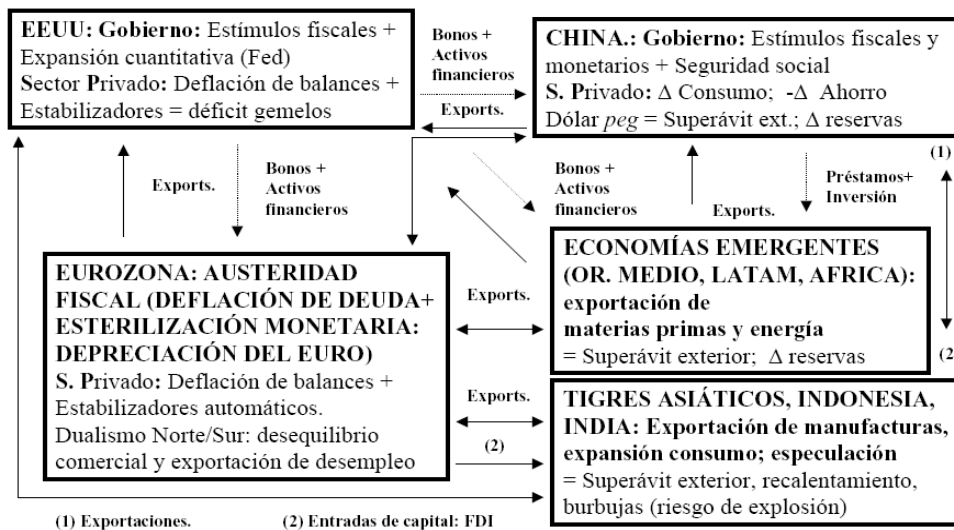
⁴⁴ Véase Taylor (2009).

⁴⁵ Citado por Michael Powell: “Europe Pain May Impede US Upturn”, *The New York Times*, 25 de mayo de 2010.

De hecho, la ventaja comercial derivada de la fuerte depreciación del euro a mediados de 2010 (que sirvió de pretexto adicional para que las autoridades chinas incumpliesen su compromiso de flotación con el dólar⁴⁶) solo se admitió como síntoma de la grave crisis de la Eurozona, no como estrategia competitiva.⁴⁷ Esta incompatibilidad quedó ya representada en el desencuentro público entre Tim Geithner y Wolfgang Schäuble en Berlín el 27 de mayo, en un clima en el que EEUU hacía depender la recuperación mundial del sostenimiento de la demanda, hasta que la actividad sea capaz de autosostenerse –sin retirar los estímulos demasiado pronto–, diagnóstico que resultaba abiertamente mayoritario en el debate suscitado por *Financial Times* a finales de julio, y en el que –según el cómputo de Lord Skidelsky (2010b)– coincidían solo una selecta minoría de economistas norteamericanos y algunos europeos, mientras que para Alemania la “resurrección de la austeridad en la Eurozona constituía el primer paso para la recuperación”,⁴⁸ considerando que las políticas de gasto de EEUU y Reino Unido equivalían poco menos que a un suicidio.

El enfrentamiento, escenificado ya en la reunión de ministros de finanzas del G-20 en Corea del Sur el 5 de junio, marcó un cambio de rumbo de la orientación de la política económica global polarizado hacia la corrección de los desequilibrios en las finanzas públicas y el abandono de la recomendación de aplicar estímulos fiscales, que se materializó en la Cumbre de Toronto, con la oposición de EEUU. El giro se vio impulsado por la situación apremiante de los mercados de deuda en Europa, no contrarrestada por el BCE –que amenazaron con afectar también al calendario de la recuperación y a la agenda

Tabla 1. La reconstrucción del Régimen Bretón Woods II



⁴⁶ Véase <http://blogs.ft.com/beyond-brics/2010/05/17/19591>

⁴⁷ Como reconocía Melvyn Krauss, en *Spiegel Online* el 20 de mayo de 2010.

