

Economía Política de la crisis de deuda en Europa

SANTIAGO CAPRARO
CARLO PANICO
IGNACIO PERROTINI
FRANCESCO PURIFICATO*

*Ma aspetta; questa mia ferita col tempo maturerà, e si avvererà
in me quel detto di Cicerone: "Il tempo ferisce, il tempo guarisce".*
Francesco Petrarca, *Familiari* (1975: II, 9).

Resumen

El presente artículo analiza la crisis actual de la eurozona y discute las interpretaciones más importantes de este fenómeno, tanto la que responsabiliza a las autoridades y a los ciudadanos de los países en crisis porque supuestamente gastaron más allá de los medios que su economía les proporciona como la que finca la responsabilidad en las autoridades de toda la Unión Europea porque mantuvieron, a sabiendas, un defectuoso arreglo institucional del proceso de coordinación de la política monetaria y la fiscal. El artículo presenta argumentos teóricos y empíricos que rechazan la hipótesis que sostiene que la austeridad estabiliza la deuda pública; y propone como alternativa un proceso de coordinación basado en la aplicación efectiva de una Agencia Fiscal Europea que pueda proveer mejores resultados al favorecer la adopción de políticas fiscales coordinadas y expansivas.

Palabras clave: política monetaria, coordinación, política fiscal, deuda soberana, crisis de deuda y unión monetaria.

Clasificación JEL: E52, E61, E62, H63.

INTRODUCCIÓN

La implementación de soluciones razonables a la crisis de deuda en la Unión Monetaria Europea (UME) ha confrontado formidables dificultades. La política de la UME está subordinada a temores irracionales al punto de crear “la visión

Manuscrito recibido en octubre de 2013; aceptado en noviembre de 2013.

* División de Estudios de Posgrado, Facultad de Economía de la Universidad Nacional Autónoma de México (FE-UNAM), México, <santiago.capraro@gmail.com>; Universidad Federico II, Nápoles, Italia, <panico@unina.it>; División de Estudios de Posgrado, FE-UNAM, México, <iph@unam.mx>, y Universidad Federico II, Nápoles, Italia, <francesco.purificato@unina.it>, respectivamente. Los autores agradecen los valiosos comentarios de dos dictaminadores anónimos de la revista.

en Alemania que los contribuyentes son víctimas de una máquina de dinero que premia la prodigalidad de los países del Sur de Europa” (De Grauwe y Ji, 2012: 1). La ira de los electores hacia lo “europeo” limita las decisiones que las autoridades pueden tomar (Wyplosz, 2013). Los medios de comunicación “[...] se han convertido en una poderosa fuerza política que ha dificultado a los gobernantes encontrar las soluciones más racionales a la crisis europea” (De Grauwe y Ji, 2012: 13). Las elecciones alemanas de septiembre de 2013, en las que el gobernante partido de la Democracia Cristiana obtuvo 41.5% de los votos (un “súper resultado”, *dixit* Angela Merkel, Canciller de Alemania), confirman esta visión del origen y solución a la crisis europea.

Al igual que en la época de J.M. Keynes, recientemente la especulación financiera ha desempeñado un papel dominante; esto hace relevante identificar el contexto institucional adecuado para garantizar la estabilidad, el desarrollo y la equidad en la economía mundial. La necesidad de diseñar una organización institucional adecuada a los objetivos finales de la economía y de la sociedad fue un tema central para Keynes.¹ Según él, los modelos y las acciones de política económica dependen del contexto institucional.

En lo que sigue, proponemos una interpretación político-institucional de la crisis de deuda de la UME. Se identifica como causa principal del problema a los conflictos de intereses nacionales que promueven medidas punitivas en lugar de soluciones cooperativas. Esta interpretación confirma las cavilaciones de autores como Wyplosz y De Grauwe, acerca de las dificultades para ejecutar las soluciones más razonables.²

El artículo se compone así: en el apartado siguiente sostenemos que en sus orígenes la UME tenía la intención de defender a las economías que la integran —y a sus ciudadanos— de la creciente inestabilidad financiera internacional, y que esa experiencia fue exitosa hasta finales de 2009; asimismo, explicamos la organización institucional de la UME y el hecho de que antes de la crisis de 2007 ya se habían identificado fallas que obstruyeron el crecimiento económico. A continuación presentamos la política monetaria de la UME en los primeros dos años de la crisis financiera internacional, se argumenta que esa política garantizó

¹ Cf. “*Can Lloyd George do it?*”, donde Keynes (1929), describiendo las relaciones institucionales entre el Banco de Inglaterra y el sistema bancario inglés, plantea la posibilidad de impulsar el crecimiento en un régimen de *Patrón Oro*.

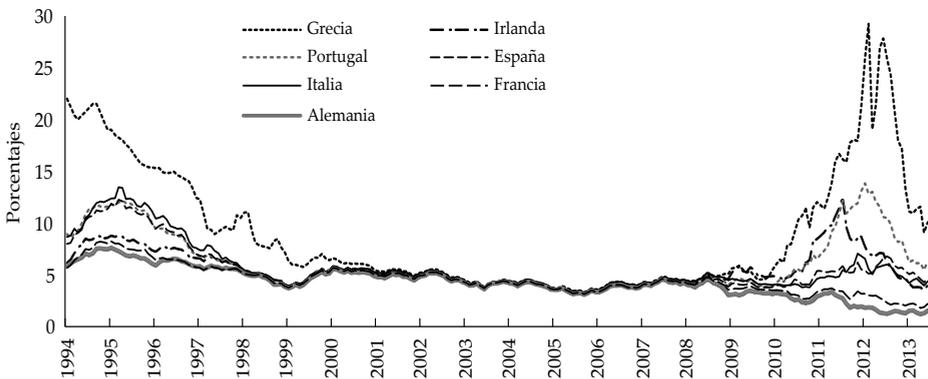
² Palma (2009) y Panico, Pinto y Puchet (2012) sugieren que esas dificultades se relacionan con los cambios recientes en la distribución del ingreso.

la estabilidad de la economía europea. Los tres siguientes apartados examinan la crisis de deuda y muestran que las fallas en la organización institucional han favorecido el movimiento especulativo de capitales, permitiendo a los medios de comunicación obstaculizar la aplicación de soluciones razonables al problema de “riesgo moral” relativo al comportamiento de los gobiernos nacionales; posteriormente se discute teóricamente una solución alternativa de la crisis inspirándose en los análisis de Domar (1944) y Pasinetti (1997), para luego examinar históricamente el efecto de la política de austeridad en las experiencias de crisis de deuda de América Latina y Europa. Por último, se presentan las conclusiones y recomendaciones de política.

ORGANIZACIÓN INSTITUCIONAL DE LA UME: PROBLEMAS E IMPERFECCIONES

La UME es un área geográfica con elevado nivel de integración comercial que, después de una prolongada gestación, tuvo inicio efectivamente cuando en enero de 1999 el euro se convirtió en una moneda real al sustituir legalmente a las monedas nacionales de los países miembros. Hasta finales de 2009 la experiencia de la UME fue positiva. La integración monetaria y la protección de las instituciones generó una convergencia de tasas de interés (véase la gráfica 1).

GRÁFICA 1
Tasas de interés en el mercado secundario de las obligaciones con vencimiento cercano a diez años emitidas por algunos Estados europeos, enero de 1994-diciembre de 2012
(valores anuales en porcentaje, medias mensuales)



Fuente: elaboración propia con datos del Banco Central Europeo (BCE).

Los menores diferenciales de tasas de interés permitieron a Irlanda, España y Grecia beneficiarse de la entrada de capitales. Estos flujos afectaron positivamente las tasas de crecimiento de las economías de la eurozona (véase el cuadro 1). Alemania, por ejemplo, aprovechó las condiciones favorables de crédito para financiar su reestructuración productiva a partir de 2000 (Mántey, 2013: 303, 311-315). Esto mejoró el saldo de las exportaciones netas, que pasó de un equilibrio en 2000 a un superávit de alrededor de 8% del producto interno bruto (PIB) en 2008.

CUADRO 1
Producto interno bruto, 1999-2007
(tasas reales de crecimiento)

| | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 1999-2007 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-----------|
| Irlanda | 11.1 | 10.7 | 5.3 | 5.6 | 3.9 | 4.4 | 5.9 | 5.4 | 5.4 | 6.4 |
| Grecia | 3.4 | 4.5 | 4.2 | 3.4 | 5.9 | 4.4 | 2.3 | 5.5 | 3.5 | 4.1 |
| España | 4.7 | 5.0 | 3.7 | 2.7 | 3.1 | 3.3 | 3.6 | 4.1 | 3.5 | 3.7 |
| Zona euro | 2.9 | 3.8 | 2.0 | 0.9 | 0.7 | 2.2 | 1.7 | 3.2 | 3.0 | 2.3 |

Fuente: Annual Macro-economic Database of the European Commission (AMECO).

En los años 1990 —cuando el Tratado de Maastricht inició la construcción de la UME— y después de 1999 —cuando la política monetaria única empezó a funcionar—, los instrumentos de coordinación entre las políticas fiscal y monetaria (principalmente los instrumentos de “coordinación suave”, como la supervisión multilateral, la evaluación por expertos y el sistema de alertas) lograron que los ratio déficit público-PIB decrecieran. Hasta la reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) de 2005, estos instrumentos evitaron que la introducción de la moneda única redujera la disciplina fiscal de los gobiernos nacionales (Fatás y Mihov, 2003; 2010; Ioannou y Stracca, 2011; Panico y Purificato, 2013).

El proceso de coordinación entre política fiscal y monetaria ha sido criticado en tres aspectos: primero, por su rigidez y la imposibilidad de generar políticas anticíclicas; segundo, no genera las condiciones para alcanzar el crecimiento potencial de la zona euro; y tercero, no atiende las especificidades de las distintas economías. Según el Banco Central Europeo [BCE] (2008), en los primeros diez años de existencia de la UME la tasa real de crecimiento de la economía fue estable, 2.2%, aunque el persistente saldo comercial positivo habría permitido rebasarla. La falta de coordinación entre las políticas económicas impidió que se concretara ese resultado (Panico y Suárez Vázquez, 2008).

