

LAS CAUSAS DE LA DOBLE RECESIÓN DE ESPAÑA EN 2008-13 (*)

Norberto E. García

negarcia@speedy.com.pe

(*) Capítulo I del libro de Norberto E. García y Santos M. Ruesga Benito, Coordinadores, “¿Qué ha pasado con la economía española?” publicado por EDITORIAL PIRÁMIDE, Madrid, Julio de 2014.

1. Introducción.

El propósito de este Capítulo es debatir las causas de la doble recesión que sufre España en 2008-13: la del 2009-10 y la de 2012-13. La sección 2 plantea el diagnóstico más difundido que gira en torno al impacto de la Crisis Global, primero y al exceso de Gasto Público y salarios después. La sección 3 desarrolla un análisis de las causas validadas por la evidencia empírica, para la recesión del 2009-10 y para la de 2012-13, que demuestra que el diagnóstico más difundido está lejos de ser el correcto. La sección 4 plantea las principales Conclusiones del trabajo.

2. El diagnóstico más difundido.

En 2008-13 España atraviesa una doble recesión con un corto período intermedio en el 2011. La primera, en 2009-10, la segunda en 2012-13. El diagnóstico más difundido de la primera suele hacer énfasis en las consecuencias de la Crisis Global 2007-09 y su impacto en España, amplificado por el estallido de la “burbuja” inmobiliaria.

El diagnóstico de la segunda, se asocia a las políticas sugeridas por líderes y economistas de la Unión Europea, Alemania y otros países del Norte de Europa, que consideran que la economía española en 2008-10 sufre de: i) un exceso de gasto público que eleva la deuda pública en manos de extranjeros; ii) los trabajadores españoles eran poco productivos o inclinados a trabajar poco; iii) los salarios reales en España habían crecido por encima de las posibilidades reales del país, generando serios desequilibrios; iv) el desajuste en el manejo del sector bancario requería de una rápida reestructuración si se deseaba evitar un colapso financiero.

Reducir el creciente déficit público del 2008-10 – véase Cuadro 1 – era muy importante para ese diagnóstico porque además de la necesidad de poner orden en las cuentas fiscales, el mismo provocaba el crecimiento de la deuda pública, que para ese enfoque, provocaba el alza de los “spreads” de la deuda pública y alimentaba una caída en la confianza en los inversionistas. En este enfoque, era prioritaria una rápida reducción del déficit público, (desde 9.7 por ciento del PIB en 2010 a 3 por ciento en pocos años) tanto para disminuir los “spreads” de la deuda pública y recuperar la confianza, como para que la mejora de la confianza incidiera en una recuperación de la inversión privada.

No obstante, conviene recordar que España exhibía un superávit fiscal hasta el 2007 inclusive. El déficit público que crece a partir del 2008 y 2009 es una consecuencia de la primera recesión y no su causa – explicado por el rápido aumento del seguro de paro y otros amortiguadores sociales de la crisis.

El mismo diagnóstico enfatizaba una rápida “devaluación interna” basada en una significativa reducción de los salarios nominales para ganar competitividad y una reestructuración de la banca. Mientras, el Banco Central Europeo mantendría su política monetaria priorizando el objetivo estabilidad de precios – lo que implicaba ningún margen de acción para desarrollar políticas monetarias anti-recesivas selectivas en España y en general en el Sur de Europa.

3. Un diagnóstico más cercano a la realidad.

3.1. La recesión de 2009-10.

3.1.1. Un enfoque minskyano.

Aunque no existe consenso respecto a las causas de la crisis 2009-10 en los países del Sur de Europa, la opinión prevaleciente en medios académicos se ha ido desplazando hacia un hecho esencial: los datos de la recesión estarían explicados por los desequilibrios externos entre los países de la Eurozona y por la adopción del Euro, que condujeron en los países del Sur de Europa a una muy frágil posición externa y un desequilibrio financiero externo que provocó una acumulación de pasivos externos netos – Eichengreen (2010); De Grauwe (2010) y Bagnai (2012). Fue este hecho lo que amplificó significativamente en España el impacto recesivo de la Crisis Global 2007-08, cuya consecuencia fue la implosión del acceso al financiamiento externo.

Las instituciones de la Eurozona, de la Unión Europea y varios Gobiernos del Norte de Europa, leyeron los mismos datos como una consecuencia del exceso de gasto público que condujo a un exceso de deuda pública en manos de extranjeros, y de un exceso de salarios reales que afectó la competitividad.

Las tendencias de la economía española en 1998-2008 se ajustan perfectamente al enfoque de Hyman Minsky¹/ de cómo se desarrolla una crisis – Bagnai (2012).

En dicho enfoque se verifica una fase expansiva alimentada por expectativas positivas y una gran confianza – que se traducen en una muy baja percepción del riesgo. Esto induce a los agentes a adoptar posiciones crecientemente riesgosas – crece por ejemplo el endeudamiento externo privado y los bancos hacen uso del mismo para aumentar la expansión del crédito utilizando además un mayor apalancamiento. En esta fase emergen las burbujas en los precios de activos y las hojas de balance se tornan más frágiles.

Pero en algún momento un hecho negativo despierta la atención de los agentes respecto a la fragilidad y alto riesgo asumido. El temor reemplaza al optimismo y muchos agentes comienzan a reemplazar activos por liquidez y a continuación inician un proceso de “des-apalancamiento” – muy bien descrito por Koo (2008; 2011).

El rápido aumento en la demanda por liquidez y posteriormente el des-apalancamiento, reducen la demanda agregada y la burbuja en el precio de activos estalla, arrastrando con ello a las posiciones financieras de los bancos. El temor es reemplazado por el pesimismo y se acelera un proceso contractivo que conduce a la economía a una crisis financiera y a una recesión económica.

Taylor (1998), y Frenkel y Rapetti (2009) señalan que el enfoque de Minsky aplicado a países en desarrollo sugiere que el ciclo de Minsky suele ser gatillado por la adopción de un tipo de cambio nominal constante, que, con la inflación interna, genera una apreciación real y una caída en la competitividad-precio. Esto provoca un déficit en la cuenta corriente del balance de pagos y en la medida que la acumulación de déficits sean enjugados con financiamiento externo, una creciente

¹/ Minsky, H. (1982)

fragilidad financiera externa. En un contexto de libertad en los flujos de capitales externos, lo anterior genera un endeudamiento externo creciente que torna muy vulnerable al país.

Kaldor (1957) y Bagnai (2012) nos recuerdan que un tipo de cambio nominal constante además de su efecto sobre la fragilidad externa genera una desaceleración del crecimiento de la productividad. Una de las causas de ello es que la desaceleración de las exportaciones – tal como la que tuvo lugar en España en 1999-2007 – reduce el crecimiento de la productividad. Esto refuerza la tendencia hacia un debilitamiento de la competitividad originada en un alza de salarios reales por encima del más lento aumento de la productividad.

En esa perspectiva, un tipo de cambio nominal constante reducirá el aumento de la productividad y debilitará la capacidad de países como España para adaptarse a los diferenciales de inflación entre países de la Eurozona en 1999-2007.

3.1.2. La aplicación a España 1999-2007.

En el caso de España la adopción del Euro en 1999 no acompañada por políticas de aumento de la productividad-competitividad, condujo al equivalente de un shock similar al causado por un tipo de cambio nominal fijo. Fue este hecho lo que generó los desajustes en competitividad y en la frágil posición financiera externa. Estos desajustes externos, paliados con entradas masivas de capitales, permitieron al sistema bancario expandir fuertemente el crédito hacia sectores no transables^{2/} – Construcción, Obras y Vivienda – porque la tasa de rentabilidad inducida por la apreciación cambiaria en dichos sectores era bastante mayor a la obtenible en sectores transables.