⁴⁸ Como titulaban Michael Kröger y Bahador Saberi en *Spiegel Online* el 27 de mayo de 2001.

de reformas norteamericana— y por el giro en la orientación de la política británica. De no corregirse a tiempo, existía un consenso mayoritario en vaticinar que esta política elevaría el riesgo de depresión global,⁴⁹ ya que significaría la vuelta al régimen Bretton Woods II (RBWII) —en donde la demanda agregada global se sostiene casi exclusivamente sobre los déficits gemelos de EEUU (como se observa en la Tabla 1)—, que fue una de las causas coadyuvantes de la Gran Recesión, por lo que una recuperación sobre esas mismas bases resultaría insostenible.

Y es que —aún en el caso hipotético de que fuera posible la conversión de toda la Eurozona a la estrategia de crecimiento desequilibrado en favor de las exportaciones, mediante un ajuste draconiano de precios y salarios— la presión deflacionista global que todo ello tendría en estos momentos acabaría arrastrando al mundo hacia la depresión. Dado el profundo impacto del “efecto riqueza” en EEUU, no cabe imaginar la vuelta a un modelo de crecimiento sostenible basado en el fuerte desequilibrio de la balanza por cuenta corriente norteamericana, de modo que el esfuerzo interno dentro de la Eurozona no se vería compensado por un aumento de la demanda de exportaciones ni siquiera equivalente, sino que abocaría a la paradoja de la frugalidad a escala global: si todos desean exportar/ahorrar más e importar/invertir menos, todos acabarán exportando/ahorrando menos (Montier, 2010). Además, la posibilidad de que el austerismo intempestivo ayudase indirectamente a impulsar el crecimiento de las exportaciones de la Eurozona a través de la depreciación del Euro quedó bloqueada tan pronto China adoptó una estrategia de inversión en bonos de la periferia de la Eurozona para corregir la apreciación del Renminbi (beneficiándose de su rendimiento),⁵⁰ lo que, unido a la presentación de los tests de estrés, calmó momentáneamente a los mercados.

276

Todo ello no implica objeción alguna al ajuste fiscal inmediato en los países que soporitan mayores desequilibrios, en los que “para hacer creíble la reducción futura del déficit es necesaria la acción inmediata”, de acuerdo con la posición ecléctica de Feldstein (2010) en el debate de *Financial Times*, que recomendaba, sin embargo, posponer la austeridad durante dos años en los países con balances menos comprometidos y mayor credibilidad en los mercados. En la misma línea, Parenteau (2010) observaba que el austerismo a toda costa pudo ser una estrategia alemana para obligar a los “PIIG” a realizar el ajuste, pero que éste no tendrá éxito si se adopta de forma generalizada y en un plazo excesivamente breve, ya que en el cómputo de los ajustes a los que deben someterse los desequilibrios básicos de los balances privado (BSP), público (BG) y exterior por cuenta corriente (BCC) han de cumplirse, por definición, las siguientes identidades:

$$\text{BCC} = \text{BG} + \text{BSP}; \text{ o sea: } \text{BSP} = \text{BCC} - \text{BG}$$

⁴⁹ Paul Krugman, “Madmen In Authority”, 7 de junio de 2010.

⁵⁰ Véase Cernat-Parplies (2010).



Esta última identidad puede representarse situando el BCC en abscisas y el BG en ordenadas, de modo que la diagonal con pendiente positiva incluya todas las posiciones en que el sector privado se encuentra en equilibrio, mientras que por encima y a la izquierda incurre en endeudamiento neto y por debajo y a la derecha realiza ahorro neto y acumulación de activos. Un ajuste fiscal precipitado sólo puede hacerse reduciendo drásticamente el déficit exterior o deteriorando los balances privados. Allí donde el desequilibrio fiscal es elevado, lo primero solo podría conseguirse mediante una devaluación, que resulta imposible sin salir de la Eurozona. Como tampoco es posible el deterioro de los balances privados, dado su actual nivel de endeudamiento y deflación de deuda, el proceso solo resultaría viable introduciendo gradualismo y cooperación: espaciando el proceso hasta 2015, al menos, y planteando al mismo tiempo una política concertada para reequilibrar los BCC (reduciendo el déficit en los países periféricos, mediante devaluaciones internas, y el superávit en los países centrales, mediante políticas expansivas de la demanda interior).