En la UME la política monetaria es operada a nivel supranacional por el Euro-sistema, es decir, el BCE y los Bancos Centrales Nacionales (BCN) de los países de la zona euro. Los organismos directivos del BCE toman las decisiones y los BCN las ejecutan. La política fiscal, al contrario, es decidida por los gobiernos nacionales. Lo anterior, impone la necesidad de una organización institucional para coordinar las políticas fiscal y monetaria. La política monetaria está organizada sobre la base de normas de coordinación eficaces que minimizan el riesgo de que los BCN implementen decisiones diferentes a las tomadas a nivel europeo. No sucede lo mismo en el ámbito de la política fiscal, donde los gobiernos nacionales pueden llegar a acuerdos a nivel europeo, pero comportarse de manera diferente en sus países sin sufrir consecuencias relevantes.

Por esa razón, en la UME pueden observarse comportamientos oportunistas por parte de las autoridades políticas nacionales. Lo que ha generado una creciente incertidumbre y conductas no cooperativas entre los actores. La introducción de reglas fiscales rígidas y medidas punitivas es una forma de defenderse de los abusos, y refleja la poca confianza mutua al interior de la dirigencia política europea. En estas condiciones, la búsqueda de la política económica óptima para toda la eurozona es una aspiración vacua.

Mientras los instrumentos de “coordinación suave” funcionan, los de “coordinación fuerte”, como el PEC han sido un fracaso. El PEC establece reglas rígidas de conducta para todas las autoridades fiscales nacionales. Las principales reglas son: la prohibición de que la deuda pública bruta nacional supere 60% del PIB; la prohibición de que el déficit corriente del sector público supere 3% del PIB; y la disposición de que el balance “estructural”, o “de medio y largo plazo”, del sector público sea aproximadamente cero.

Durante la recesión de 2001 la rigidez del PEC se hizo manifiesta. Muchos países, incluso Francia y Alemania, no cumplieron las reglas. Además, la intención de estas naciones de evitar el pago de las multas correspondientes llevó a una reforma de las reglas y sanciones del PEC en marzo de 2005. La reforma no atacó los problemas de raíz, ni puso en práctica las soluciones sugeridas: formular reglas transparentes; aumentar la flexibilidad mediante la capacidad de las reglas de diferenciar entre condiciones cíclicas y problemas estructurales de cada economía; centrar la atención en la sustentabilidad financiera de la deuda; la necesidad de evitar políticas procíclicas; la introducción de reformas estructurales; incentivar la innovación, la educación y la formación de capital; reforzar las sanciones contra el comportamiento oportunista y promover conductas

cooperativas entre los actores del proceso de coordinación para favorecer la búsqueda de mejores políticas económicas para el conjunto de la eurozona.

La reforma del PEC de 2005 se concentró en el contenido de las reglas del pacto, introdujo flexibilidad pero hizo menos transparentes las reglas y relajó las sanciones al punto de volverlas irrelevantes. Infortunadamente, los defectos de las nuevas reglas se manifestaron antes de la crisis de 2007. El gobierno griego, por ejemplo, las consideró inmediatamente irrelevantes y aumentó el ratio déficit-PIB después de 2005. Al mismo tiempo, para evitar las consecuencias negativas de la supervisión multilateral europea sobre su consenso electoral, la coalición de gobierno en Grecia utilizó contabilidad creativa en las publicaciones del balance público y envió información falsa a la Comisión Europea (véase el cuadro 2).

CUADRO 2
Necesidades de financiación neta del gobierno griego.
Revisiones de datos falsos, 2005-2009
(porcentaje del PIB a precios de mercado)

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|-----------------------|------|------|------|------|-------|
| Abril de 2009 | -5.1 | -2.8 | -3.6 | -5.0 | -3.7 |
| 2 de octubre de 2009 | -5.1 | -2.9 | -3.6 | -5.6 | ... |
| 21 de octubre de 2009 | -5.1 | -2.9 | -3.7 | -7.7 | -12.7 |
| Marzo de 2012 | -5.5 | -5.7 | -6.5 | -9.8 | -15.6 |

Nota: (-) indica una necesidad positiva.

Fuente: European Commission [EC] (2010a: 6; 2010b: 19) y AMECO.

LA POLÍTICA MONETARIA AL INICIO DE LA CRISIS FINANCIERA

El 9 de agosto de 2007, menos de dos horas después del aumento de las tasas de interés en los mercados interbancarios que detonara el comienzo de la crisis financiera, el BCE realizó una operación de *fine tuning* sobre la tasa de interés fija garantizando una emisión ilimitada de liquidez (*full allotment*) para financiar a las instituciones financieras monetarias (IFM). El BCE reaccionó ante la crisis actuando como prestamista de última instancia. En 2007 el BCE realizó otras dos operaciones de financiamiento a las IFM con condiciones especiales, una al final de septiembre y la otra en diciembre (Panico y Purificato, 2010), permitiéndoles refinanciarse regularmente en los mercados interbancarios durante la primera mitad de 2008. La quiebra de Lehman Brothers en septiembre 2008 empeoró la situación y el BCE tuvo que cambiar los procedimientos operativos de la política monetaria. Las operaciones de refinanciamiento a las IFM se realizaron a tasa fija

y con oferta de liquidez ilimitada. El BCE se comprometió a proporcionar a las IFM toda la liquidez necesaria, pero al mismo tiempo evitó que se incrementara el agregado M3 (Panico y Purificato, 2010). La estrategia tuvo éxito, el BCE logró absorber parte de la liquidez proporcionada a las IFM a través de operaciones de depósitos (*deposit facilities*); de esta forma el crecimiento anual del M3 se ha mantenido por debajo de su promedio histórico (véanse los cuadros 3 y 4).

CUADRO 3
Operaciones de liquidez del Eurosistema, mayo de 2008-febrero de 2009
(en miles de Euros)

| | Mayo de 2008 | Junio de 2008 | Julio de 2008 | Agosto de 2008 | Septiembre de 2008 |
|--|----------------------------|------------------------------|------------------------------|---------------------------|-------------------------------|
| <i>Liquidez suministrada</i> | | | | | |
| Operaciones de mercado abierto (Total) | 469.4 | 460.7 | 460.8 | 465.6 | 463.5 |
| Operaciones de refinanciamiento principales | 174.4 | 172.8 | 185.4 | 166.3 | 163.5 |
| Operaciones de refinanciamiento de largo plazo | 295.0 | 287.9 | 275.4 | 299.3 | 300.0 |
| Otras operaciones | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Facilidades de financiamiento marginal | 0.1 | 0.3 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| Liquidez suministrada (Total) | 469.5 | 461.0 | 460.9 | 465.7 | 463.6 |
| <i>Absorción de liquidez</i> | | | | | |
| Otras operaciones | 0.8 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.7 |
| Facilidades de depósito | 0.3 | 0.2 | 0.4 | 0.3 | 0.6 |
| Absorción de liquidez (Total) | 1.1 | 0.7 | 0.9 | 0.9 | 1.3 |
| | Octubre de 2008 | Noviembre de 2008 | Diciembre de 2008 | Enero de 2009 | Febrero de 2009 |
| <i>Liquidez suministrada</i> | | | | | |
| Operaciones de mercado abierto (Total) | 514.3 | 758.3 | 794.5 | 832.8 | 776.3 |
| Operaciones de refinanciamiento principales | 174.1 | 301.6 | 337.3 | 219.2 | 224.9 |
| Operaciones de refinanciamiento de largo plazo | 334.3 | 452.5 | 457.2 | 613.6 | 551.4 |
| Otras operaciones | 5.9 | 4.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Facilidades de financiamiento marginal | 7.5 | 12.7 | 2.7 | 2.9 | 2.1 |
| Liquidez suministrada (Total) | 521.8 | 771.0 | 797.2 | 835.7 | 778.4 |
| <i>Absorción de liquidez</i> | | | | | |
| Otras operaciones | 45.5 | 2.3 | 4.9 | 3.3 | 6.1 |
| Facilidades de depósito | 19.9 | 213.7 | 200.9 | 238.5 | 175.4 |
| Absorción de liquidez (Total) | 65.4 | 216.0 | 205.8 | 241.8 | 181.5 |

Fuente: BCE.

CUADRO 4
Agregado monetario M3
 (Tasa anual de crecimiento, %)

| 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 4.9 | 5.6 | 4.9 | 5.4 | 7.3 | 8.1 | 5.8 | 7.4 | 8.4 | 11.2 | 9.7 | 3.3 | 0.3 | 1.5 | 2.9 |

Fuente: elaboración propia con base en datos del BCE al 4 de febrero de 2013.

La compleja situación generada por la quiebra de Lehman Brothers requirió la utilización de la política fiscal para recapitalizar a las IFM y estimular la demanda, que presentó una notable baja en 2009 por la depresión del comercio mundial resultante de la crisis financiera internacional. Estas operaciones han aumentado los déficit fiscales en los países donde las IFM estaban más expuestas a las tensiones financieras internacionales.