La Crisis Global 2007-08 gatilló la fase contractiva. Redujo drásticamente los flujos financieros externos. Cambió las expectativas y la percepción del riesgo de los agentes, condujo a una pérdida de confianza y un creciente temor que estimuló el reemplazo de activos por liquidez. Esto amplificó el shock negativo sobre la demanda agregada, hizo estallar la burbuja de activos inmobiliarios y provocó una crisis en la economía que la hizo entrar en recesión en 2009-10. Una consecuencia de la crisis y recesión, es el surgimiento de un déficit público a partir del 2008, por el aumento de los pagos del seguro de paro y otros gastos sociales.

Veremos lo expuesto con más detalle en la sección siguiente.

3.2. Las causas de la recesión de 2009-10.

3.2.1. La adopción del Euro en 1999.

Antes de la adopción del Euro, España hizo uso de una devaluación real cada vez que se enfrentaba un desequilibrio en la cuenta comercial externa. Esto fue un rasgo estilizado de la experiencia española durante décadas antes de la adopción del Euro.

La adopción del Euro sin la aplicación de políticas de aumento de la productividad- competitividad, indujo así un shock sobre la competitividad similar a la adopción de un tipo de cambio nominal

^{2/} Transables: sectores expuestos a la competitividad. No Transables: lo opuesto

fijo o constante. Al hacerlo, generó un shock en la forma de una reorientación de recursos hacia no transables que reforzó la pérdida de competitividad. También generó un shock que cambió la perspectiva preexistente respecto del endeudamiento externo, tanto en el Gobierno como en el sistema bancario, lo que hizo viable una expansión de ese endeudamiento. Esto hizo que los flujos financieros externos influenciaran decisivamente tanto la fase de expansión en 1999-2007 como la de contracción en 2008-10.

3.2.2. El shock sobre la competitividad.

La adopción del Euro fue acompañada por la decisión del Gobierno Alemán y de otros países del Norte de Europa, para mantener una baja tasa de inflación y estimular un aumento de su productividad. Esto tiene lugar en un período en que la tasa de inflación de España era superior a la de esos países. Lo que provocó un debilitamiento de la competitividad que se tradujo en un creciente déficit comercial externo – que como puede observarse en el Cuadro 1 se elevó desde 2.1 por ciento del PIB en 1999 hasta 8.1 por ciento en el 2008.

Un tema crucial es que cuando se adopta el Euro, España registraba un mucho menor nivel de productividad que Alemania y otros países del Norte de Europa. Esto causó un desbalance inicial que fue amplificado por un mucho más rápido crecimiento de los costos laborales unitarios en España, explicado tanto por un más lento crecimiento de la productividad como por un más elevado aumento de los salarios reales.

Eso incrementó las diferencias de costos laborales unitarios entre España y Alemania y otros países del Norte de Europa. Lo anterior fue equivalente a una apreciación cambiaria real creciente desde el punto de vista de la competitividad. Las diferenciales de salarios reales con Alemania se ampliaron como consecuencia del menor ritmo de crecimiento de los salarios reales en dicho país en 2003-07 inducidos por la reforma laboral que introdujo una moderación salarial – ILO (2012). El rápido aumento del empleo y de la demanda interna de España en 1999-2007 explican el más elevado crecimiento de salarios y precios en comparación con Alemania y los países del Norte de Europa³. Los precios de no transables crecieron más rápidamente, entre ellos, los de la construcción, vivienda y edificación como también los salarios.

3.2.3. El shock sobre la asignación de recursos.

El alza de precios relativos en no transables elevó la tasa de rentabilidad de la inversión en dichas actividades respecto a transables. Eso indujo un aumento relativo de la inversión privada en no transables (Construcción, Vivienda, Obras), lo que fue hecho viable por un incremento en la proporción del crédito bancario hacia estas actividades. El desplazamiento de recursos involucrados en este cambio, fue sumamente elevado – como se puede confirmar con la evidencia presentada en el Capítulo V.

³/ Contribuye al aumento de los salarios las cláusulas de indexación a la inflación pasada que retroalimentan el alza de precios y salarios.

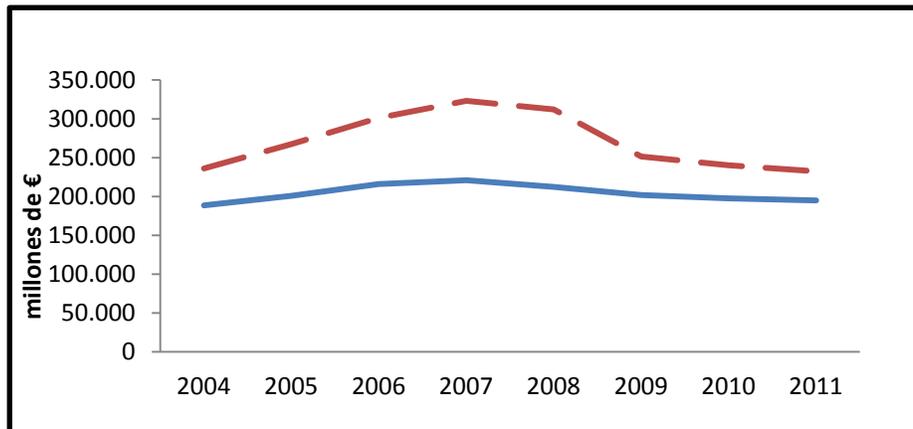
Cuadro 1. España. Indicadores seleccionados 2000-13. (En porcentos)

Año	Crecimiento anual PIB	Tasa de De- semplo	Def.Pub./PIB	Deuda Pub/ PIB	Bal. Com/PIB
2000	5.1	11.7	-0.9	59.4	2.1
2001	3.7	10.5	-0.5	55.6	-0.1
2002	2.7	11.4	-0.2	52.6	-4.6
2003	3.1	11.4	-0.3	48.8	-3.9
2004	3.3	10.9	-0.1	46.3	-5.9
2005	3.6	9.2	1.3	43.2	-6.8
2006	4.1	8.5	2.4	39.7	-7.1
2007	3.8	8.3	1.9	36.3	-7.2
2008	0.9	11.3	-4.5	40.2	-8.1
2009	-3.7	18.1	-11.2	53.9	-8.1
2010	-0.1	20.1	-9.7	61.5	0.8
2011	0.7	21.7	-8.4	69.3	-0.8
2012	-1.4	25.1	-10.6	76.5e	-0.7e
2013	e - 1.2	26.5e	- 6.8e	83.2e	0.5e

Fuente: EUROSTAT e INE, España.

(e) Estimación Preliminar

Gráfico 1. Inversión Bruta Fija y Ahorro Bruto Nacional 2004-2011



Fuente: Ridruejo (2013), Cuentas Financieras de la Economía Española. Banco de España

— Inversión Bruta Fija — Ahorro Nacional Bruto

Lo anterior provocó un decrecimiento de la proporción de la inversión privada destinada a maquinaria y equipos en transables, que contribuyó a reducir el crecimiento de la productividad en estas actividades por debajo de lo alcanzable con una mayor inversión en maquinaria y equipo.

Es probable que el menor crecimiento de la inversión privada en maquinaria y equipo en transables afectara negativamente la tasa de absorción de innovaciones y la de mejoramiento de los recursos humanos – reforzando con ello la desaceleración del crecimiento de la productividad en transables. Por lo tanto, el shock sobre la asignación de recursos operó reforzando la tendencia a un debilitamiento de la competitividad.