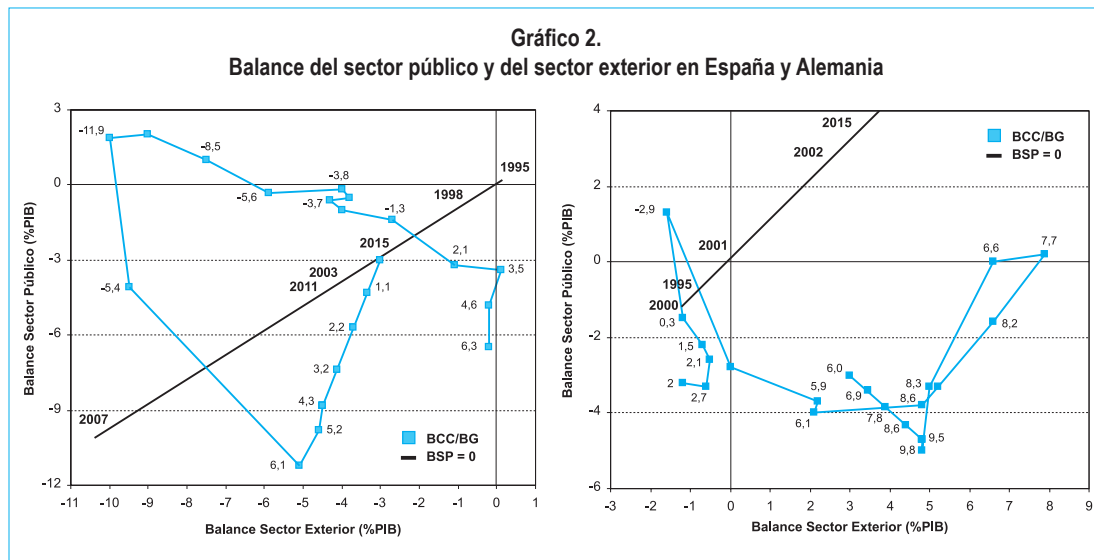
Tomando como casos típicos a España y Alemania, el Gráfico 2⁵¹ presentan una simulación de estrategia alternativa al austerísimo intempestivo, en la que ambos países reducen sus desequilibrios exterior y público a valores absolutos del 3% en 2015, aunque en el caso de Alemania el superávit exterior supone un balance privado positivo del 6% del PIB, mientras que en España los déficit gemelos se neutralizan y el sector privado termina en situación de equilibrio (y algo similar puede plantearse para toda la Eurozona).

6. Conclusión

El debate entre consolidadores y estimuladores, calificado por Lord Skidelsky como la prueba de fuego para la teoría keynesiana, se reactivó en Norteamérica a finales del mes de julio y durante el mes de agosto de 2010, estableciéndose dos frentes perfectamente definidos: Por un lado se encontraban los líderes demócratas y los grandes economistas formadores de opinión; por el otro, los legisladores republicanos y el amplio mundo de economistas y comentaristas a quienes Krugman calificó como “vigilantes de los bonos invisibles”.⁵² La mejor síntesis de las propuestas de acción del frente keynesiano la realizaron Bremmer y Roubini (2010) y consiste en: ampliar y extender el seguro de desempleo y rescatar los presupuestos de los estados, en Norteamérica; reevaluar el Renminbi y expandir el consumo, en China; acelerar las reformas en Japón, y redoblar la política de expansión cuantitativa por parte del BCE (para hacer posible entre otras cosas el escalonamiento de las políticas de austeridad, evitando el encarecimiento de la financiación de la deuda pública), además de posponer en dos años del programa germano-holandés de austeridad (manteniendo los de los países periféricos de la Eurozona). A ello vino a añadirse el planteamiento de Ben Bernanke ante el Comité bancario

⁵¹ Con datos del Anexo de *European Economy*, primavera de 2010; pp. 117 y 180

⁵² En la entrada de su blog en el *The New York Times* el 19 noviembre de 2009, y en KRUGMAN (2010b).



del Senado de 21 de julio negando tener planes de acción inmediata, pero desgranando una abrumadora batería de medidas de política monetaria “no convencional” que la Fed podría aplicar “en caso de extrema necesidad” (y que el FOMC comenzó a poner en práctica en su reunión del mes de Agosto).