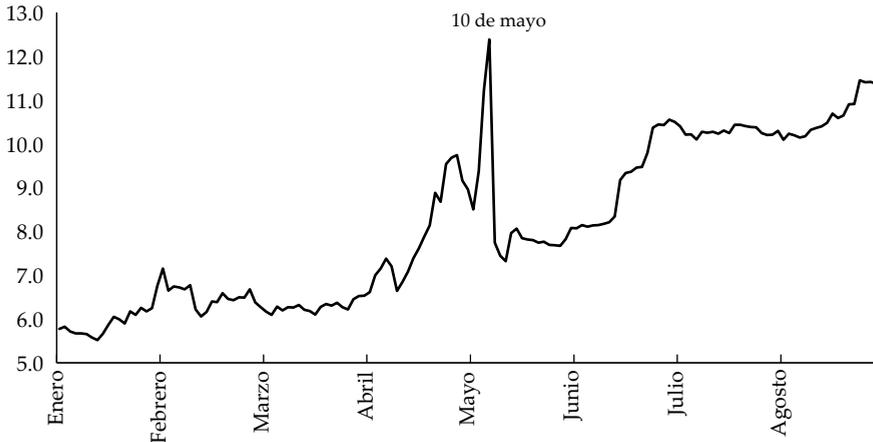
LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA EN LA UME

En abril-mayo de 2010 comenzó la crisis de deuda soberana que afectó primero a Grecia y luego a Irlanda, Portugal, Italia, España y Chipre. La crisis inició y se profundizó conforme los operadores financieros se convencieron de que las instituciones europeas, creadas para defender a las economías y a los ciudadanos de los efectos negativos de la inestabilidad financiera, no estaban cumpliendo con esa finalidad. El primer ataque especulativo empezó en la última semana de marzo de 2010 (véase la gráfica 2). Los operadores apostaban a que las autoridades europeas no iban a intervenir para contrarrestar el ataque especulativo sino hasta después de las elecciones en la región de Renania-Westfalia en Alemania (9 de mayo). Los hechos confirmaron la evaluación de los operadores. A pesar de su independencia, las autoridades monetarias y las fiscales no intervinieron antes del 9 de mayo y la tasa de interés sobre los bonos gubernamentales griegos a diez años aumentó de 6 a 12 por ciento. En la apertura de los mercados el 10 de mayo la tasa de interés ascendió a 12.4%. A lo largo del día esa tasa bajó hasta 6.3%, para posicionarse en 7.8% al cierre de la jornada.

Según datos del BCE, la tasa de interés media mensual llegó a 15.9% en agosto de 2011, alcanzó un nivel máximo de 29.2% en febrero de 2012, en coincidencia con la restructuración de la deuda griega. En el mismo periodo, y por razones similares a las que causaron el aumento de la tasa de interés griega, la tasa nominal de interés sobre bonos del gobierno alemán a diez años bajó a 1.3% en mayo de

GRÁFICA 2

Tasa de interés del mercado secundario de bonos con vencimiento cercano a diez años emitidos por el Estado griego, enero de 2010-agosto de 2010
(Tasas anuales, valores de apertura diaria del mercado, %)



Fuente: elaboración propia con datos de Bloomberg. Disponible en: <<http://www.bloomberg.com/quote/GGGB10YR:IND>>.

2012, lo que significa una tasa real de interés negativa. En la primavera de 2010 el monto total de la deuda griega alcanzaba aproximadamente 300 billones de euros. Para convencer a los operadores financieros de que las autoridades tenían la férrea voluntad de estabilizar las tasas de interés y normalizar el mecanismo de transmisión de la política monetaria, el BCE tendría que haber comprado una porción de la deuda griega. El gasto en el que habría incurrido el BCE si se hubiera hecho la compra en abril de 2010 para detener la especulación habría sido nimio en comparación con el gasto necesario para compensar las pérdidas de las IFM y los daños que las economías y los ciudadanos han sufrido (Panico y Purificato, 2013).

A pesar de su independencia el BCE esperó al 10 de mayo para anunciar la adopción del *Securities Markets Programme* (SMP), programa que tiene por objetivo la compra de bonos gubernamentales para restaurar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria. Esta decisión representó un cambio drástico en la filosofía del Eurosistema, ya que antes siempre se había negado la posibilidad de financiar a los sectores públicos nacionales mediante la emisión de base monetaria. La Decisión 2010/5 del BCE afirma que la compra de bonos gubernamentales en el mercado secundario no contradice

ni los Tratados sobre el funcionamiento de la Unión Europea ni el Estatuto del BCE. El SMP prevé que el banco central compre valores gubernamentales en posesión de las IFM y pague lo que corresponda en las cuentas corrientes que estas entidades tienen en el Eurosistema. El programa establece que la liquidez emitida sea esterilizada (véase el cuadro 5) para evitar cambios en la orientación de la política monetaria y riesgos inflacionarios, y que los bonos adquiridos sean retenidos hasta su vencimiento para evitar pérdidas de capital (Panico y Purificato, 2013).

CUADRO 5
Securities Markets Programme:
compras y esterilización de activos financieros, 2010-2012
(miles de millones de euros)

| | Enero | Febrero | Marzo | Abril | Mayo | Junio |
|----------------|--------------|----------------|-------------------|----------------|------------------|------------------|
| | <i>2010</i> | | | | | |
| Compras | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 35.5 | 55.3 |
| Esterilización | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 26.5 | 51.0 |
| | <i>2011</i> | | | | | |
| Compras | 76.5 | 77.5 | 77.0 | 76.1 | 74.9 | 74.2 |
| Esterilización | 76.5 | 77.0 | 76.5 | 71.4 | 75.0 | 74.0 |
| | <i>2012</i> | | | | | |
| Compras | 219.1 | 219.3 | 214.2 | 214.2 | 212.1 | 211.3 |
| Esterilización | 219.0 | 219.5 | 213.5 | 214.0 | 212.0 | 210.5 |
| | Julio | Agosto | Septiembre | Octubre | Noviembre | Diciembre |
| | <i>2010</i> | | | | | |
| Compras | 60.2 | 60.8 | 63.3 | 63.3 | 67.2 | 74.0 |
| Esterilización | 60.5 | 60.5 | 61.5 | 63.5 | 66.0 | 60.8 |
| | <i>2011</i> | | | | | |
| Compras | 74.0 | 115.6 | 160.7 | 173.5 | 203.3 | 211.9 |
| Esterilización | 74.0 | 110.5 | 156.5 | 169.5 | 194.5 | 211.0 |
| | <i>2012</i> | | | | | |
| Compras | 211.3 | 208.8 | 209.5 | 209.3 | 208.5 | 208.3 |
| Esterilización | 211.5 | 209.0 | 209.0 | 209.5 | 208.5 | 197.6 |

Fuente: BCE.

A pesar de estas precauciones, algunos miembros del Consejo Directivo del BCE se opusieron al SMP ¿Por qué se opusieron, dado que no existían riesgos inflacionarios ni de pérdidas de capital? Una posible respuesta a esta pregunta se puede encontrar en documentos del BCE (2011: 71) y en Wyplosz (2010; 2011) en donde se argumenta que el banco central no debería actuar como prestamista

de última instancia a favor de los sectores públicos nacionales si antes no se reorganiza el proceso de coordinación entre las políticas fiscal y monetaria para minimizar el riesgo moral relativo a la conducta oportunista de las autoridades políticas nacionales.

Sin embargo, es importante recordar que en las últimas décadas las normas relativas a la coordinación de las políticas han tenido mayor eficacia para evitar comportamientos oportunistas de los agentes gubernamentales que las normas de regulación financiera para evitar conductas oportunistas por parte de los agentes del sector financiero. A pesar de ello, el banco central no ha dejado de actuar oportunamente como prestamista de última instancia a favor de las IFM. El BCE ha reconocido la relevancia de esta función, así como la necesidad de minimizar el riesgo moral que emerge de la misma sin abandonar a las IFM al albedrío de los avatares del mercado. El caso contrario se da con el sector público, donde los problemas de riesgo moral se utilizan como argumento para evitar las intervenciones del banco central. En lugar de exigir un buen funcionamiento del proceso de coordinación de las políticas económicas, se ha abandonado a los sectores públicos nacionales, a las economías y a los ciudadanos a los caprichos del mercado, favoreciendo a los movimientos especulativos de capital, lo que ha llevado al aumento de las tasas de interés sobre algunas deudas soberanas y a problemas en el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

LA SEGUNDA FASE DE LA CRISIS DE DEUDA

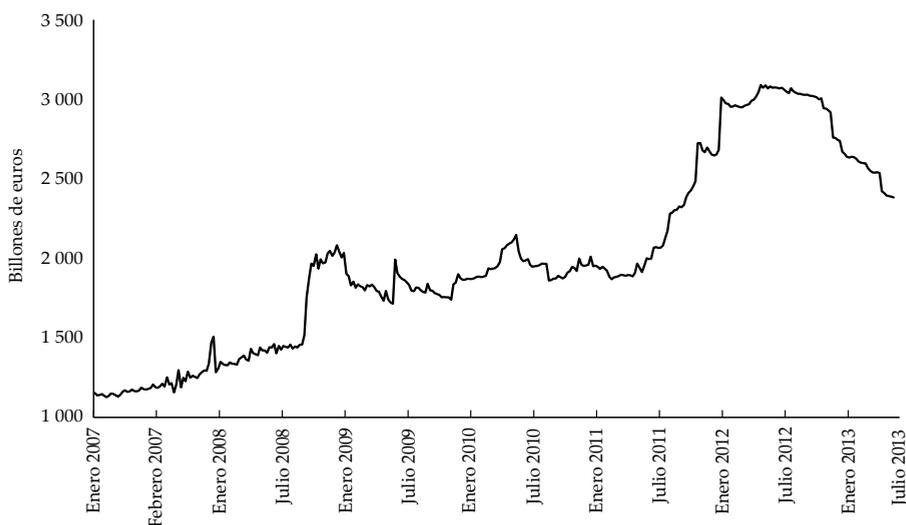
En 2011, en las vísperas de las elecciones en Francia y Holanda, algunos líderes políticos (entre ellos el Presidente Nicolás Sarkozy de Francia y la Canciller Angela Merkel de Alemania) afirmaron que el sector financiero privado debía soportar ciertos costos de la gestión de la deuda pública griega y propusieron una restructuración de la deuda soberana de ese país. El BCE se opuso a esa propuesta argumentando que podría generar consecuencias negativas para la administración de la deuda soberana de otros países y en el funcionamiento de los mercados interbancarios.³ No obstante, el 21 de julio de 2011 el Consejo

³ Rueda de prensa del BCE, 9 de junio de 2011. Disponible en: <<http://www.ecb.int/press/pressconf/2011/html/is110609.en.html>>. Rueda de prensa del BCE, 7 de julio de 2011. Disponible en: <<http://www.ecb.int/press/pressconf/2011/html/is110707.en.html>>. Rueda de prensa del BCE, 4 de agosto de 2011. Disponible en: <<http://www.ecb.int/press/pressconf/2011/html/is110804.en.html>>. Véase también BCE (2012: 59).

de Jefes de Estado o de Gobierno de la Unión Europea aprobó una resolución a favor de un acuerdo entre el gobierno griego y los poseedores privados de bonos. La resolución fue una señal a los inversores privados indicando que había subido el riesgo de tener bonos de deuda soberana de algunos países. Hubo un fuerte incremento de las ventas de bonos, incluso de España e Italia que hasta entonces habían sido afectados marginalmente por la crisis, sus tasas de interés subieron y el crédito interbancario a sus IFM se extinguió. Los acontecimientos confirmaron las sospechas del BCE y abrieron la segunda fase de la crisis de deuda en julio de 2011.