3.2.4. El shock sobre el sistema financiero.

La adopción del Euro fue creando una situación que fue percibida por el Gobierno de España, por otros Gobiernos Europeos, por los bancos españoles y por los bancos alemanes y de otros países de Europa, como un cambio estructural perdurable en los mercados financieros de la Eurozona.

No fue sólo el hecho de que había bancos europeos con gran acumulación de euros y una tasa de interés atractiva en los préstamos a los bancos españoles. En los bancos y aún entre las instituciones de la Eurozona existía la idea de que los flujos financieros entre los países de la Eurozona no eran, después de la adopción del Euro, muy diferentes a los flujos financieros dentro de un país. Fue una expresión del firme convencimiento de que la “hipótesis de los mercados financieros eficientes” era aplicable a los mercados financieros de la Eurozona.

Así la adopción del Euro fue entendida por los responsables de la política económica española como un inmenso acceso a los ahorros y recursos de los países más avanzados de Europa. La hipótesis implícita pareciera haber sido que el mercado financiero de la Eurozona se encargaría de velar por los desajustes entre países y compensarlos. Tal hipótesis los hizo suponer que la restricción externa que en el pasado había sido un obstáculo al crecimiento había desaparecido – Europe G (2012).

Descansando en este dudoso supuesto, el Gobierno permitió un enorme uso de recursos externos y una fuerte expansión del crédito interno basada en el ingreso de dichos recursos. Con el aumento del apalancamiento, esta expansión contribuyó decisivamente al boom de la Construcción y a la elevada creación de empleos que alimentó el aumento de la demanda interna – que explica el crecimiento del 3.5 por ciento anual del PIB en 1999-2007 pese a que el creciente déficit comercial externo en el mismo período restó puntos al crecimiento económico.

El Gráfico 1 muestra la brecha entre la Inversión Bruta Fija (línea roja) y el Ahorro Nacional Bruto (línea azul) en 2004-11. Esta brecha, que en el 2007 alcanzó a más de un 40 % de la Inversión Bruta Fija, está principalmente explicada por las demandas del sector privado no financiero y del sector familias. En 2002-08 el sector público y el sector financiero no fueron una fuente de demanda de ahorro externo.

Aún con un creciente déficit externo, la prima de riesgo sobre los bonos soberanos de España – calculada como la diferencia con la tasa de interés de los bonos de Alemania – cayó a 10-15 puntos

básicos – Véase Europe G (2012) y los Bloomberg Reports www.bloomberg.com . El Banco Central Europeo (BCE) redujo su tasa de interés del 2001 en adelante abaratando así el crédito.

Los Bancos Alemanes y de otros países de Europa estaban deseosos de financiar a los Bancos Españoles por dos razones. La primera es que Alemania acumuló grandes superávits externos que encontraron su camino hacia los bancos privados – que se vieron inundados de Euros. La segunda es que la apreciación real en España hizo que la tasa de interés sobre los préstamos de los bancos alemanes (o de otros países europeos) fuera muy atractiva para los mismos. Adicionalmente esos préstamos estaban respaldados por créditos a la Construcción y a la Vivienda que eran visualizados como activos seguros.

El resultado de todo lo expuesto previamente fue una fuerte expansión del crédito interno al sector privado a una tasa promedio de 16.5 por ciento anual en 1998-2008 basada en el flujo de recursos externos que cubrieron el creciente déficit en cuenta corriente del balance de pagos. Este ritmo de expansión del crédito al sector privado no había sido registrado nunca antes en España.

3.3. El impacto sobre la posición financiera externa.

Siguiendo a Europe G (2012), el desempeño previo condujo a un fuerte crecimiento de la Posición Financiera Externa Neta de España (Total de Pasivos Financieros Netos con el Exterior) y a un rápido aumento de la Posición Financiera Externa Bruta (Total de Pasivos Financieros Brutos con el Exterior) que eleva rápida y peligrosamente la exposición financiera y vulnerabilidad externa de España.

Como puede observarse en el Cuadro 2, la Posición Financiera Externa Neta (Total de Pasivos Financieros Netos) creció desde 170 mil millones de Euros en el último trimestre de 1998 (31.7 por ciento del PIB) hasta 861 mil millones de Euros en el último trimestre del 2008 (79.3 por ciento del PIB). Este increíble aumento refleja la acumulación de déficits externos que requerían ser financiados.

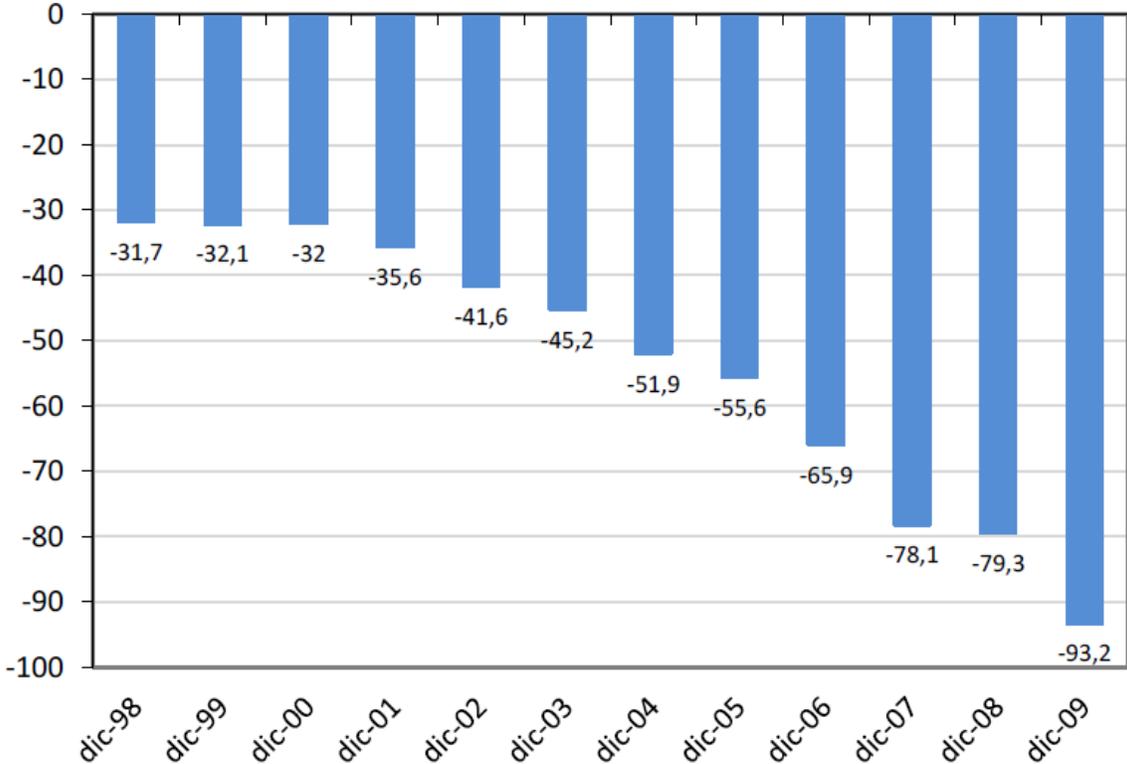
El Cuadro 3 muestra el crecimiento del Total de Pasivos Financieros Brutos, desde 240 mil millones de Euros en 1998 a 1.480 mil millones de Euros en 2008 y 1.536 millones de Euros en el 2009 – de acuerdo a los datos del Banco de España.

Consiguientemente, el deterioro de la posición financiera externa de España creció muy rápidamente. El endeudamiento del sector privado – no el del sector público – alcanzó en 2000-09 montos enormes. Los estimados de Europe G (2012) señalan que el Total de Pasivos Financieros Acumulados creció desde aproximadamente 300.000 mil millones de Euros en 1995 a 780.000 mil millones de Euros en el 2000 y a 2.200.000 mil millones en 2008.