El frente antikeynesiano ha utilizado el estudio de Alesina y Andagna (2009) para asociar positivamente ajuste fiscal y crecimiento. Sin embargo, 81 de las 107 operaciones de consolidación fiscal realizadas por los países de la OCDE desde 1970 tuvieron resultados deflacionistas y depresivos. Sólo 26 de entre ellas fueron seguidas de una etapa de crecimiento, pero se trataba de fenómenos relativamente aislados, en economías pequeñas (sin impacto sobre la demanda global) con monedas débiles y en contextos de crecimiento internacional sostenido. Sólo en un caso aislado (Irlanda), en medio de una recesión.⁵³

Por lo que se refiere a la Eurozona, a mediados del verano de 2010, con la excepción del núcleo de irreductibles, agrupados en torno al Bundesbank⁵⁴, parecía evidente que la salvación del euro dependía de un compromiso en el que todos tendrían que acabar cediendo en algo para que todos pudieran ganar algo, con resultado de suma positiva. No cabe un arreglo unilateral impuesto a los países del sur, sino que la corrección de los desequilibrios requiere aplicar una estrategia que lleve a cabo simultáneamente la consolidación fiscal y la devaluación interna en el sur –con la consiguiente batería de reformas estructurales suficientemente profundas, claramente identificadas y expuestas actualmente a examen público por la prensa y los organismos internacionales–, combinándolas con una elevación de la demanda interna en el norte y una reconducción de su exceso de ahorro hacia el Sur, mediante una política concertada de inversiones privadas y públicas.

⁵³ Véase Jayadev-Konczal (2010).

⁵⁴ Aunque en una entrevista a *Bloomberg* el 20 de agosto, Axel Weber aceptó que la adopción de la decisión de salida de las medidas extraordinarias para los bancos se tome el primer trimestre de 2011.



En suma, por mucho que Europa —a impulsos de Alemania, que apuesta por la falsación de la teoría keynesiana— haya adoptado la política de signo contrapuesto, conviene tener preparado un plan B por si los efectos inmediatos de la austeridad condujeran a la recaída en la recesión y amenazasen de nuevo la supervivencia del euro. En caso de que fuera necesario aplicarlo, bajo la forma de un “plan de equilibrio macroeconómico de la Eurozona”, convendría hacerlo tan pronto se observasen signos de debilidad en el crecimiento, coordinándolo con el conjunto de los agentes del sistema económico global a través de las reuniones del G-20. Los “diez mandamientos para el ajuste fiscal”, enunciados por Blanchard y Cottarelli, deberían servir como guía para la estrategia de salida adoptada en esas reuniones.⁵⁵ Finalmente, dado que habrá que convivir con los desequilibrios comerciales internacionales, la reconducción de las reservas para evitar *shocks* periódicos de la demanda agregada global podría realizarse convirtiendo los derechos especiales de giro (SDR) en la principal moneda de reserva internacional (no devaluable), abierta a la acumulación voluntaria de los mismos, con el FMI actuando como un verdadero banco, reinvirtiéndolos en proyectos de desarrollo.⁵⁶ Y, como estrategia de política monetaria, fiscal y macroeconómica, Brittan (2010c) sugería también la adopción de objetivos de crecimiento del PIB nominal, lo que implica combinar objetivos de inflación y de crecimiento (tanto a escala de países individuales, como regional y global).

Referencias bibliográficas

- AHAMED, L. (2009): *Lords of Finance*. Nueva York, The Penguin Press.
- ALESINA, A. y ARDAGNA, S. (2009): *Large Changes in Fiscal Policy: Taxes Versus Spending*. NBER Working Paper 15438.
- BALDWIN, R. (2010): *A re-cap of Vox columns on the Eurozone crisis*. Disponible en <http://voxeu.org/index.php?q=node/5034>
- BIBOW, J. (2010): “Germany is unfit for the euro”; en *Eurointelligence* (abril). Disponible en <http://www.eurointelligence.com/article.581+M5967c878fa9.0.html>
- BLOOMBERG (2010): “ECB Pares Spanish, Italian Bond Purchases, AFME Says” (por Jennifer RYAN y Sara EISEN). Disponible en http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601085&sid=aX16_SL5pOt8
- BREMMER, I. y ROUBINI, N. (2010), “Sagging Global Growth Requires Us to Act”, en *Financial Times*, 12 de julio.
- BRITTAN, S. (2010a): “The sad return of state worship”, en *Financial Times*, 22 de abril.
- BRITTAN, S. (2010b): “A plan to live with ‘imbalances’”; en *Financial Times*, 3 de junio.