Varios hechos caracterizan esta nueva fase. En primer lugar, el Eurosistema tuvo que sustituir la financiación de los mercados interbancarios a las IFM interviniendo por medio del sistema europeo de pagos TARGET (*Trans European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer*) que es la infraestructura financiera mediante la cual circula la liquidez emitida por el BCE y transfiere dinero entre los BCN de la eurozona. La provisión de liquidez por parte del Eurosistema aumentó y con ella se incrementaron los activos y pasivos de su balance consolidado (véase la gráfica 3).

GRÁFICA 3
Balance financiero consolidado del Eurosistema, activos/pasivos totales, enero de 2007-diciembre de 2012
(billones de euros, fin del periodo semanal)



Fuente: BCE.

En segundo lugar, para hacer frente a los ataques especulativos, el BCE retomó las compras de bonos por el SMP en agosto de 2011, detenidas desde diciembre de 2010. El 8 de diciembre de 2011 el BCE implementó la primera operación extraordinaria de refinanciación de las IFM con oferta ilimitada de préstamos a tres años a tasa de interés fija de 1% anual; la operación proporcionó 489 000 millones de euros. El 29 de febrero se llevó a cabo otra operación similar que proporcionó 530,000 millones de euros. El 2 de marzo de 2012, el Consejo de Jefes de Estado o de Gobierno de la Unión Europea aprobó el *Fiscal Compact*, que endureció la reforma del PEC de noviembre de 2011. Ambas resoluciones fortalecen el poder de las autoridades europeas para sancionar a los países que no respeten las reglas fiscales. El problema de estas disposiciones estriba en la intención de las autoridades europeas de resolver la crisis focalizándose sólo en medidas punitivas, sin analizar los efectos negativos de las políticas de austeridad.

Finalmente, el 6 de septiembre de 2012, el Consejo Directivo del BCE (con el voto negativo del Presidente del Bundesbank) decidió terminar el SMP y seguir con las compras de bonos gubernamentales en el mercado secundario bajo un nuevo marco normativo llamado *Outright Monetary Transactions* (OMTs). Las OMTs permiten al BCE realizar compras ilimitadas de bonos gubernamentales de los países que cumplen con las reglas fiscales europeas. La introducción de las OMTs, que prevé (como el SMP) la esterilización de la liquidez emitida y la compra de bonos hasta su vencimiento, concluye una fase de alto riesgo para la sobrevivencia de las instituciones europeas y de elevada inestabilidad en los mercados financieros. Desde julio de 2012 el aumento de la provisión de liquidez por parte del Eurosistema se ha estabilizado y con ello se moderó el incremento de los saldos consolidados del balance del Eurosistema —que Sinn y Wollmershäuser (2011; 2012) denominan saldos del sistema TARGET. La variación en estos acervos se encuentra en el centro del debate acerca de las causas y las posibles soluciones de la crisis desde el comienzo de la segunda fase.

MODUS OPERANDI DE LOS SALDOS DEL SISTEMA TARGET:

¿RIESGO REAL O FICTICIO?

Los saldos del sistema TARGET son débitos o créditos que los Bancos Centrales Nacionales (BCN) de la eurozona tienen con el BCE. Para examinar cómo se generan esos saldos, compararemos cómo se modifican los balances de las IFM,

de los BCN y del BCE cuando un depósito en la IFM del país A (IFMA) se transfiere a una IFM del país B (IFMB) por medio de los mercados interbancarios o del sistema TARGET. Los registros contables son independientes respecto del origen de la transferencia, sea que ésta se genere en el pago de una mercancía o por razones especulativas. El cuadro 6a describe los cambios en los balances de la IFMA y de la IFMB cuando un depósito se transfiere de la primera a la segunda por medio del mercado interbancario. En el balance de la IFMA la reducción en los depósitos se compensa por el préstamo que la institución recibe de la IFMB, mientras que el aumento de los depósitos de la IFMB tiene como contrapartida el aumento del crédito que esa institución otorga a la IFMA.

CUADRO 6a
Transferencia de depósitos por medio de los mercados interbancarios

| <i>Activo IFMA</i> | <i>Pasivo IFMA</i> | <i>Activo IFMB</i> | <i>Pasivo IFMB</i> |
|--------------------|--------------------------------------|----------------------------|--------------------------------------|
| | - Δ depósitos de los clientes | + Δ créditos a IFMA | + Δ depósitos de los clientes |
| | + Δ débitos con IFMB | | |

Fuente: elaboración propia.

El cuadro 6b describe los cambios en los balances de la IFMA y de la IFMB cuando la transferencia se realiza por medio del sistema TARGET. En el balance de la IFMA la reducción en los depósitos de sus clientes se compensa contablemente con una variación de sus depósitos en el BCN (BCNA). Por otra parte, el aumento de los depósitos de los clientes de la IFMB genera un aumento de sus depósitos en el BCN de su país (BCNB), equilibrando así activos y pasivos.

CUADRO 6b
Transferencia de depósitos a través del sistema TARGET

| <i>Activo IFMA</i> | <i>Pasivo IFMA</i> | <i>Activo IFMB</i> | <i>Pasivo IFMB</i> |
|---------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------|--------------------------------------|
| - Δ depósitos en el BCNA | - Δ depósitos de los clientes | + Δ depósitos en el BCNB | + Δ depósitos de los clientes |

Fuente: elaboración propia.

El cuadro 6c describe los cambios en los balances del BCNA, del BCNB y del BCE cuando un depósito se transfiere del país A al país B por medio del sistema TARGET. En el pasivo del BCNA se reducen los depósitos de la IFMA, y para compensar se crea una entrada contable en la forma de crédito en el BCE. A su vez,

en el pasivo del BCNB aumentan los depósitos de la IFMB, y para compensar se registra un crédito en el BCE. De esta manera, en los activos y pasivos del BCE quedan registrados un crédito al BCNA y un débito con el BCNB.

CUADRO 6c
Transferencia de depósitos a través del sistema TARGET

| <i>Activo BCNA</i> | <i>Pasivo BCNA</i> | <i>Activo BCE</i> | <i>Pasivo BCE</i> | <i>Activo BCNB</i> | <i>Pasivo BCNB</i> |
|--------------------|-------------------------------------|--------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------|-------------------------------------|
| | – Δ depósitos de las IFMA | + Δ créditos al BCNA | + Δ débitos con el BCNB | + Δ créditos al BCE | + Δ depósitos de las IFMB |
| | + Δ débitos con el BCE | | | | |

Fuente: elaboración propia.

El crédito del BCE inscrito en el pasivo del BCNA y el crédito al BCE inscrito en el activo del BCNB son los saldos del sistema TARGET. En la segunda fase de la crisis de deuda, el incremento en estas cuentas ha sido el centro de un debate que se ha focalizado en sus orígenes y en las consecuencias que éstos pueden acarrear para los contribuyentes. Sinn y Wollmershäuser (2011; 2012) consideran que el origen de los aumentos en los saldos del sistema TARGET es el comportamiento oportunista de las autoridades políticas nacionales, que ha generado déficit no sustentables en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Esto se ha reflejado en una reducción drástica de los préstamos en los mercados interbancarios a las IFM de esas economías.

Según Sinn y Wollmershäuser, la crisis de deuda es una crisis de balanza de pagos similar a las ocurridas durante la era de Bretton Woods. Por tanto, el aumento de los saldos del sistema TARGET tiene la misma explicación que los saldos de la balanza de pagos en un régimen de tipos de cambio fijo con la siguiente diferencia: en un sistema económico distinto al de una unión monetaria los déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se habrían pagado con las reservas oficiales; al agotarse las reservas se habría impuesto una devaluación a los países deudores, lo cual implicaría una reducción de los precios internos de las mercancías y de los factores productivos locales en moneda extranjera. Por el contrario, en la UME el aumento de los saldos del sistema TARGET ha evitado a los países deudores enfrentarse con la disciplina de los mecanismos de mercado, la cual habría impuesto una reducción de los precios de las mercancías y de los factores productivos. Así, según Sinn y Wollmershäuser (2012), las intervenciones del Eurosistema otorgan beneficios a los ciudadanos de estos países, beneficios

pagados por los contribuyentes de los países acreedores del BCE que soportan riesgos adicionales por los créditos de sus BCN al BCE.

Las conclusiones a las que arriban Sinn y Wollmershäuser han recibido diversas críticas basadas en estudios empíricos y econométricos sobre la relación entre la variación de los saldos del sistema TARGET y el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de los países deudores (De Grauwe y Ji, 2012; Cecioni y Ferrero, 2012; Wyplosz, 2012). Según estos estudios, los desajustes en los saldos del sistema TARGET presentan una relación de causalidad mayor con las variaciones en los movimientos de capitales que con las variaciones en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Estos resultados permiten interpretar los aumentos de los saldos del sistema TARGET como el producto de una crisis de confianza en la capacidad de las instituciones europeas de garantizar la sobrevivencia del área del euro, y no como resultado de una crisis en la cuenta corriente de las balanzas de pagos. Además, el análisis de los saldos TARGET de cada país muestra que en varios casos estas variaciones no tienen el mismo signo que las exportaciones netas (Astarita y Purificato, 2013).

