

---

## Economía europea: ¿hacia el estancamiento secular?

*Antón Costas y Xosé Carlos Arias*

## ECONOMÍA EUROPEA: ¿HACIA EL ESTANCAMIENTO SECULAR?

### RESUMEN

En este trabajo buscamos explicar el lento proceso de ajuste y recuperación de la economía europea tras el colapso provocado por el hundimiento de 2008 y la subsiguiente crisis de la deuda soberana. Para ello utilizamos tres conceptos relativamente novedosos y claves en el razonamiento macroeconómico más reciente: ciclo financiero, recesión de balance y estancamiento secular. El argumento central que aquí se defiende es que la recuperación de la economía europea no sólo es lenta y frágil, debido a los efectos inducidos por la presencia de un ciclo financiero y una recesión de balance, sino que apunta a una tendencia de estancamiento en el crecimiento económico, acompañada de fuertes tendencias deflacionistas. Se analiza la responsabilidad en todo ello de las políticas macroeconómicas, sobre todo las fiscales. Se concluye con algunas propuestas para la reorientación de las estrategias de intervención económica, para adaptarse de un modo positivo y equilibrado a ese contexto: el necesario empuje de los factores de demanda –en primer lugar, de la formación de capital- debe ser compatible con la reducción de los niveles de deuda, lo que significa la búsqueda de un difícil pero imprescindible equilibrio, y debe además combinarse con ciertas intervenciones por el lado de la oferta.

**Palabras clave:** economía europea, ciclo financiero, recesión de balance, estancamiento secular.

Códigos JEL: E-32, E-65, F-43

### ABSTRACT

In this paper we seek to explain the slow process of adjustment and recovery of the European economy after the collapse of 2008 and the subsequent crisis of sovereign debt. We use three prominent concepts in the most recent macroeconomic knowledge: business cycle, balance-sheet recession, and secular stagnation. Our main argument is the recovery of the European economy is not only slow and fragile, because of the presence of a financial cycle and by balance-sheet recession effects, but also points to a trend of stagnation in the economic growth, accompanied by strong deflationary trends. We analyse the role of macroeconomic policies in recent years - especially the fiscal policy- in order to explain these negative trends. We conclude suggesting some possible strategies of public policy to adapt in an effective and balanced way to this situation: the rise in investment processes and other demand factors must be compatible with reducing debt levels, both the private and public sectors in a general and difficult context of trade-offs among the main macroeconomic objectives.

**Key words:** European economy, financial cycle; balance-sheet recession; secular stagnation

## AUTORES

**ANTÓN COSTAS COMESAÑA** es Catedrático de Economía Aplicada y director del Master en "Economía, Regulación y Competencia de los Servicios Públicos de Red" en la Universidad de Barcelona. Sus investigaciones el `papel de la ideas, los intereses y las instituciones en la formación de las políticas y la regulación pública de los mercados. Sus últimos publicaciones abordan el análisis de la crisis financiera de 2008 y las políticas macroeconómicas europeas durante la crisis desde esta perspectiva del juego de ideas e intereses e instituciones. Es columnista de el diario "El País" y "La Vanguardia".

**XOSÉ CARLOS ARIAS** es Catedrático de política Económica en la Universidad de Vigo. Entre sus últimas publicaciones destacan los libros: *La torre de la arrogancia* (Ariel, 2012, con Antón Costas) y *Nuevo institucionalismo: gobernanza, economía y políticas públicas* (CIS, 2013, editado con Gonzalo Caballero), así como capítulos en libros de editoriales como Springer (2013), Routledge (2014) o Intersentia (2015). Columnista de *La Voz de Galicia*.

## ÍNDICE

Índice .....	4
1. Introducción.....	5
2. Adiós a los tiempos normales: desendeudamiento y recesión de balance .....	6
Recesiones repetidas, aguda contracción .....	6
Montañas de deuda acumulada .....	8
Permanencia del "global imbalance".....	10
Una recesión de balance.....	12
Amenazas de un largo estancamiento .....	13
3. El papel de las políticas macroeconómicas.....	17
Helicópteros monetarios.....	17
Rémoras fiscales .....	20
4. Más allá de la coyuntura. Conclusiones .....	23
5. Referencias bibliográficas.....	33

NOTA: Una versión previa y con algunas variantes de este trabajo fue presentada en las XII Jornadas Internacionales de Política Económica, Toledo, mayo, 2015.