⁵⁵ <http://blog-imfdirect.imf.org/2010/06/24/ten-commandments-for-fiscal-adjustment-in-advanced-economies>

⁵⁶ De acuerdo con Brittan (2010b), recuperando la propuesta de Maxwell Stamp (1962).

- BRITTAN, S. (2010c): “What comes after inflation targets”; en *Financial Times*, 1 de julio.
- CABALLERO, R. y GIAVAZZI, F. (2010): “Long live the euro – at parity with the dollar”; en *Financial Times*, 25 de mayo.
- CERNAT, L. y PARPLIES, K. (2010): “Chinese foreign direct investment: What’s happening behind the headlines?”. Disponible en <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5301>
- COLOMER, J. M^a. (2010): *Europa, como América. Los desafíos de construir una federación continental*. Colección Estudios Económicos “la Caixa” (37).
- CURZON PRICE, T. (2010): “The Eurozone is the new Europe”; en *OpenDemocracy*, 12 de mayo. Disponible en <http://www.opendemocracy.net/openeconomy/tony-curzon-price/eurozone-is-new-europe>
- DELONG, J. B. (2010): “John Stuart Mill contra el BCE”; en *El País. Negocios*; 15 de agosto.
- ESPINA, A. (1997a): “El paradigma de Pericles, el ‘Teorema de Coase’ y la Unión Europea”, *Revista de Occidente*, nº 194/195, pp. 213-231.
- ESPINA, A. (1997b): “Areté, etnocentrismo y pluralismo: la experiencia de la Unión Europea y los derechos fundamentales”, *Telos*, vol. VI, nº 1, junio, S.I.E.U., pp. 109-127.
- ESPINA, A (2007): “Generaciones y cambio social”; en *Lo que hacen los sociólogos*. CIS, pp. 259-294.
- ESPINA, A (2010a): *La “Década Maravillosa” y la Recesión Global de 2007-2009*. Documentos IEF, Doc. 2º/10. Disponible en http://www.ief.es/Publicaciones/Documentos/Doc_02_10.pdf
- ESPINA, A (2010b): “Cuaderno de Documentación, nº 90-FINAL”, MEH. Disponible en http://biblioteca.meh.es/PdfPublicaciones/Literaturagris/2010_90%20FINAL.pdf
- ESPINA, A (2010c): “Cuaderno de Documentación nº 91 FINAL”, MEH. Disponible en http://biblioteca.meh.es/PdfPublicaciones/Literaturagris/2010_91%20FINAL.pdf
- FELDSTEIN, M. (2010): “A double dip is a price worth paying”; en *Financial Times*, 22 de julio.
- FRIEDMAN, T. L. (2010): “Greece’s Newest Odyssey”; en *The New York Times*, 11 de mayo.
- GARTON, P. y CHANG, J. (2005): “The Chinese currency: how undervalued and how much does it matter?”; en *Economic Roundup Spring*. The Treasury, Australian Government.
- HABERMAS, J. (2010a): “Entrevista con Stuart Jeffrie”; en *Financial Times*, 30 de abril.
- HABERMAS, J. (2010b): “En el euro se decide el destino de la UE”; en *El País*, 23 de mayo.
- JAYADEV, A. y KONCZAL, M. (2010): *The Boom Not The Slump: The Right Time For Austerity*. The Roosevelt Institute.
- KLAU, T. (2010): “Wollen wir unseren alten Kaiser wiederhaben? [¿Tenemos que volver a nuestro viejo Kaiser?]”; en *Berliner Republik* (febrero).