En el caso de Italia, por ejemplo, los saldos TARGET acumulados fueron positivos hasta julio de 2011, y se tornaron negativos después de la declaración oficial de los jefes de Estado o de Gobierno de la Unión Europea sobre la reestructuración de la deuda griega. Este análisis también sugiere que los desajustes en los saldos TARGET han sido el resultado de decisiones equivocadas de las autoridades políticas europeas, decisiones que han convencido cada vez más a los operadores de los mercados financieros de que ellas no tenían la capacidad de adoptar las medidas necesarias para superar la crisis y garantizar la sobrevivencia de la UME.

De Grauwe y Ji (2012) también argumentan que los aumentos en los saldos TARGET no implican ningún riesgo adicional para los contribuyentes de los países acreedores. El aumento de los créditos al BCE en el balance del BCNB (véase el cuadro 6c) sustituye el aumento del crédito de la IFMB a la IFMA en el caso de transferencia financiera por medio de los mercados interbancarios (véase el cuadro 6a). No es razonable afirmar que la probabilidad de que los gobiernos nacionales de los países acreedores deban intervenir para apoyar las pérdidas del BCNB en caso de ruptura de la zona euro sea mayor que la probabilidad de que deban intervenir en caso de quiebra de la IFMA.

En la carta a Mario Draghi, Presidente del BCE, publicada en el *Frankfurter Allgemeine*, y en la entrevista publicada el 26 de septiembre de 2012 en el *Neue*

Zürcher Zeitung, Jens Weidmann, Presidente del Bundesbank, adopta la posición de Sinn y Wollmershäuser sobre las causas del aumento en los saldos del sistema TARGET. Al respaldar posiciones analíticamente infundadas, el Presidente del Bundesbank ha conseguido dos resultados. Primero, ha violado los principios que han inspirado la organización del Eurosistema según los cuales las decisiones de los miembros de los organismos directivos del BCE deben basarse en el interés de la eurozona y no en intereses de un país particular. Segundo, Weidmann ha contribuido a difundir los temores e interpretaciones que favorecen a los movimientos especulativos de capitales, haciendo más compleja la ejecución de soluciones óptimas para resolver la crisis de deuda.

Es indudable que la solución de una crisis de deuda de economías que conforman una unión monetaria como la eurozona es compleja. La introducción de las normas de las OMTs que permiten la compra ilimitada de valores gubernamentales es un paso adelante en el proceso de construcción de una organización institucional más eficaz en la eurozona. Sin embargo, no es suficiente. La política anticrisis oficial en curso se ha basado en la hipótesis que postula que la austeridad es expansiva (Alesina y Perotti, 1995; 1997). Vistos los recientes magros resultados de la austeridad fiscal, el énfasis se está desplazando ahora hacia las reformas estructurales, con lo cual no se hace sino emular el “camino de Damasco” recorrido por América Latina desde la crisis de deuda de 1982. La hipótesis de austeridad expansiva descansa en el supuesto de que existe una relación de causalidad de la deuda al crecimiento económico (no a la inversa), de donde se infiere la existencia de un umbral del ratio deuda-PIB por encima del cual las economías experimentan estancamiento, recesión y crisis. Así, Reinhart y Rogoff (2010: 577) sostienen que “altos niveles de deuda/PIB (90 por ciento y más) se asocian con resultados de crecimiento notablemente menores”.

No obstante, la relación entre la razón deuda/PIB y el crecimiento económico puede analizarse desde una perspectiva distinta (inversa) a la de la hipótesis de austeridad expansiva y, por lo tanto, servir de premisa para determinar espacios de política fiscal en un contexto económico de tasas de interés próximas a cero y cuasi-trampa de liquidez en donde la política monetaria ha mostrado que no es efectiva.

¿ES ESTABILIZADORA O DESESTABILIZADORA LA AUSTERIDAD?

Para tener una visión totalizadora de la crisis europea es necesario analizar otros elementos, entre ellos la conducción de la política fiscal y la relación entre las

políticas de austeridad, la deuda pública y la tasa de crecimiento de la economía. Para ese fin, identificamos en las ecuaciones [1] y [2] el valor de la deuda soberana con relación al tamaño de la economía y las fuentes de financiamiento del déficit fiscal primario:

$$d = D/Y \quad [1]$$

$$(G - T) = (\dot{D}_d + e\dot{D}_f) + \dot{H} - i_G(D_d + eD_f) \quad [2]$$

donde D es el valor nominal de la deuda pública; Y es el nivel del PIB a precios corrientes;⁴ G es el gasto público corriente después del pago de intereses; T es la recaudación de impuestos que depende de la tasa impositiva τ y del nivel de producto Y ; D_d y D_f denotan la deuda denominada en moneda nacional y moneda extranjera respectivamente (el *stock* de la deuda total medida en moneda nacional es $D = D_d + eD_f$); H es la base monetaria emitida para financiar el déficit fiscal; i_G es la tasa de interés sobre el total de la deuda, y e es el tipo de cambio (unidades de moneda nacional por unidad de moneda extranjera). Las cantidades están dadas en moneda nacional; un punto sobre una variable indica variación por unidad de tiempo de la variable en cuestión.

Si bien H es parte de la deuda del sector público de un país, suponemos que $\dot{H} = 0$, porque la evolución actual del sistema financiero nacional y la independencia de los bancos centrales imposibilitan a muchos países a financiar el déficit fiscal por medio de la emisión de H . Por ejemplo, el impacto de un aumento en la tasa de interés se puede financiar mediante una aceleración del ritmo de endeudamiento (un mayor crecimiento en $\dot{D}_d + e\dot{D}_f$); si ese canal no está disponible (*cf.* Palma, 2012), la única forma para hacer frente a un incremento en la tasa de interés es disminuir el gasto G o aumentar los impuestos T . Por tanto, la respuesta al problema de la deuda que da la contabilidad es la política de austeridad. La austeridad, no obstante, puede tener efectos desestabilizadores e inducir una trayectoria explosiva del ratio d debido a la recesión provocada por la deflación, al ajuste de los balances financieros del sector privado y del gobierno y la inestabilidad de las tasas de interés. Para analizar las consecuencias de las políticas de austeridad sobre el ratio d , aplicamos logaritmos en la ecuación [1] y derivamos respecto al tiempo, obteniendo:

⁴ En lo subsecuente suponemos que los precios se mantienen constantes.

$$\frac{\dot{d}}{d} = \frac{\dot{D}}{D} - \frac{\dot{Y}}{Y} \quad [3]$$

donde \dot{d} es la variación del ratio deuda pública-PIB, \dot{D} es la variación de la deuda pública nominal y $\dot{Y}/Y = g$ es la tasa de crecimiento nominal de la economía. Las políticas de austeridad tienen como objetivo reducir \dot{d} a un valor negativo. Despejando \dot{D} en la ecuación [2] e incorporando el resultado en la ecuación [3], obtenemos las fuentes de variación del ratio d :

$$\dot{d} = \vartheta + i_G (\zeta_d + e\zeta_f) - g \quad [4]$$

donde ϑ es el déficit fiscal respecto al PIB y ζ_d y ζ_f son las participaciones respectivas de la deuda nacional y la externa en la deuda total.

Domar (1944) y Pasinetti (1997) analizaron las condiciones de estabilidad del ratio d . El modelo de Domar parte de una expresión similar a la ecuación [4], supone $\dot{d} = 0$ y despeja para el nivel de impuestos necesarios para hacer frente a los pagos de la deuda pública nacional. Pasinetti, a su vez, mantiene los impuestos fijos y pone énfasis en la relación entre la tasa de interés sobre la deuda i_G y la tasa de crecimiento de la economía $\dot{Y}/Y = g$.⁵ Domar y Pasinetti arriban a conclusiones pertinentes para la coyuntura europea actual.⁶ Por ejemplo, Domar (1944) concluye que “Si la carga de la deuda se quiere aliviar [...],

⁵ Partiendo de la ecuación [4] es posible obtener la que llamaremos la ecuación Domar-Pasinetti para una economía cerrada. Si el país no tiene deuda en moneda extranjera, $D_f = 0$, por lo tanto:

$$\frac{\dot{d}}{d} = \frac{G-T}{D} + i_G - g, \text{ y si } \frac{\dot{d}}{d} = 0, \text{ entonces: } \frac{G-T}{D} = i_G - g$$

En esta ecuación se puede observar el fenómeno de la “carga social de la deuda” a la Domar analizando la relación entre el estancamiento económico y el incremento necesario de los impuestos para hacer frente a la deuda manteniendo la tasa de interés constante. Si el déficit fiscal es cero, el análisis de Pasinetti (1997) se sintetiza del siguiente modo: escenario optimista: si $i_G < g$, d disminuye; escenario neutral: si $i_G = g$, d se mantiene constante, y escenario lúgubre: si $i_G > g$, d tiende a un comportamiento explosivo.

⁶ Por ejemplo, con base en el análisis de Domar (1944) se puede mostrar que si la tasa nominal de crecimiento de equilibrio es entre 4 y 4.5 por ciento, según lo que indican los documentos oficiales del BCE, el déficit estructural (o de largo plazo) que estabiliza el ratio deuda pública/PIB a 60% no es cero (como establecen el PEC, el nuevo Marco para la Gobernanza Económica introducido en noviembre de 2011 y el *Fiscal Compact* introducido en marzo de 2012), sino un valor entre 2.4 y 2.7 por ciento. No obstante,

tiene que haber un rápido crecimiento del ingreso. El problema de la carga de la deuda es el problema de lograr una expansión del ingreso nacional” (pp. 816-7). Domar desplaza el análisis desde el nivel de ϑ o ζ_d hacia la tasa de crecimiento de la economía. Asimismo, Pasinetti (1997: 167) sostiene que “la vulnerabilidad [de una economía] es comúnmente atribuida al tamaño alcanzado por la deuda. Pero, en realidad, se debe al elevado nivel de la tasa de interés.”