## 1. INTRODUCCIÓN

A lo largo del otoño de 2008, cuando la crisis financiera asombraba por sus perfiles aterradores –pues parecía amenazar el orden internacional en su conjunto–, tres grandes y difíciles tareas se fueron conformando como centrales para la actuación de los gobiernos nacionales y las organizaciones multilaterales: en primer lugar, en el corto plazo, había que evitar a toda costa un desplome que por entonces parecía muy posible, es decir, había que usar todos los medios para, se decía, “conjurar la amenaza de otra Gran depresión”. En segundo lugar, habiéndose descubierto en aquel momento que la bomba de deuda en el mundo desarrollado era gigantesca –en todo caso, mucho mayor de lo que se creía– y que estaba fuera de control, era obligado reconducir esa situación a niveles manejables: esto es, había que proceder a un desapalancamiento masivo y ordenado de algunas de las principales economías. Una reducción del peso de las deudas en la economía internacional que fuese compatible con la introducción de una dinámica de reformas regulatorias en los mercados financieros globales, puesto que el origen de la crisis se encontraba claramente en el cambio de escala y la dinámica de transformación de esos mercados. Y tercero, en una perspectiva temporal más dilatada, era necesario reconstruir los sistemas productivos para recuperar las sendas del crecimiento a largo plazo previas a la crisis.

En la relación con la primera de esas tareas, la amenaza de un derrumbe generalizado de la economía, que parecía más que probable durante la primera parte de 2009, es evidente que quedó desactivada a través de los programas de estímulo que prácticamente todos los gobiernos, desarrollados o emergentes, pusieron en marcha ese año. Es bien sabido, sin embargo, que a partir de ese momento y como consecuencia de aquellas políticas aparecieron nuevos y graves problemas, de modo que la crisis fue conformándose como lo que en otro lugar hemos llamado “un genio maligno con muchas caras”: lo que parece ser la solución en un momento surge como nuevo y peligroso problema en el siguiente<sup>1</sup>.

En este trabajo nos centraremos en las otras dos grandes tareas mencionadas, en una perspectiva que se centra sobre todo en los países de la UEM, pero en el que se harán continuas menciones a lo acontecido en otros países desarrollados con el fin de definir puntos de apoyo comparativos para avanzar en dos objetivos: a) intentar una caracterización de las tendencias económicas de los últimos años en el continente; y b) a la luz de lo anterior, situar el estado en el que se encuentra la economía europea siete años largos después del comienzo de la crisis, y sus perspectivas de futuro.

---

<sup>1</sup> Véase Arias y Costas (2012, 2013).

Desde los últimos meses de 2014 el panorama económico europeo parece alejarse considerablemente de la posibilidad de recaer en la recesión a corto plazo. Ello tiene que ver con el mayor grado de relajación que se observa en las políticas macroeconómicas, sobre todo en la monetaria, que ha pasado a utilizar todo el arsenal concebible de instrumentos no convencionales, pero también en una progresiva gradación de los objetivos de consolidación fiscal y la toma en consideración de la necesidad de reactivar la inversión por parte de la nueva Comisión europea. Sin embargo, las grandes cuestiones de fondo distan mucho de estar resueltas: en los apartados siguientes intentaremos dar respuesta, basándonos en datos contrastados, a preguntas fundamentales como las siguientes: ¿Ha habido avances significativos en la reducción general de los niveles de deuda? ¿Se han eliminado los graves desequilibrios de fondo en la economía internacional (el llamado *global imbalance*)? Y quizá más importante aún, ¿han aparecido señales de una recuperación consistente, en una perspectiva de largo plazo, de la actividad productiva en las economías industrializadas?