Considerando que una proporción del Total de Pasivos Financieros Acumulados del 2008 correspondía a inversión directa externa que no demandaría un repago financiero inmediato, Europe G (2012) estima que la Deuda Externa Bruta de España alcanzó los 1.8 trillones de Euros en el 2008. Tal como se expuso, el increíble aumento en los Pasivos Financieros y en la Deuda Externa se origina en el sector privado –no en el sector público.

Cuadro 2. España. Posición Financiera Externa Neta como proporción del PIB. 1998 -2009

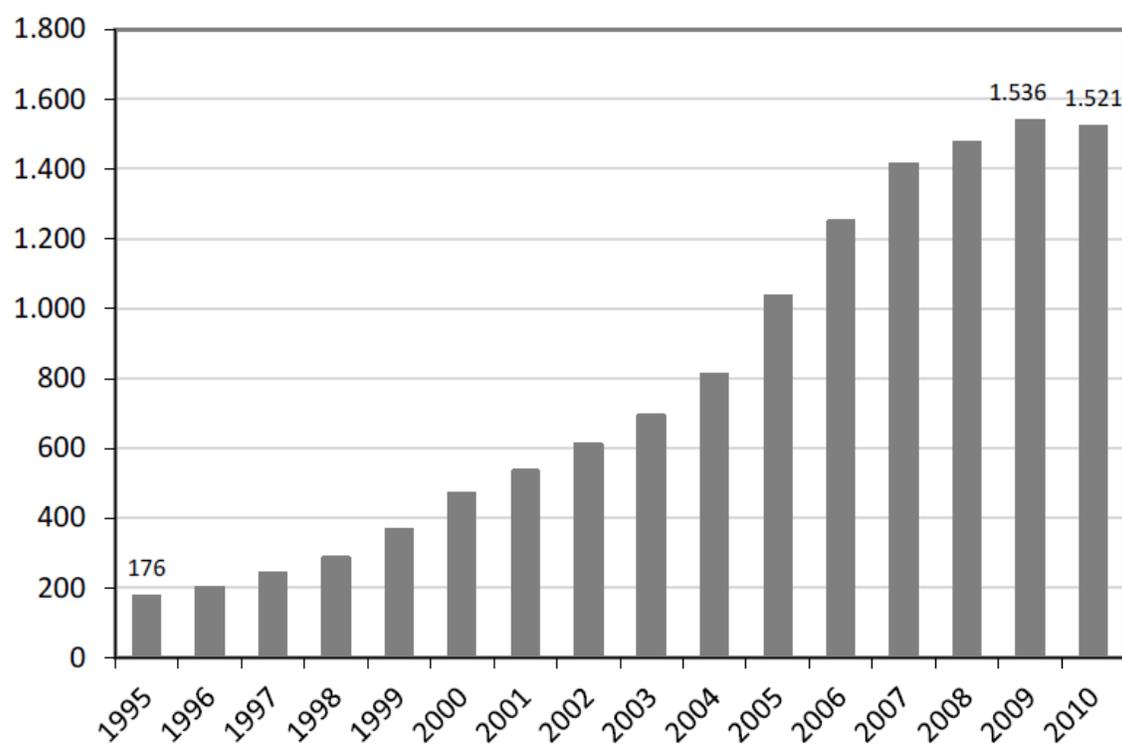
(En porcentos)



Fuente: Europe G (2012) basado en información estadística del Banco de España.

Cuadro 3. España. Total de Pasivos Financieros Brutos. 1995-2010

(miles de mill. de Euros)



Source: Europe G (2012) basado en información del Banco de España.

Un tema muy importante que se deriva del fuerte crecimiento del endeudamiento privado es que después de cinco años con una doble recesión, se percibe ya el proceso de des-apalancamiento en el sector privado. De acuerdo a Europe G (2012) el mismo gana importancia del 2011 en adelante. Así, el ratio (Crédito Total al Sector Privado/PIB) decrece de 171.9 por ciento en el 2008 a 166.1 por ciento en 2011, sugiriendo que aún existe un largo camino por transitar en este tema. El proceso de desendeudamiento del sector privado implica una reducción de la Deuda Privada Total de entre 25 a 35 por ciento –Europe G (2012). Este es un esfuerzo muy grande que tomará tiempo.

Eso es muy relevante porque el esfuerzo de desendeudamiento del sector privado resta recursos a la demanda agregada y es uno de los factores que presionará en la dirección de hacer más lenta una recuperación. Esto significa que aún con un sistema bancario “sano” y recuperado, que recientemente completó un proceso de restructuración, no es factible que el flujo de crédito se recupere plenamente a causa de este proceso de desendeudamiento que hace que muchas empresas y familias reduzcan su deuda con los bancos y no la incrementen a través de nuevos créditos.

Esto no ha sido percibido íntegramente por el actual Gobierno sin darse cuenta que la importancia de este proceso afectará el ritmo de la futura recuperación de la economía.

3.4. El crecimiento de precios, costos laborales y salarios.

En 1999-2008 se verifica una tasa de inflación en España superior a la verificada en Alemania y otros países avanzados de Europa. Esto responde a una aceleración en el crecimiento de los Costos Laborales Unitarios, por encima de lo verificado en los países avanzados de Europa. La aceleración de los Costos Laborales Unitarios obedece a: i) un crecimiento rápido de los salarios – 4.2 por ciento anual – explicado por la creciente demanda por trabajo y las cláusulas de reajuste según inflación del año previo e ii) un crecimiento de la productividad que, como se mencionara previamente, se desacelera a 0.8 por ciento anual en el mismo período.

Los costos laborales unitarios se contraen a partir de 2010 en adelante, aunque más por efecto de la caída de los salarios que por un aumento sostenido de la productividad. En 2010-13 España sigue careciendo de una política hacia el aumento de la productividad por la misma razón que carece de una política de crecimiento económico.

El lector interesado puede constatar en el Capítulo V un análisis más detallado y completo del comportamiento de precios, salarios, costos laborales unitarios y productividad en 1999-2012.

3.5. El interregno de 2010-11.

El Gobierno Español comienza un cambio de rumbo en el 2010 y 2011 que en lo esencial, inicia en España el proceso de recorte gradual del Gasto Público en una economía que no se había recuperado de una recesión. Dado que el enfoque es gradual y cuidadoso, el ratio (Déficit Público/PIB) se reduce de 11.2 por ciento del PIB en 2009 a 9.7 por ciento en 2010, y de allí a 8.4 por ciento en el 2010 – véase Cuadro 1. Esta reducción gradual del déficit público, no genera una gran contracción adicional: se desacelera el ritmo de caída del PIB en 2010 a -0.1 por ciento y se

logra un 0.7 por ciento de crecimiento en el 2011 gracias al desempeño de las cuentas externas – en especial la caída relativa de importaciones. Consiguientemente, en 2010-11 la economía española logra reducir el (Déficit Público/PIB) en 2.8 puntos de por ciento del PIB, con una política muy gradual de reducción del déficit, al costo de permanecer prácticamente estancada, pero con el desempleo creciendo desde 18.9 por ciento en el 2009 a 21.7 por ciento en el 2011. No obstante, en el 2011 se siente el aumento de la prima de riesgo, lo que moviliza la opinión de aquellos que dentro y fuera de España insisten en una reducción drástica y rápida del déficit público.