- KRUGMAN, P. (1998): *Latin America's Swan Song*. Disponible en <http://web.mit.edu/krugman/www/swansong.html>
- KRUGMAN, P. (2010a): "Now and Later"; en *The New York Times*, 20 de junio.
- KRUGMAN, P. (2010b): "Appeasing the Bond Gods"; en *The New York Times*, 19 de agosto.
- LAGARDE, C. (2010) «Ce n'est pas juste un plan d'urgence, c'est un tournant historique pour l'Europe», *Les Echos.fr*, 11 de mayo.
- MEHTA, N. *et al.* (2010), "The Machines That Ate the Market" 20 Mayo: http://www.businessweek.com/magazine/content/10_22/b4180048321511.htm?campaign_id=mag_May20&link_position=link21
- MONTIER, J. (2010): *Is Austerity the Road to Ruin?* GMO White Paper. Disponible en http://pragcap.com/must-read-austerity-is-bad-for-our-health?utm_source=twitterfeed&utm_medium=twitter
- ORPHANIDES, A. (2009): *Exit Policies for Sound Central Banking*, Washington DC, 30 de septiembre. Disponible en: http://www.centralbank.gov.cy/nqcontent.cfm?a_id=7193
- PADOA-SCHIOPPA, T. (2010): "Euro remains on the right side of history"; en *Financial Times*, 13 de mayo.
- PARENTEAU, R. (2010): *On Fiscal Correctness and Animal Sacrifices (Leading the PIIGS to Slaughter* [Parts 1 & 2]; 1-2 de marzo. Disponible en <http://www.nakedcapitalism.com/2010/03/parenteau-on-fiscal-correctness-and-animal-sacrifices-leading-the-piigs-to-slaughter-part-1.html>
- PROISSL, W. (2010): *Why Germany Fell out of Love with Europe*. Bruegel Essay and Lecture Series. Disponible en <http://www.bruegel.org/publications/show/publication/why-germany-fell-out-of-love-with-europe.html>
- QUATREMER, J. (2010): "Les désaccords franco-allemands auront coûté cher à la zone euro". Disponible en <http://bruxelles.blogs.liberation.fr/coulisses/2010/06/les-d%C3%A9saccords-francoallemands-aurent-co%C3%BBt%C3%A9-cher-%C3%A0-la-zone-euro.html>
- REINHART, C. M. y ROGOFF, K. S. (2009): *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press.
- RODRIK, D. (2010): "Greek Lessons for the World Economy", 11 de mayo. Disponible en <http://www.project-syndicate.org/commentary/rodrik43/Spanish>
- ROUBINI, N. (2010): "Regreso al abismo", 14 de mayo. Disponible en <http://www.project-syndicate.org/commentary/roubini25/Spanish>
- SCHUMPETER, J. A. (1954): *History of Economic Analysis*. OUP (versión española citada en Ariel, 1971).

- SKIDELSKY, R. (2010a): “Once again we must ask: ‘Who governs?’”; en *Financial Times*, 16 de junio.
- SKIDELSKY, R. (2010b): “Consolidadores frente a estimuladores”. Disponible en <http://www.project-syndicate.org/commentary/skidelsky31/Spanish>
- SPIEGEL.ONLINE (2010): “The Fundamental Flaw of Europe’s Common Currency”. Disponible en <http://www.spiegel.de/international/europe/0,1518,682432,00.html>
- STIGLITZ, J. E. (2010a): “¿Se puede salvar al euro?”. Disponible en <http://www.project-syndicate.org/commentary/stiglitz125/Spanish>
- STIGLITZ, J. E. (2010b): “Regulation and the Euro Zone”; entrevista con Lia Petridis Maiello, 16 de mayo. Disponible en http://www.huffingtonpost.com/lia-petridis/an-interview-with-joseph_b_577939.html?view=print
- TAYLOR, J. B. (2009): “The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong”. Disponible en <http://www.nber.org/papers/w14631>
- TREVOR, S. (1963): “Longer Run Problems of the Balance of Payments”; en ARNDT, H. y CORDEN, W., eds.: *The Australian Economy*. Melbourne, Cheshire.
- WOLF, M. *et al.* (2010): “Why the battle is joined over tightening”; presentando el debate en que participaron Jean-Claude Trichet, Lawrence Summers, Naill Ferguson, Brad DeLong, Lord Skidelsky, Montek Singh, David Miliband, Martin Feldstein, Andy Xie, Jeffrey Sachs, David Pilling y Tim Harford; en *Financial Times*, 18 de julio.