## **2. ADIÓS A LOS TIEMPOS NORMALES: DESENDEUDAMIENTO Y RECESIÓN DE BALANCE**

### Recesiones repetidas, aguda contracción

Hay pocas dudas acerca de que la contracción económica de los años 2008-2014 es la más intensa, problemática y prolongada entre todas las vividas a lo largo de los últimos ochenta años. Si observamos las dos primeros gráficos, las conclusiones a las que inmediatamente llegaremos son muy alarmantes. Al comparar la evolución seguida por el PIB norteamericano a lo largo de los siete años que siguieron a la explosión de la crisis con lo ocurrido con los nueve episodios anteriores de recesión (el más antiguo, de 1953), observamos que la senda actual está siempre por debajo de cualesquiera de las del pasado (gráfico 1). Pero peor aún es lo que se deduce de la visión del gráfico 2: la senda del producto correspondiente a la eurozona no solamente fue mucho peor que la norteamericana o la del conjunto de economías de la OCDE, sino que también resulta perdedora si se la compara con casos de recesiones agudas que siguieron a colapsos bancarios en el pasado. La expresión crisis histórica no recoge, por tanto, en esta ocasión, hipérbole alguna.

Pero, ¿cuál fue verdaderamente la intensidad de la caída productiva durante la Gran recesión? Si lo medimos en términos de PIB real, la situación ha sido bastante diferente para los distintos países industrializados. Usando datos recogidos del importante *84 Informe* del Banco de Basilea (véase cuadro 1), observamos que entre el momento de mayor auge, inmediatamente antes del colapso, y mediados de 2014,

hubo notables caídas en países como Grecia (28,3 %), Irlanda (10,1 %), Italia (9,4 %), España (7,1 %) u Holanda (4,5 %). Por el contrario, otras economías habrían conseguido crecer algo en ese período: la norteamericana (un 5,9 %), la alemana (3,8 %), la francesa (1,1 %), o la japonesa (1,2 %). Pero si la comparación la establecemos con la tendencia de la fase expansiva (es decir, contrastando la tasa del PIB real con la se habría alcanzado de haber continuado la expansión), entonces las cifras que obtenemos nos hablan ya de un golpe intenso y generalizado, sin excepciones: las caídas habrían sido de 50,5 % en Grecia, 47,6 % en Irlanda, 29 % en España, 18,6 en el Reino Unido, 17,7 % en Italia, 17,4 % en Holanda, 12,6 % en Estados Unidos, 12,1 % en Francia, y 2,5 % en Alemania<sup>2</sup>.

Según otra fuente fiable (Ball, 2004; véase gráfico 3), que mide "el daño a largo plazo causado por la Gran recesión", en términos de comparación entre el producto real y el potencial, resulta que para el conjunto de 23 países desarrollados analizados, la pérdida registrada es de un 8,4 %, correspondiendo los datos peores a un buen número de economías europeas: Grecia, Irlanda y Hungría habrían experimentado pérdidas de en torno a un 30 %, en tanto que la economía española rondaría el 23 %. Sabíamos ya que procesos de crecimiento rápido como el que se vivió en España, por ejemplo, en los tres lustros que precedieron a la crisis eran de todo punto insostenibles; pero ello causará escaso consuelo ante el derrumbe absoluto con respecto a las expectativas que nuestras sociedades se habían forjado y que las cifras anteriores acreditan.

No es raro que la gran mayoría de las predicciones que se han ido haciendo en todo este tiempo con frecuencia se hayan equivocado de un modo significativo y siempre en la misma dirección: pecando de optimismo. En el gráfico 4 se muestra cómo, para el caso concreto de una de las grandes factorías de análisis y predicción económicos, el Fondo Monetario Internacional, sus previsiones sobre la evolución del PIB hubieron de ser continuamente revisadas a la baja, al ir quedando sistemáticamente los datos reales por debajo de lo previsto.