3.6. La política de austeridad fiscal extrema y la recesión del 2012-13.

Como ha sido expuesto en las páginas previas, las tendencias y decisiones externas e internas que conducen a una muy frágil posición externa y a un creciente endeudamiento externo, son las que provocan una amplificación del shock generado por la crisis del 2007-09 y hunden a España en su primera recesión. Pero además, esas tendencias y sus repercusiones afectan también a los años siguientes hasta el presente – esto está claro en el alto nivel de la tasa de desempleo.

Una de las razones que explican por qué el Gobierno Alemán y sus aliados en la Unión Europea enfatizan tanto la política de austeridad fiscal extrema para salir de la recesión se encuentra en su propia experiencia pasada. En 1998-2007 Alemania recorta el gasto público social, disminuye el déficit público, reduce impuestos, disminuye el sistema de beneficios laborales, modera el crecimiento de los salarios y promueve aumentos de productividad. Todo esto fue efectuado para elevar su competitividad.

No obstante hay una gran diferencia entre el contexto en que Alemania efectúa estos cambios y el enfrentado por España del 2008 en adelante.

En 1999-2005 Alemania presiona exitosamente al Banco Central Europeo (BCE) para obtener una expansión del crédito y una política monetaria más laxa. Esto amplía los flujos financieros del BCE y de otros países hacia Alemania. Esta expansión de la liquidez y del crédito permite a Alemania compensar la reducción del déficit público sin caer en una recesión. Similarmente, la política monetaria expansiva del BCE estimula el crecimiento de muchos países de Europa, y esto provee a Alemania con un crecimiento de mercados externos en la Unión Europea para sus exportaciones. Por lo tanto, en ese contexto la reducción del déficit público no fue recesiva porque la expansión de la liquidez y del crédito y el crecimiento del Consumo, de la Inversión y sobre todo las de las Exportaciones de Alemania, sobre-compensan el efecto contractivo de la reducción del Déficit Público.

El contexto que enfrentan España y otros países del Sur de Europa del 2008 en adelante es totalmente diferente. La expansión de la liquidez y del crédito está limitada por una política muy rígida del BCE, los flujos financieros de otros países dejan de ser significativos a partir de la Crisis Global del 2007-09 y los mercados de productos y servicios de Europa no se expanden a causa de la Crisis y de una muy lenta recuperación. En este contexto, una reducción del déficit público es recesiva – y una reducción muy drástica del mismo lo es mucho más aún.

En 2012 asume en España un nuevo Gobierno que introduce una drástica política de austeridad fiscal extrema, que busca profundizar la reducción del déficit iniciada en 2010-11, adoptando como meta la reducción del déficit desde un 9.7 por ciento del PIB hasta un 3 por ciento en dos o tres años. También implementa reformas en el mercado laboral orientadas a reducir los salarios y lograr con ello menores costos laborales unitarios y mejoras de competitividad – aunque no logra aumentos significativos de productividad. A ello le agrega una reestructuración del sector bancario que implica un proceso de saneamiento, con recursos obtenidos de la Eurozona, que obliga a cerrar un buen número de bancos y Cajas y crear un Banco “malo” en el cual se acumulan los activos bancarios problemáticos

La intensidad de estos ajustes en una economía que no se había recuperado de la primera recesión, provoca la segunda recesión española. El PIB se contrae en -1.4 por ciento en 2012 y -1.2 por ciento en el 2013 y la tasa de desempleo continúa elevándose hasta un 25.1 por ciento en el 2012 y 27 por ciento en el 2013.

Notablemente, pese a los drásticos recortes de la política de austeridad fiscal extrema, el ratio (Déficit Público/PIB) *se eleva* muy por encima de la meta anual del 2012 hasta un 10.6 por ciento del PIB ^{4/} y vuelve a colocarse por encima de la meta para el 2013 al alcanzar el 6.8 por ciento del PIB, demostrando así que aún con recortes fiscales sumamente intensos no se consigue una reducción significativa del ratio (Déficit Público/PIB) porque la recesión que gatillan incide en su contra – generan una caída del PIB superior a la prevista y menores ingresos tributarios porque la elasticidad (Ingresos Tributarios /PIB) es mayor que la unidad ^{5/}. Por lo que la política de austeridad fiscal extrema impone al inicio fuertes recortes del gasto público y aumentos de impuestos, pero su impacto contrae el PIB, el empleo y los ingresos tributarios, lo que explica un ratio (Déficit Público/PIB) final más elevado que el programado inicialmente.

3.7. ¿Por qué fracasa la política de austeridad fiscal extrema?

En las páginas previas se adelantaron algunos de los factores que explican el fracaso de la política de austeridad fiscal extrema. El primero es la diferencia con el contexto en el que se implementa la reducción del déficit público en Alemania en la pre Crisis Global – ausencia de una política monetaria-crediticia expansiva y de un crecimiento de los mercados europeos como se registró en la experiencia de dicho país. El segundo es el hecho simple de que en una economía en recesión, o no recuperada de una recesión, una fuerte reducción del déficit público no compensada por la política monetaria profundiza la recesión, aumenta el desempleo, contrae la demanda y eleva nuevamente el ratio (Déficit Público/PIB). Pero hay razones más elaboradas que conviene destacar a continuación.

3.8. La confianza y la recuperación de la Inversión privada.

^{4/} 6.7 por ciento declarado por el Gobierno, más 0,5 por ciento de devoluciones de impuestos del 2012 que fueron contabilizados a principios del 2013 más el 3.4 por ciento del costo del rescate bancario.

^{5/} Los ingresos tributarios se contraen más que el PIB en una recesión. La política de austeridad fiscal extrema, al recortar drásticamente el gasto público y provocar una recesión, reduce el crecimiento de los ingresos tributarios a pesar de haber decretado la elevación de diferentes tasas de impuestos.

La idea sostenida por los promotores de la política de austeridad fiscal de que una reducción del déficit público era necesaria para recuperar la confianza y activar decisiones de inversión privada, probó ser errada en España en el cuatrienio 2010-13. Ni el desempeño de la inversión privada ni las encuestas sobre las expectativas privadas confirman esa hipótesis. Más bien prueban lo contrario, ya que aún en el 2013 se espera una caída adicional de 8.6 por ciento en la inversión privada. Esto confirma que durante una recesión no existe un vínculo directo entre la reducción del déficit público y el restablecimiento de la confianza requerida por las decisiones privadas de inversión. En ese contexto, las decisiones privadas de inversión están determinadas por las expectativas de una recuperación. Adicionalmente, la idea de reducir el gasto público para hacer espacio en uso de recursos para el sector privado, olvida que en una recesión se generan recursos ociosos y no hay un efecto “crowding out”.

3.9. La disminución del déficit público para reducir la prima de riesgo.

La segunda idea promovida por los sostenedores de la política de austeridad fiscal extrema, es que la reducción del déficit es imprescindible para reducir la prima de riesgo que tiende a elevarse con el crecimiento de la deuda pública. Pero la evidencia de España, una vez más, prueba que esto no es cierto. La rápida elevación de la prima de riesgo en 2010-12 fue en la práctica detenida con tan sólo un anuncio del BCE en Julio del 2012 exponiendo la decisión de impedir la disrupción de los mercados financieros para lo cual estaba dispuesto a adquirir los bonos soberanos que fuera necesario a los bancos privados – bajo determinadas condiciones a cumplir por los países afectados. Nótese que el BCE no necesitó implementar una política, sólo hacer un anuncio dirigido a modificar las expectativas y los llamados “sentimientos” de los mercados. La evidencia posterior confirma lo expuesto, el ratio (Déficit Público/PIB) se eleva significativamente en el 2012, tanto respecto al 2011 como en relación a la meta del Gobierno para ese año, a pesar de lo cual la prima de riesgo continúa la senda descendiente iniciada en Julio del 2012 que continúa en el 2013.