A diferencia de Domar y Pasinetti, nuestro análisis de los efectos de la austeridad considera los determinantes de la tasa de crecimiento de una economía pequeña abierta con deuda en moneda extranjera:⁷

$$g = g \begin{pmatrix} G - T, & r, & q, & g^* \\ + & - & + / - & + \end{pmatrix} \quad [5]$$

donde r es la tasa de interés real; q , el tipo de cambio real (definido como el tipo de cambio nominal sobre la razón entre los precios nacionales y los precios internacionales); g^* , la tasa de crecimiento del producto mundial. En la ecuación [5] el signo debajo de cada variable indica el signo de la primera derivada. Se espera que un incremento de r disminuya la tasa de crecimiento por su efecto negativo sobre el consumo y la inversión; asimismo, un incremento de la tasa de crecimiento mundial estimula el crecimiento de la economía local por la mejora en el saldo de la balanza comercial; el efecto del tipo de cambio real es indefinido: puede ser positivo debido a su efecto sobre las exportaciones netas, pero también puede ser negativo si disminuyen los salarios reales y se incrementa el servicio de la deuda en moneda extranjera. Se espera que el efecto de la política fiscal sobre g sea positivo en presencia de capacidad productiva ociosa, racionamiento de crédito y suponiendo que la tasa de crecimiento del PIB es endógena respecto a la demanda. Sustituyendo la ecuación [5] en la [4] obtenemos:

Alesina, Blanchard y Canzoneri han propuesto reformar sólo el contenido de las reglas y sanciones del PEC, sin tener en cuenta que las normas del PEC sobre déficit estructural no eran (ni son) consistentes con los objetivos de inflación y crecimiento fijados por las autoridades europeas (cf. Panico y Suárez Vázquez, 2008; Panico y Purificato, 2013).

⁷ Capraro y Perrotini (2013) desarrollan un modelo kaldoriano en donde se pueden observar las consecuencias de corto y de largo plazo de las políticas de austeridad. Además, se define la tasa de crecimiento requerida o garantizada que mantiene constante el ratio d .

$$\dot{d} = \vartheta + i_G(\zeta_d + e\zeta_f) - g \begin{pmatrix} G - T, & r, & q/qw, & g^* \\ + & - & +/- & + \end{pmatrix} \quad [6]$$

La ecuación [6] permite evaluar los efectos de una política de austeridad sobre el ratio d . El punto clave es la definición de los efectos de una reducción de G sobre el PIB.⁸ Existen dos enfoques al respecto. El de la *austeridad estabilizadora* sostiene que el efecto es positivo: al disminuir el gasto público aumenta el PIB y disminuye d (Alesina y Perotti, 1995; Alesina y Ardagna, 1998). Uno de los mecanismos de transmisión que se destaca en esta visión es que un menor gasto público implica menores impuestos futuros y, por lo tanto, un incremento de la riqueza de los hogares que incentiva el consumo gracias al efecto conocido como equivalencia Ricardiana (Barro, 1974); este efecto acelera la tasa de crecimiento de la economía. Por tanto, el ratio d disminuye por dos vías, la primera por un incremento en g y la segunda por un aumento en T y un menor déficit fiscal ϑ (Perotti, 2011). Por otra parte, el segundo enfoque es el de la *austeridad desestabilizadora*. Este enfoque postula que en periodos caracterizados por grandes márgenes de capacidad productiva ociosa el multiplicador de la política fiscal es positivo y mayor a la unidad, lo que implica que una reducción del gasto público conlleva una fuerte disminución de la demanda efectiva y, de esta forma, una disminución en la tasa de crecimiento g . Por tanto, el efecto negativo sobre d , que implica un menor déficit fiscal, no compensa el efecto que tiene ese choque sobre la tasa de crecimiento de la economía. De esta forma, la razón d crece, y el efecto del ajuste es desestabilizador (Arestis, 2011; Blanchard y Leigh, 2012; Zezza, 2012). A mayor valor del multiplicador fiscal (en nuestro caso, un valor mayor de la primera derivada en la ecuación [5]), más acentuado será el crecimiento de d producido por la austeridad.

EXPERIENCIAS DE CRISIS DE DEUDA Y AUSTRERIDAD: AMÉRICA LATINA Y EUROPA

La crisis de deuda externa de América Latina en los años 1980 nos ofrece una experiencia que, en perspectiva histórica, permite justipreciar el probable efecto

⁸ Capraro y Perrotini (2013) analizan el efecto de las variaciones del tipo de cambio y la tasa de interés sobre el crecimiento económico y sobre el ratio d .

macroeconómico de las políticas de austeridad que se están aplicando para arros-
trar la actual crisis europea.

A fines de 1982 una serie de choques externos afectaron a las economías de América Latina obligándolas a declarar moratorias unilaterales sobre sus deudas soberanas. Los países más afectados fueron Argentina, Brasil y México. Los problemas de deuda externa se originaron en los años del experimento monetarista que incrementó las tasas de interés internacionales a las que estaban indexadas las tasas de interés nacionales. Otros factores que contribuyeron a la debacle financiera fueron una fuerte caída en los términos de intercambio y los problemas de liquidez a nivel mundial que hacían complejo el acceso a fuentes de financiamiento internacional (Díaz-Alejandro, 1984). A pesar de los choques externos, los organismos internacionales de crédito (principalmente el Fondo Monetario Internacional, FMI), los países acreedores⁹ y los gobiernos de los países endeudados arribaron al consenso de que la fuente principal de los problemas en América Latina eran los déficit fiscales y, por lo tanto, era necesario implementar políticas de austeridad.

Al estallar la crisis, Argentina, Brasil y México ostentaban ratios *d* que no implicaban un riesgo explosivo para sus finanzas públicas (Díaz-Alejandro, 1984). En el cuadro 7 se observa que estas tres economías ajustaron sus sectores públicos para generar los flujos de fondos suficientes para pagar la deuda. Este esfuerzo se hizo, principalmente, mediante la disminución de la inversión pública. El efecto del ajuste fiscal sobre el PIB de estos países se subestimó. El FMI sostenía que ese efecto era nulo, ya que la tasa de crecimiento de la economía era independiente del gasto público (Moreno-Brid, 1993). Curiosamente, también en la crisis actual de los países de la eurozona el FMI, el BCE y la Comunidad Europea han sostenido que la austeridad fiscal no afecta al crecimiento económico, a pesar de que España, Grecia, Irlanda y Portugal han experimentado severas recesiones y dramáticos incrementos de la tasa de desocupación durante 2010-2013. El cuadro 7 muestra que la tasa de crecimiento de Argentina, Brasil y México fue negativa inmediatamente después de la crisis y se mantuvo alejada de los niveles históricos que prevalecieron durante 1950-1980 (Capraro

⁹ Por ejemplo, Díaz-Alejandro (1984: 283) sostiene que “los países de la OECD al parecer [en esos años] adoptaron la posición de que la aplicación de políticas de austeridad era su derecho o que el miedo a la represalia debía ser suficiente para mantener la observancia puntual de los contratos que se habían vuelto obsoletos debido a los cambios en la economía internacional”.

y Perrotini, 2013). Se puede inferir, en consecuencia, que el multiplicador fiscal era superior a la unidad y, por lo tanto, el ajuste fue desestabilizador.¹⁰

Las políticas de austeridad fracasaron en América Latina: la razón deuda-PIB no disminuyó, al contrario se incrementó marcadamente en los casos de Argentina y México, mientras que en el caso de Brasil se mantuvo constante. Los recortes en el gasto público, la menor inversión del gobierno, sumados al descenso en los salarios reales y las devaluaciones tuvieron un fuerte efecto negativo, transitorio y permanente, en el nivel y el crecimiento del PIB y en el bienestar de los ciudadanos, propiciando la llamada década perdida de América Latina.

A casi 30 años de la crisis de deuda latinoamericana y de políticas de austeridad fallidas —recientemente sometidas a una revisión autocrítica por el propio FMI, incluso con un sutil tono de *mea culpa* (International Monetary Fund [IMF], 2011; Lütz y Kränke, 2010)— estas políticas de austeridad han cobrado nueva vida; primero, en 2009 con el advenimiento de la crisis en Europa del Este y, más tarde, en 2010 cuando la deuda pública de los países del sur de la eurozona fue objeto de ataques especulativos.¹¹ Así, en la primavera de 2010 los envíos de fondos a los países que solicitaron el apoyo de organismos supranacionales se condicionaron al cumplimiento de metas austeras sobre gasto público y déficit fiscal (entre otras variables). Además, la Comisión Europea incentiva y requiere en sus informes la necesidad de ajustar el gasto del sector público para potenciar el crecimiento (EC, 2012a; 2012b; 2012c).

El cuadro 7 muestra que los países que ingresaron a un Programa de Asistencia Financiera, como Grecia y Portugal, tuvieron que realizar ajustes draconianos en sus cuentas públicas con efectos recesivos. Estos países han disminuido el déficit fiscal (total y primario), pero, al igual que en el caso latinoamericano, una de las erogaciones que más se contrajo es la inversión pública. Lo que tendrá un impacto negativo en el producto potencial en el largo plazo.

España es un caso distinto —tenía superávit fiscal antes de la crisis—, no ingresó a un Programa de Asistencia Financiera y tuvo que ajustar su política fiscal para respetar las normas del nuevo Pacto de Estabilidad y Crecimiento. A

¹⁰ El otro pilar de los programas de ajuste fue la devaluación del tipo de cambio. Sin embargo, más que un efecto expansivo de la actividad vía exportaciones netas, esta política desató problemas inflacionarios importantes, especialmente en Argentina y Brasil (Ros, 1993).