La doble recesión seguida de una débil reactivación ha venido acompañada por un viejo enemigo al que muchos consideraban muerto y enterrado: la deflación o, al menos, la *desinflación* (con presencia en todo caso de fuertes presiones deflacionistas). Un fenómeno que, con la excepción notable del Japón posterior a 1990, resulta desconocida para el mundo desarrollado desde la década de la Gran Depresión. Los datos en todo caso son indiscutibles. En la Unión Europea, por ejemplo, el crecimiento de los precios prácticamente no han subido de cero en los últimos años, con un buen número de países –como España– instalados en tasas negativas desde mediados de 2014. Detrás de estos datos se

---

<sup>2</sup> No es el objeto de este trabajo distinguir tendencias y problemas diferenciales por países o grupos de países. Pero importa aclarar que la línea contractiva tuvo un impacto mucho menor en bastantes países del este europeo, como Polonia, Eslovaquia, Chequia o los países bálticos.

encuentran factores de “reducción de costes”, como los asociados a la energía y otras materias primas, pero hay otro hecho fundamental que los explica, y es de gran gravedad: la atonía general de la demanda. A la paralización casi total del crédito y la situación de trampa de liquidez, que tanto han secado el gasto de consumo e inversión, se han unido las políticas públicas obsesionadas con la consolidación fiscal y también, en muchos países, la fuerte presión a la baja sobre los salarios: algo así como la reunión del hambre y las ganas de comer.

En ese sentido, después de tantos años en los que era el miedo a la inflación el que marcaba absolutamente las pautas de la gestión macroeconómica, ahora es su reverso –aunque inflación y deflación no sean problemas simétricos- la que comienza a ocupar el centro de la preocupación en el debate público. Por dos motivos. Por un lado, porque complica extraordinariamente la resolución de algunos de los principales problemas actuales (sobre todo, la minoración de la deuda). Pero también y sobre todo por lo que tiene de síntoma: nos alerta de un riesgo real de estancamiento. Es esa combinación de amenazas deflacionistas y de estancamiento uno de los principales cambios que están detrás de la denodada búsqueda de un nuevo compás para las políticas económicas, tanto desde el punto de vista teórico como de su aplicación práctica.

### Montañas de deuda acumulada

La segunda gran cuestión a abordar en este apartado es la del apalancamiento. Si hay una idea económica que ha quedado desacreditada en los últimos años, es la de que “el nivel de la deuda (privada) no importa”, que es el contenido central del llamado teorema de Modigliani-Miller, y más en general, de los argumentos -muy exitosos en las décadas de expansión- que pregonaban una visión ultrarracional de las finanzas (Arias y Costas, 2015). El propio Ben Bernanke, anterior presidente de la Reserva Federal, afirmó en 2005 que “el nivel de la deuda privada no tiene efecto macroeconómico alguno”. Muy al contrario, la deuda, sabemos bien ahora (y aceptaría sin dudar el propio Bernanke), importa y mucho. En realidad lo hemos sabido siempre: las crisis financieras son fenómenos recurrentes y consustanciales a la economía capitalista, como Charles Kindleberger describió en *Manías, pánicos y cracs* y han acreditado Carmen Reinhart y Ken Rogoff en *This time is different*.

Sin embargo, en la brusca aparición de la crisis actual hay elementos nuevos que indican que esta vez no se trataba de una burbuja más: entre 1980 y 2007 los mercados financieros internacionalizados adquirieron un peso en la dinámica económica que nunca antes habían tenido, por lo que el peligro que representaba su explosión eventualmente descontrolada era también mayor. De ahí la importancia de que el proceso de *desendeudamiento* se hiciera de un modo ordenado y firme. De hecho, si a partir de 2009 hubo un objetivo de primer orden detrás de las políticas puestas en marcha en todo el

mundo desarrollado, con mejores o peores criterios concretos, ése es el ajuste de los balances a través de la reducción de la deuda.