Esta evidencia probó que el desempeño de los spreads no era causado por un cambio negativo de los fundamentos, si no por un cambio en los “sentimientos” de los mercados financieros – de Grauwe and Ji (2013). Como sostienen estos autores, la rápida reducción de la prima de riesgo en 2012-13 fue acompañada por un veloz aumento de la deuda pública – con el consiguiente deterioro de los fundamentos.

3.10. La magnitud del multiplicador del gasto fiscal.

Otra de las razones por la que fracasa la política de austeridad fiscal extrema fue expuesta en un trabajo de investigación – véase Blanchard and Leigh (2013) – publicado por el FMI, que fue muy mal recibido por la Comisión Europea.

Dicho trabajo señala que los programas de ajuste fiscal en los países del Sur de Europa implementados en 2010-12, *asumían* un multiplicador fiscal de 0.5 ^{6/} (un uno por ciento de reducción del gasto público provocaría una reducción de 0.5 por ciento en el PIB). Pero Blanchard y Leigh (2013) demuestran fuera de toda duda que en la experiencia de los países del sur de Europa, el multiplicador era mucho más elevado, en el rango de 1.2 a 1.7, por lo que el efecto contractivo sobre el PIB de una reducción del gasto público había sido muy superior a lo previsto en esos programas. En el caso de España, por ejemplo, un multiplicador cercano a 1.5 implicaba que una reducción de 1 por ciento del gasto público había provocado una contracción del PIB de 1.5 por ciento, no de 0.5 por ciento, causando así una recesión no prevista en el planteo original – o muy superior a la prevista.

Los multiplicadores fiscales cambian entre países, a lo largo del tiempo y en distintas circunstancias económicas. Pero tienden a ser más elevados: i) en experiencias con un tipo de cambio nominal fijo; ii) cuando existe una fuerte elevación de la demanda por liquidez en el sector privado típica de una recesión; iii) cuando tiene lugar un proceso de desendeudamiento del sector privado que reduce la demanda agregada y iv) en presencia de una política monetaria que no compensa el efecto recesivo de la política de recortes fiscales. Estos cuatro rasgos estaban presentes en España y el resto de los países del Sur de Europa. Suponer los multiplicadores bajos y constantes provenientes de otras experiencias y períodos, no parece ser una base firme para el diseño de políticas.

Weder di Mauro (2012), asesora del Gobierno Alemán, nos provee de una argumentación adicional más sofisticada para continuar con la reducción del déficit público. A largo plazo, el Fondo de Reestructuración para Instituciones Financieras que la Unión Europea deseaba promover, debería ser financiado a través de las contribuciones de los propios bancos en el contexto de una Unión Bancaria. Esto serviría para prevenir una crisis al eliminar incentivos errados al sistema bancario. Pero para que esto tenga un efecto significativo, debería primero reducirse la carga preexistente en las cuentas de los sectores financiero y público. Esto explica por qué para esta asesora es necesario continuar reduciendo la deuda pública en el corto plazo y con ello los déficits públicos.

Pero esta autora parece no tomar en cuenta que continuar con la política de austeridad fiscal extrema, implica mantener a España en una recesión después de haberla sufrido durante cinco largos años, lo que implica admitir la continuidad de un elevado nivel de desempleo hacia el futuro. En este contexto, seguir su recomendación para lograr que los bancos financien el Fondo de Reestructuración de las Instituciones Financieras, pasa por alto que algunos años más de austeridad fiscal extrema contribuirían a destruir la economía española y con ello a las entidades financieras, haciendo redundante su plan.

3.11. El rol del BCE.

^{6/} Esos programas asumían un multiplicador de 0.5 porque los analistas de la “troika” no habían efectuado una investigación para detectar su magnitud real y en lugar de ello, habían tomado el multiplicador implícito en estudios de otros países en otras circunstancias económicas.

Durante la primera etapa de la recesión de los países del Sur de Europa, el BCE mantiene una tasa de interés elevada con el argumento de controlar con ello la estabilidad de precios⁷/. El Cuadro 4 señala que entre Junio del 2007 y Diciembre del 2008, la Tasa Marginal sobre Préstamos se reduce desde un 5.0 por ciento hasta un 3.0 por ciento. (A Diciembre del 2008 la Reserva Federal ya tenía su tasa sobre Fondos Federales en 0.25 por ciento). De esa fecha en adelante, el BCE va reduciendo muy gradualmente esa tasa y alcanza el 1.0 por ciento recién en Mayo del 2013. Por consiguiente, durante más de seis años el BCE opera con una tasa de interés mucho mayor a la de la Reserva Federal y a la del Banco de Inglaterra, para una eurozona que mostraba síntomas recesivos y ningún signo de inflación.

Cuadro 4. BCE. Tasa Marginal sobre Préstamos ⁸/ (en porcentos)

Fecha	Tasa Marginal	Fecha	Tasa Marginal
Junio 2007	5.0	Mayo 2009	1.75
Julio 2008	5.25	Abril 2011	2.0
Octubre 2008	4.75	Julio 2011	2.25
Octubre 2008	4.25	Setiembre 2011	2.0
Noviembre 2008	3.75	Diciembre 2011	1.75
Diciembre 2008	3.0	Julio 2012	1.5
Marzo 2009	2.5	Mayo 2013	1.0
Abril 2009	2.25		

Fuente: ECB Key Interest Rates (2013)

⁷/ La meta de alza de precios del BCE es 2.0 por ciento anual aunque es poco probable que se alcanzara tal tasa en países que sufrían una recesión significativa. A diferencia de la Reserva Federal y otros Bancos Centrales, el BCE no tiene metas de crecimiento y empleo y sus políticas tienden a responder sólo a la meta de precios.

⁸ / Marginal Lending Facility, ECB Monetary Policy and Interest Rates (2013).

El BCE desarrolla durante períodos cortos algunos programas especiales. Así en Mayo del 2010 introduce el Programa de Mercados de Bonos destinado a reforzar la liquidez de los bancos adquiriendo de ellos bonos soberanos. Pero este programa es resistido por el Bundesbank y no se implementa.^{9/} A principios del 2012 el BCE abre una “barra de liquidez” para los bancos de la eurozona al percibir una serie caída de la liquidez del sistema bancario – los bancos españoles obtienen 27 % de los recursos liberados por el BCE lo que es indicativo de la situación en que se encontraban. Posteriormente, como ya se ha expuesto, en Julio del 2012 hace el anuncio de intervención selectiva que provoca un cambio en los “sentimientos de los mercados financieros” y logra con ello el descenso de la prima de riesgo.

El BCE no desarrolla, como lo hizo la Reserva Federal de los EEUU para contribuir a la recuperación de ese país, una política de facilitación cuantitativa, (QE: “quantitative easing”) que supone un intervención directa y selectiva, en la que se compran activos públicos y privados con criterios selectivos pero en magnitudes masivas para inyectar liquidez a determinados mercados.

De Grauwe (2012) plantea con razón que la recesión de la Eurozona se desarrolla y perdura como resultado de la negativa del BCE para desarrollar políticas monetarias expansivas imaginativas y selectivas para contener las tendencias recesivas en un período en que la Comisión Europea impulsa la drástica política de austeridad fiscal extrema. Es cierto que el BCE está limitado por su marco regulatorio. Pero cualquier marco regulatorio puede ser modificado en una emergencia con los votos necesarios.