¹¹ La reanimación de las políticas de ajuste del FMI en Europa fue promovida con el curioso título de “Iniciativa Viena” por una coalición de acreedores organizados en el *European Bank Coordination Initiative Group*.

CUADRO 7
Políticas de austeridad, crecimiento económico y evolución
del ratio deuda-PIB en América Latina y Europa, 1982-1989/2001-2012
 (unidades, véanse las notas a pie de cuadro)

| Periodo | América Latina | | | | |
|---------------------------------------|----------------|------------|------------|------------|------------|
| | 1980-1981* | 1982-1983* | 1984-1985* | 1986-1987* | 1988-1989* |
| Argentina | | | | | |
| Déficit Fiscal ^{1/} | -7.9 | -11.1 | -7.0 | -5.7 | -8.1 |
| Déficit Fiscal Primario ^{1/} | -4.8 | -5.3 | -3.0 | -2.7 | -4.6 |
| Inversión Pública ^{2/} | 7.7 | 6.4 | 5.7 | 6.4 | 6.0 |
| <i>d</i> ^{3/} | 40.3 | 47.9 | 59.7 | 49.9 | 65.9 |
| <i>g</i> ^{4/} | -0.8 | -0.5 | -2.7 | 5.4 | -5.0 |
| Brasil | | | | | |
| Déficit Fiscal ^{1/} | 0.2 | -0.8 | -1.8 | -3.5 | -4.2 |
| Déficit Fiscal Primario ^{1/} | 1.5 | 1.9 | 2.2 | -1.0 | -0.6 |
| Inversión Pública ^{2/} | 2.5 | 2.2 | 2.3 | 3.2 | 3.2 |
| <i>d</i> ^{3/} | 30.7 | 40.9 | 48.1 | 40.7 | 31.2 |
| <i>g</i> ^{4/} | 2.4 | -1.4 | 6.6 | 5.8 | 1.6 |
| México | | | | | |
| Déficit Fiscal ^{1/} | -9.8 | -11.9 | -7.7 | -15.0 | -7.4 |
| Déficit Fiscal Primario ^{1/} | -5.5 | 0.6 | 4.6 | 4.1 | 7.6 |
| Inversión Pública ^{2/} | 9.6 | 7.4 | 6.3 | 5.1 | 3.3 |
| <i>d</i> ^{3/} | 30.4 | 56.0 | 53.3 | 78.0 | 48.1 |
| <i>g</i> ^{4/} | 9.0 | -2.4 | 3.1 | -0.9 | 2.7 |
| Periodo | Europa | | | | |
| | 2001-2008* | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
| España | | | | | |
| Déficit Fiscal ^{1/} | 0.0 | -11.2 | -9.7 | -9.4 | -10.2 |
| Déficit Fiscal Primario ^{1/} | 2.1 | -9.4 | -7.7 | -7.0 | -7.2 |
| Inversión Pública ^{2/} | 3.6 | 4.5 | 4.0 | 2.9 | 1.8 |
| <i>d</i> ^{3/} | 45.3 | 53.9 | 61.5 | 69.3 | 88.4 |
| <i>g</i> ^{4/} | 3.3 | -3.7 | -0.3 | 0.4 | -1.4 |
| Grecia | | | | | |
| Déficit Fiscal ^{1/} | -6.3 | -15.6 | -10.8 | -9.5 | -6.6 |
| Déficit Fiscal Primario ^{1/} | -1.2 | -10.5 | -4.9 | -2.3 | -1.5 |
| Inversión Pública ^{2/} | 3.4 | 3.1 | 2.3 | 1.6 | 1.9 |
| <i>d</i> ^{3/} | 103.8 | 129.7 | 148.3 | 170.6 | 161.6 |
| <i>g</i> ^{4/} | 3.7 | -3.1 | -4.9 | -7.1 | -6.4 |
| Portugal | | | | | |
| Déficit Fiscal ^{1/} | -4.3 | -10.2 | -9.8 | -4.4 | -5.0 |
| Déficit Fiscal Primario ^{1/} | -1.4 | -7.3 | -7.0 | -0.4 | -0.8 |
| Inversión Pública ^{2/} | 3.5 | 3.0 | 3.6 | 2.6 | 2.0 |
| <i>d</i> ^{3/} | 63.6 | 83.2 | 93.5 | 108.0 | 120.6 |
| <i>g</i> ^{4/} | 1.3 | -2.9 | 1.9 | -1.6 | -3.2 |

Notas: (*) Valores promedio. 1/ El déficit fiscal es el resultado final del sector público, mientras el déficit fiscal primario es el resultado sin tener en cuenta el pago de interés de la deuda pública (ambos conceptos con relación al PIB a precios corrientes). 2/ Formación bruta de capital por parte del sector público como proporción del PIB a precios corrientes. 3/ Para los países de América Latina se consideró sólo la deuda externa, mientras que para los europeos se consideró la deuda consolidada del gobierno general. 4/ Tasa de crecimiento anual del PIB a precios constantes.

Fuente: Argentina: Ministerio de Economía y Producción e Indicadores de Desarrollo del Banco Mundial; Brasil: Jaloretto (2005) e Indicadores de Desarrollo del Banco Mundial; México: Banco de México e Indicadores de Desarrollo del Banco Mundial; España, Grecia y Portugal: AMECO.

partir de 2009, debido a las políticas de rescate de su sector financiero y a una recaudación impositiva persistentemente menor que la proyectada, sus finanzas públicas se tornaron deficitarias. A pesar de exhibir un déficit primario de 7% del PIB, el gobierno español ha realizado un fuerte ajuste en la inversión pública: ha disminuido 50% en 2011-2012 respecto al promedio del periodo 2001-2008.

España, Grecia y Portugal presentan similitudes significativas: aplicaron políticas de austeridad, con el objetivo de disminuir la razón deuda/PIB. El resultado no es satisfactorio: en los tres casos el ratio d exhibió fuertes incrementos en 2012 respecto al promedio de 2001-2008. En Grecia aumentó de 104 a 162 por ciento; en Portugal de 64% al inicio del periodo a 121% en 2012; finalmente, en España era 45% y aumentó a 88% (EC, 2010a; 2010b; 2012a; 2012b; 2012c).

En el periodo 2009-2012 España, Portugal y Grecia “crecieron” a tasas negativas en promedio anual: -1.3, -1.5 y -5.4 por ciento respectivamente. Las economías más austeras son las que crecieron menos. Por tanto, no lograron abatir el ratio d . La austeridad no ha sido estabilizadora.

Las experiencias latinoamericana y europea no parecen apoyar la hipótesis que postula que la austeridad es expansiva. Así, el espíritu punitivo de las políticas de austeridad del *Fiscal Compact* no está contribuyendo a resolver la crisis de deuda de la eurozona, señal de que la relación de causalidad entre deuda y crecimiento económico es la inversa de la postulada en el diagnóstico de la *Troika*. Evsey Domar había arribado a esta conclusión hace 69 años; su análisis fue ignorado en la crisis de deuda de América Latina de los años ochenta, y se le soslaya nuevamente en la crisis actual de la zona del euro.

CONCLUSIONES

Los argumentos antes esgrimidos nos conducen a las siguientes conclusiones:

1. La responsabilidad de la crisis de la deuda soberana en Europa recae *principalmente* en las autoridades políticas de *todos* los países de la UME, dado que diseñaron, practicaron, defendieron y aún defienden un modelo de coordinación de políticas monetaria y fiscal erróneo, amén de que han reaccionado de manera tardía, débil, ineficiente e incoherente frente a la continua acumulación de desbalances financieros al interior de la UME desde la creación del Euro (Pérez-Caldentey y Vernengo, 2012).
2. Contrario a lo que sugieren otros autores, la crisis de deuda estalló en mayo de 2010 cuando las autoridades europeas no reaccionaron frente al

- ataque especulativo contra la deuda pública griega para no interferir con las elecciones en Renania-Westfalia (Alemania) del 9 de mayo.
3. Si el 9 de mayo de 2010 se puede considerar como la fecha de comienzo de la primera fase de la crisis, el 21 de julio de 2011, cuando el Consejo de Europa decidió oficialmente proceder a la restructuración de la deuda griega, se puede concebir como la fecha de inicio de la segunda fase de la crisis. En este caso, también las decisiones relevantes para la evolución de la crisis se tomaron fuera de los países que sufrieron los ataques especulativos, y esas decisiones estuvieron relacionadas con las elecciones políticas en Francia y Holanda en ese año.
 4. La experiencia de la eurozona documenta que una política de crecimiento económico y empleo robustos es más efectiva para estabilizar la deuda que la austeridad, la flexibilización del mercado de trabajo y la deflación en presencia de trampas de liquidez y desapalancamiento creciente del sector privado.
 5. Las instituciones europeas, creadas para proteger a los ciudadanos de los estados miembros en contra de los avatares de la inestabilidad financiera, no deben promover acciones punitivas y temores irracionales que sólo conducen a la debacle final de la zona euro y nunca a la preservación de la civilización y de las instituciones sociales conquistadas en la segunda posguerra, a todas luces necesarias para el desarrollo de la humanidad.
 6. La coordinación de políticas monetaria y fiscal para el crecimiento y el pleno empleo puede satisfacerse mediante reformas institucionales que:
 - a) instituyan una Agencia Fiscal Europea para restaurar los vínculos entre los bancos centrales y el Tesoro de cada nación integrante de la UME, garantizando la liquidez y solvencia del sistema bancario así como niveles de inversión y demanda agregada consistentes con el crecimiento y el pleno empleo;
 - b) permitan implementar una política industrial europea para mejorar la especialización productiva y la competitividad internacional de cada país sin tener que resolver la crisis con inútiles deflaciones salariales y reformas estructurales de los mercados de trabajo, como sugieren Atoyán, Manning y Rahman (2013), y
 - c) faciliten una unión fiscal europea con representación de todos los países.
 7. Parte crucial de estas reformas de las instituciones europeas es la redefinición normativa del papel de la política y de los *mass media* convencionales y contemporáneos en el proceso de la elección pública y las acciones colectivas, a modo de que éstas no socaven la estabilidad, la equidad, la democracia y el bienestar común y, en cambio, sí obturen soluciones inspiradas en “el asalto a la razón” (Lukács, 1976) y en filosofías irracionales.