La verdadera razón es la fuerte oposición del Bundesbank y otros Bancos Centrales de los países del Norte de Europa, para que el BCE cumpla la función de prestamista de última instancia que desarrolló exitosamente la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra. Consiguientemente, toda la eurozona enfrenta la crisis recesiva sin esta ayuda, y posteriormente España y los países del Sur de Europa soportan la política de austeridad fiscal extrema sin una política monetaria compensatoria – con el consiguiente impacto recesivo. De hecho entonces, el principal aporte anti-recesivo del BCE no es su política monetaria, si no el anuncio de Julio del 2012 de su decisión de comprar bonos soberanos, anuncio que cambia como ya se expusiera los “sentimientos” de los mercados financieros y consigue detener la elevación de la prima de riesgo e iniciar su descenso.

4. Conclusiones.

i) Una de las principales conclusiones de este trabajo es cómo fue posible que los responsables de la política económica de España cometieran tal serie de errores a partir de la adopción del Euro como los registrados en 1999-2007. El conjunto de los mismos, condujo al equivalente de una apreciación real y a una reasignación de recursos hacia no transables que lesionaron el crecimiento de la productividad y competitividad en actividades exportadoras y competidoras con importaciones. Este desplazamiento de recursos *es el opuesto* a lo que es requerido por una economía que pretende insertarse exitosamente en la globalización. Esto fue aún más serio al tener lugar simultáneamente un aumento de los salarios y costos laborales unitarios por encima

^{9/} De hecho sigue trabado en los Tribunales Alemanes por el planteamiento de la oposición del Bundesbank.

de lo registrado en los países más avanzados de Europa, que presionó adicionalmente hacia la pérdida de competitividad respecto a esas economías. Esa serie de errores condujo también a un déficit comercial creciente durante ocho largos años, que provocó una acumulación de saldos deficitarios en la cuenta corriente del balance de pagos.

ii) El segundo grupo de errores se asocia a la decisión de recurrir crecientemente al financiamiento externo con los países de la Eurozona para financiar esos déficits - en lugar de aplicar políticas para contenerlos. Dada la magnitud del financiamiento externo requerido, al cabo de varios años de esta política, el endeudamiento externo de España se eleva a niveles siderales antes desconocidos y plantea una fragilidad financiera externa de gran alcance. La idea predominante en esa época de que el nuevo mercado financiero de la Eurozona representaba un cambio estructural que aseguraba a los países deficitarios un acceso indefinido basado en la hipótesis del mercado financiero eficiente, no estaba respaldada ni por el análisis económico serio ni por el sentido común – y mucho menos por la “realpolitik” de los países más avanzados de Europa.

iii) El tercer grupo de errores son las decisiones que permiten y estimulan a la banca privada a hacer uso de ese flujo de financiamiento externo, amplificado por el apalancamiento, para expandir el crédito a tasas muy elevadas y financiar la Construcción, la Vivienda y la Edificación de Obras en general. En un contexto de crecimiento del empleo, de los salarios y de la demanda agregada, se eleva el precio de no transables respecto a transables y esto genera el alza en la tasa de rentabilidad en no transables. Lo que explica por qué la inversión privada continúa expandiéndose hacia esas actividades. El alza de precios de la Vivienda, la Construcción y las Obras, transformada ya en una burbuja, continúa su ascenso hasta que se siente el impacto de la Crisis Global del 2007-09.

v) Las fallas y errores se detectan también a nivel de las Instituciones de la Eurozona. Bagnai (2012) recuerda que en 1999-2007 la inflación anual en todos los países del Sur de Europa era más elevada que la de Alemania. Los diferenciales de inflación entre países, cuando son persistentes, conducen necesariamente a desequilibrios externos, a menos que sean compensados por diferenciales en el ritmo de crecimiento de la productividad favorables a los países del Sur de Europa. Pero en la práctica, los diferenciales de crecimiento de la productividad fueron favorables a Alemania y otros países del Norte de Europa. La pregunta de Bagnai (2013) es porqué las Instituciones de la Eurozona dejan de lado el monitoreo y corrección de las tendencias anticipadas por las diferenciales de inflación y productividad y en lugar de ello concentran la atención en el desempeño del Sector Público. Esta pregunta es aún más relevante si se recuerda que el Tratado que da nacimiento a la Unión Europea contiene un articulado que explícitamente sostiene que uno de los principios guía para los países miembros es una clara advertencia de los daños que emergen de desequilibrios externos no sostenibles – y antes de ellos, de las divergencias entre tasas de inflación que los anticipan. Para Bagnai (2013) la única explicación posible para esta enorme omisión a nivel de estas Instituciones es que la misma beneficiaba a los socios más poderosos de la Unión Europea. Si la hipótesis previa fuera correcta estaría señalando el abandono de los principios de solidaridad que fueron los cimientos de la formación de la Unión Europea y su

reemplazo por un fundamentalismo de mercado que beneficia sólo a los países más poderosos de la Unión.

vi) El cuarto grupo de errores dentro de España se asocia a la sorprendente declaración de los responsables de la conducción económica, en Agosto del 2008, de que la Crisis Global que se iniciara en EEUU no afectaría a España ya que los bancos españoles no eran grandes tenedores de los derivados financieros cuyo derrumbe propagó la crisis a todo el mundo – perdiendo de vista que una Crisis que se difundía rápidamente a todo el mundo afectaría los sistemas financieros y la economía real. Poco después, las autoridades económicas modifican su versión ligeramente, sosteniendo que aunque la crisis afecte a España, el sistema bancario español era sumamente sólido y disponía de vastas reservas. Estas declaraciones son totalmente inconsistentes con la peligrosa situación originada en un muy elevado endeudamiento externo y un modelo de crecimiento basado en un gran flujo de financiamiento externo. Un shock financiero y comercial de la magnitud que causaría la Crisis Global, provocaría la súbita reducción de los flujos financieros externos y con ello una amplificación del impacto de la Crisis y una seria recesión. Hacia principios del 2009, ya bajo la presión de una recesión en toda la línea, las autoridades económicas renuncian y son reemplazadas. Consiguientemente, debido a esta falla de enfoque, España pierde 8 meses vitales que podrían haber sido utilizados para construir las defensas frente al impacto de la crisis.

vii) La Crisis Global del 2007-09 actúa como detonante: provoca la implosión del modelo de financiamiento externo en que basó su crecimiento España, pone de relieve el costo de un enorme endeudamiento externo sujeto ahora al “riesgo país”, causa el estallido de la burbuja de precios de activos inmobiliarios, frena la expansión del crédito interno y con ello la actividad de la Construcción y sectores vinculados. Todo ello amplifica el impacto recesivo de la Crisis Global y genera una muy elevada tasa de desempleo.

viii) En 2010-11 tiene lugar el viraje de la política económica hacia un recorte cauteloso y gradual del gasto público que reduce con cuidado el ratio (Déficit Público/ PIB) en un contexto en que la economía española estaba lejos de hallarse recuperada y en el que la política monetaria del BCE no compensaba la cautelosa contracción fiscal. La consecuencia es un descenso de 2.8 puntos de porcentaje en el ratio (Déficit Público/PIB), una ligera recesión en 2010 y un muy leve crecimiento del 0.7 por ciento anual en 2011 explicado por la compresión de importaciones. Pese a ello la tasa de desempleo se eleva significativamente en 2010-11 hasta el 21.7 por ciento.

ix) La segunda recesión tiene lugar en el 2012-13. El nuevo Gobierno que asume a principios del 2012 abandona la cautela y gradualidad e implementa a partir del 2012 en forma drástica, la política de austeridad fiscal extrema, que pretende inicialmente reducir el (Déficit Público/PIB) del 8.4 por ciento registrado en el 2011 a 3 por ciento en un bienio¹⁰. Acompaña este intento con una reforma para reducir los salarios nominales – devaluación interna – y el saneamiento del sistema bancario que implica el uso de financiamiento de la Eurozona y el cierre de muchos bancos y Cajas.

¹⁰/ Al chocar con la realidad, esa pretensión es abandonada y reemplazada por un plazo mayor para alcanzar la meta del 3 por ciento.

x) La principal justificación de la política de austeridad fiscal extrema era que la misma reduciría la prima de riesgo de los bonos soberanos españoles y generaría confianza entre los inversionistas financieros, e induciría también confianza en las decisiones de inversión privada en España. Las dos hipótesis se demostraron falsas: la prima de riesgo descendió a partir de Julio del 2012 a raíz de un anuncio de intervención del BCE en el mercado financiero en circunstancias que en el 2012 el Déficit Público se elevó a un nivel más alto que el de 2011: 10.6 por ciento del PIB. Las decisiones de inversión privada no se reactivaron y en el 2013 la inversión privada sigue contrayéndose a un ritmo de 8.6 por ciento anual.

xi) El nuevo Gobierno falla en su intento, ya que el fuerte recorte del Gasto Público y aumento de Impuestos, genera otro shock recesivo en el 2012 y 2013. Al provocar estos shocks recesivos, en lugar de una reducción del ratio (Déficit Público/PIB) provoca su alza hasta 10.6 por ciento del PIB en 2012, muy superior a su meta anual y mayor también al registrado en el 2011 pre aplicación de la austeridad fiscal extrema. En el 2013, el (Déficit Público/PIB) también se sitúa por encima de la meta anual y alcanza el 6.8 por ciento. Este shock recesivo de un bienio eleva la tasa de desempleo del 21.7 por ciento en el 2011 a 27 por ciento en el 2013, mientras que la reducción del ratio (Déficit/PIB) es de una magnitud similar a lo logrado en 2010-11 sin provocar una recesión como la del 2012-13.

xii) Son varias las razones que explican el fracaso de la austeridad fiscal extrema: a) en un contexto recesivo una reducción drástica del déficit público provocará más recesión y con ello un mayor déficit público, a menos que sea compensado por la política monetaria y/o por un impulso muy elevado del sector exportador; b) el programa de ajuste fiscal de España se basa en multiplicadores fiscales muy inferiores a los de la realidad, lo que subestima el impacto recesivo de una reducción del gasto público; c) la política monetaria del BCE no compensa lo drástico del ajuste fiscal y durante gran parte del período sigue focalizada en la estabilidad de precios y no en la recuperación de las economías.

xiii) La prolongación de la crisis en España y los países del Sur de Europa es en parte explicada por la lentitud del BCE para reducir la tasa de interés y su renuencia para aplicar una política de Quantitative Easing (QE) similar a la aplicada por la Reserva Federal de los EEUU para contribuir a la recuperación económica de ese país. El BCE no contribuye a detener la recesión con su política monetaria. Efectúa sólo dos intervenciones puntuales: a) la barra libre de liquidez para los bancos a principios del 2012 y el anuncio de Julio del 2012 de una eventual intervención para la compra de bonos de la deuda de los bancos, que genera el descenso de la prima de riesgo. En este sentido, la verdadera salida para España habría estado en una combinación de una política de contracción fiscal mucho más moderada y cuidadosa con una política monetaria expansiva mucho más imaginativa diseñada para contribuir directamente a una recuperación, acompañadas por un mecanismo poderoso y eficiente de promoción y diversificación de exportaciones, particularmente hacia mercados externos fuera de Europa. En la práctica, la ausencia de una política de crecimiento y la focalización de la política económica en sólo el ajuste y reformas, contribuye a su fracaso.

xiv) En síntesis, España atraviesa en 2008-13 un período en que vive dos recesiones consecutivas: la de 2009-10 y la de 2012-13. La primera provocada por la combinación del impacto de la Crisis Global con una exposición financiera externa muy vulnerable generada por serios errores de política económica previos a dicha Crisis. La segunda recesión es una consecuencia de un error aún mayor: una drástica política de austeridad fiscal extrema implementada en un contexto de muy débil recuperación, sin políticas compensatorias, que hunde a España en una segunda recesión y fracasa notablemente en su intento de reducir drásticamente en un bienio el ratio (Déficit Público/PIB) ya que aún con la recesión y el gran costo social que provoca, tal reducción no es mayor a los 2.8 puntos de por ciento del PIB obtenidos sin recesión en el 2010-11.

xv) En la actualidad, el destino de España sigue estando en buena medida en manos de líderes políticos y técnicos de las Instituciones de la Eurozona y de la Unión Europea y del actual partido de Gobierno que sostienen las mismas ideas de austeridad fiscal extrema. Esas ideas se han caracterizado hasta la fecha por prestar más atención a enfoques de política económica de alto contenido ideológico y escasa conexión con la realidad, que a la evidencia empírica que se ha venido acumulando en torno al desempeño de la economía española y la incidencia efectiva de esos enfoques de política. Es poco probable que esto contribuya positivamente a una rápida recuperación de la economía española. Para ello se necesitaría un amplio debate en torno a los errores cometidos, y sobre todo una discusión de las opciones y alternativas para que España ingrese gradualmente a un escenario de crecimiento sostenido.

Bibliografía

Bagnai, A. (2012). Unhappy families are all alike: Minskyan Cycles, Kaldorian Growth and the Eurozone Peripheral Crises ITF, Serie Documentos Técnicos 2012, Buenos Aires. www.itf.org.ar

Blanchard, O. and Leigh, D. (2013) Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers. IMF Working Paper 13/1.

De Grauwe, P. (2010). "The financial crisis and the failure of the Eurozone". Bauges European Economic Policy Briefings, N° 21.

De Grauwe, P. (2011) "The Governance of a Fragile Eurozone" CEPS Working Document, N° 346, May

De Grauwe, P. (2012). "In search of symmetry in the Eurozone" CEPS Policy Brief N° 268, May.

De Grauwe, P. and Ji, Y. (2013). "Panic-driven austerity in the Eurozone and its consequences". VOX, 21 February. www.vox.org

ECB. Key Interest Rates (2013) www.ecb.europa.eu/stats/monetaryrates/html/index.en.html.

Eichengreen, B. (2010). "Imbalances in the Euro Area", University of California at Berkeley, mimeo, November.

Europe G (2012). Competitividad y desapalancamiento en España: los retos pendientes. Policy Brief Number 2, July, Madrid.

Frenkel, R. (2012). Lessons from the comparative analysis of financial crisis. ITF, Colección Lecturas N°64, Buenos Aires. www.itf.org.ar

Frenkel, R. and Rapetti, M. (2009) "A developing country view of the current global crisis: what should not be forgotten and what should be done" Cambridge Journal of Economics, Vol 33, (685-702).

ILO (2012). Global Employment Trends 2012- Preventing a Deeper Job Crisis. Geneva.

Kaldor, N. (1957) "A model of economic growth" Economic Journal, Vol. 67, 591-624.

Koo, R. (2008). The Holy Grail of Macroeconomics- Lessons from Japan's Great Recession. John Wiley and Sons. New York, USA.

Koo, R. (2011). "The world in balance sheet recession: causes, cures and politics". Real World Economic Review, N° 58, Nomura Research Institute, Tokyo.

Minsky, H. (1982) Can "it" happen again? Armony, New York, ME Sharpe, USA.

Ridruejo, Z. (2013) La Crisis Financiera de España. Primer Borrador, 2013.

Taylor, L. (1998) "Capital Markets Crises: Liberalization, Fixed Exchange Rates and Market Driven De-stabilization". Cambridge Journal of Economics Vol 22 (663-676)

Weder di Mauro, B. (2012). "A response to the INET EURO Council Report" September 30, INET Blog, ineteconomics.org/blog/