REFERENCIAS

- Alesina, A. y Ardagna, S., 1998. Tales of Fiscal Adjustment. *Economic Policy*, 13(27), pp. 487-545.
- Alesina, A. y Perotti, R., 1995. Fiscal Expansions and Adjustments in OECD Economies. *Economic Policy*, 21, pp. 207-47.
- Alesina, A. y Perotti, R., 1997. Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and macroeconomic effects. *International Monetary Fund Staff Papers*, 44(2), pp. 210-48.
- Arestis, P., 2011. European Economic and Monetary Union Policies from a Keynesian Perspective. En: E. Hein y E. Stockhammer (eds.). *A Modern Guide to Keynesian Macroeconomics and Economic Policies*. Cheltenham, R.U.: Edward Elgar.
- Astarita, C. y Purificato, F., 2013. Target2 Imbalances and the Need of a Lender of Last Resort [MPRA Paper no. 51124]. Munich Personal RePEc Archive, Munich.
- Atoyán, R., J. Manning y J. Rahman, 2013. Rebalancing: Evidence from current account adjustment in Europe [Working Paper no. 13/74, marzo]. *International Monetary Fund (IMF)*, Washington, D.C.
- Banco Central Europeo, 2008. Tenth Anniversary of the ECB [en línea]. *Monthly Bulletin*. Disponible en: <<http://www.ecb.int>>.
- Banco Central Europeo, 2011. The European Stability Mechanism. *Monthly Bulletin*, julio, pp. 71-84.
- Banco Central Europeo, 2012. Monetary and Fiscal Policy Coordination in a Monetary Union. *Monthly Bulletin*, julio, pp. 51-64.
- Barro, R., 1974. Are Governments Bonds Net Wealth? *Journal of Political Economy*, 82(6), pp. 1095-117.
- Blanchard, O. y Leigh, D., 2012. Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers [Working Paper no. 13/1]. *IMF*, Washington, D.C.
- Capraro, S. y Perrotini, I., 2013. Revisiting Latin America's Debt Crisis: Some lessons for the periphery of the Eurozone. *Cambridge Journal of Economics*, 37(3), mayo, pp. 627-651.
- Cecioni, M. y Ferrero, G., 2012. Determinants of TARGET2 Imbalances [Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers) no. 136]. *Banca d'Italia*, Italia.
- De Grauwe, P. y Ji, Y., 2012. What Germany Should Fear Most is its Own Fear. An analysis of Target2 and current account imbalances [Working Document no. 368, septiembre]. Centre for European Policy Studies (CEPS), Bruselas.
- Díaz-Alejandro, C.F., 1984. Latin American Debt: I don't think we are in Kansas anymore. *Brookings Papers on Economic Activity*, 15(2).
- Domar, E., 1944. The Burden of the Debt and the National Income. *American Economic Review*, 34(4), pp. 798-827.

- European Commission, 2010a. The Economic Adjustment Programme for Greece [European Economy Occasional Paper no. 61]. *Directorate-General for Economic and Financial Affairs*, Bruselas.
- European Commission, 2010b. Report on Greek Government Deficit and Debt Statistics [COM (2010) 1 final]. *European Commission*, Bruselas, 8 de enero.
- European Commission, 2012a. Assessment of the 2012 National Reform Programme and Stability Programme for GREECE. *Commission Staff Working Document*, Bruselas.
- European Commission, 2012b. Assessment of the 2012 National Reform Programme and Stability Programme for Spain. *Commission Staff Working Document*, Bruselas.
- European Commission, 2012c. Assessment of the 2012 National Reform Programme and Stability Programme for Portugal. *Commission Staff Working Document*, Bruselas.
- Fatás, A. y I. Mihov, 2003. On Constraining Fiscal Policy Discretion in EMU. *Oxford Review of Economic Policy*, 19(1), pp. 112-31.
- Fatás, A. y I. Mihov, 2010. The Euro and the fiscal policy. En: A. Alesina y F. Giavazzi (eds.). *Europe and the Euro*. Chicago: National Bureau of Economic Research (NBER) and University of Chicago Press, pp. 287-324.
- International Monetary Fund, 2011. *Performance in the Run-up to the Financial and Economic Crisis. IMF Surveillance in 2004-07* [Evaluation Report]. Washington, Independent Evaluation Office.
- Ioannou, D. y L. Stracca, 2011. Have Euro Area and EU Governance Worked? Just the facts [Working Papers Series no. 1344, mayo]. *European Central Bank*, Frankfurt, Alemania.
- Keynes, J.M., 1929. Can Lloyd George do it? An Examination of the Liberal Pledge, with Hubert Henderson [Reimpreso en: J.M. Keynes. *Collected writings* (volumen IX). Londres: Macmillan for the Royal Economic Society, pp. 86-125].
- Jaloretto C., 2005, *Senhoriagem e Financiamento do Setor Público*. Brasília: Faculdade de Economia, Universidade de Brasília.
- Lukács, G., 1976. *El Asalto a la Razón: la trayectoria del irracionalismo desde Schelling hasta Hitler*. México: Grijalbo.
- Lütz, S. y Kranke, M., 2010. The European Rescue of the Washington Consensus? EU and IMF Lending to Central and Eastern European Countries [LSE 'Europe in Question' Discussion Paper Series, LEQS Paper no. 22/2012, mayo]. *The London School of Economics and Political Science*, Reino Unido.
- Mántey Bastón, G., 2013. Estrategias de inversión fija en economías abiertas con diferentes características estructurales. En: G. Mántey B. y T.S. López G. (eds.). *La nueva macroeconomía global: distribución del ingreso, empleo y crecimiento*. México: Facultad de Estudios Superiores Acatlán, UNAM/ Dirección General de Asuntos del Personal Académico, UNAM, pp. 299-321.

- Moreno-Brid, J.C., 1993. Ortodoxia y heterodoxia: ¿Alternativa de las estrategias de estabilización? En: J. Ros (ed.). *La Edad de Plomo del Desarrollo Latinoamericano*. México: Fondo de Cultura Económica (FCE), pp. 31-57.
- Palma, J.G., 2009. The Revenge of the Market on the Rentiers: Why neo-liberal reports of the end of history turned out to be premature. *Cambridge Journal of Economics* [Special Issue on the Global Financial Crisis], 33(4), julio, pp. 829-66.
- Palma, J.G., 2012. How the Full Opening of the Capital Account to Highly Liquid Financial Markets Led Latin America to Two and a Half Cycles of 'Mania, Panic and Crash' [CWPE no. 1201]. *Faculty of Economics, University of Cambridge*, Reino Unido.
- Panico, C. y Purificato, F., 2010. European Policy Reactions to the Financial Crisis. *Studi Economici*, 100(1), pp. 191-218.
- Panico, C. y Purificato, F., 2013. Policy Coordination, Conflicting National Interests and the European Debt Crisis. *Cambridge Journal of Economics*, 37(3), mayo, pp. 585-608.
- Panico, C. y Suárez Vázquez, M., 2008. Policy Coordination in the Euro Area. *Studi Economici*, 96(3), pp. 5-31.
- Panico, C., Pinto, A. y Puchet Anyul, M., 2012. Income Distribution and the Size of the Financial Sector: A Sraffian analysis. *Cambridge Journal of Economics*, 36, pp. 1455-77.
- Pasinetti, L., 1997. The Social Burden of High Interest Rates. En: P. Arestis, G. Palma y M. Sawyer (eds.). *Capital Controversy in Honour of Geoff Harcourt* [vol. I]. Londres: Routledge.
- Pérez-Caldentey, E. y Vernengo, M., 2012. The Euro Imbalances and Financial Deregulation: A Post-Keynesian Interpretation of the European Debt Crisis [Working Paper no. 702]. *Lery Economics Institute of Bard College*, Annandale-on-Hudson, Nueva York.
- Perotti, R., 2011. The Austerity Myth: Gain Without Pain [Working Paper no. 17571]. *NBER*, Cambridge, MA.
- Petrarca, F., 1975. *Familiari*. En: *Opere*. Florencia: Sansoni.
- Reinhart, C.M. y Rogoff, K.S., 2010. Growth in a Time of Debt. *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 100, mayo, pp. 573-8.
- Ros, J., 1993. Aspectos macroeconómicos de la estabilización heterodoxa. En: J. Ros (ed.). *La edad de plomo del desarrollo latinoamericano*. México: FCE, pp. 85-108.
- Sinn, H.-W. y Wollmershäuser, T., 2011. Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's rescue facility [Working Paper, no. 3500]. *CESIFO*, Munich.
- Sinn, H.-W. y Wollmershäuser, T., 2012. Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's rescue facility. *International Tax and Public Finance*, mayo, pp. 468-508.
- Wyplosz C., 2010. The Eurozone in the Current Crisis [Working Paper Series, no. 207] Asian Development Bank Institute (ADBI), Tokyo. Disponible en: <<http://www.adbi.org/working-papers/2010/03/26/3643.eurozone.current.crisis/>>.

Wyplosz, C., 2011. Eurobonds: Concepts and applications [IP/A/ECON/FWC/2009-040/C2, marzo] *European Parliament*, Bruselas.

Wyplosz, C., 2012. Europe's Quest for Fiscal Discipline [en línea]. Disponible en: <<http://www.wyplosz.eu/fichier/Quest%20for%20fiscal%20discipline%20Nov2012.pdf>>.

Wyplosz, C., 2013. Happy 2013? [en línea]. *VoxEU*, 4, enero. Disponible en: <<http://www.voxeu.org/article/happy-2013>>.

Zeza, G., 2012. The Impact of Fiscal Austerity in the Eurozone. *Review of Keynesian Economics* [Inaugural Issue], otoño, pp. 37-54.