¿Puede decirse a la altura del primer semestre de 2015 que ese proceso ha tenido lugar? Como mostraremos a continuación, basándonos en algunos estudios empíricos recientes (sobre todo, Butiglione et. Al., 2014; BIS, 2014; y Mackinsey Global Institute, 2012), la respuesta es decididamente negativa. En los gráficos 5, 6 y 7 podemos observar que: 1) a escala mundial el nivel de deuda acumulada no es ahora menor, sino mayor, que en 2008; entre ese año y finales de 2013 el peso de la deuda aumentó para el conjunto de la economía internacional en 38 puntos porcentuales. 2) El nivel de deuda total de los países desarrollados se ha reducido mínimamente desde sus cotas desmesuradas de partida, pero ello ha sido más que compensado por la subida en el mundo emergente; es decir, si hasta 2008 el apalancamiento general estuvo muy localizado en los países del centro industrializado, durante la crisis el protagonismo mayor en ese ámbito correspondió sobre todo a los países BRICS: tan sólo en China la ratio de deuda a PIB subió 72 puntos porcentuales. 3) La deuda privada (incluida la del sistema financiero) que constituía el núcleo del problema en 2008<sup>3</sup> -a diferencia de la pública, que presentaba cotas moderadas en un buen número de países- tendió a reducirse ligeramente, pero su dinámica descontrolada fue acaparada ahora por la de las administraciones públicas. 4) Esa reducción de la deuda privada ha sido significativa en algunas economías, como la norteamericana y la británica (al menos en caso de consumidores y empresas), pero la de carácter público ha tendido a crecer considerablemente. 5) En otras muchas economías sobreendeudadas, como en el caso de España, la ligera reducción de la deuda privada ha sido más que compensado por expansiones verdaderamente grandes de las deudas soberanas, una tendencia que puede parecer incomprensible en una primera visión, dado que la prioridad obsesiva de las políticas públicas de los últimos años estuvo centrada precisamente en corregir ese problema.

En consecuencia, el estado del problema a finales de 2013 era de una indudable gravedad: para el conjunto de la eurozona la deuda total representaba un 385 % del PIB (164 % la privada no financiera, 128 % la financiera, y 93 % la pública), aumentando en 25 puntos porcentuales desde 2008, mientras en el Reino Unido era del 495 % (90 % deuda soberana) y en Estados Unidos, 362 % (105 %, pública). Entre los grandes países europeos continentales, sólo en Alemania la deuda total estaba ligeramente por debajo del 300 % del PIB, con Irlanda en el 1026 %; Holanda, 636 %, Suecia, 422 %; España, 394 %; y Francia, 347 %.

Es decir, tomada la economía global como un todo, y para el conjunto de los sectores económicos, es obligado constatar que el necesario, y según muestran todos los análisis relevantes, como el de Reinhart y

---

<sup>3</sup> Véase para el caso de Estados Unidos el importante libro de Mian y Sufi, 2013. Un estudio para 22 países, entre ellos muchos europeos, en Vague, 2014.

Rogoff, inevitable proceso de desapalancamiento, aún no ha tenido lugar. Lo que por una parte se ha avanzado, con dramáticas consecuencias, por otras se ha retrocedido. Esta es una conclusión particularmente grave, pues da idea de tiempo perdido, y de las notables dificultades que encara todavía la reconstrucción de una línea genuina de crecimiento económico. En particular son decepcionantes los datos de la eurozona, una región en la que la obsesión por evitar a toda costa que la deuda se situara en sendas insostenibles originó una política –la de recortes generalizados en los presupuestos públicos– que a la postre no hizo sino impulsar más y más los niveles de deuda. Así lo muestra la comparación con otras economías desarrolladas en las que las políticas macroeconómicas fueron más matizadas: como ya hemos mencionado, ni el Reino Unido ni Estados Unidos experimentaron crecimientos de la deuda total a lo largo de los años de crisis, como sí ocurrió en la eurozona (en conjunto, unos 25 puntos porcentuales). Parece, por tanto, que, sobre todo los europeos, estamos atrapados en un círculo vicioso de alta deuda que frena el crecimiento, lo que a su vez hace crecer los niveles de deuda<sup>4</sup>.

La larga pervivencia de esa situación de deuda fuera de escala trae consigo consecuencias graves para la economía. Por un lado, mantiene la vulnerabilidad ante el riesgo de nuevas crisis financieras. De ahí que no sea raro que en los últimos años se hayan multiplicado las advertencias sobre la posible formación de nuevas burbujas y los efectos devastadores que tendría su eventual estallido. Por otro lado, es evidente que la permanencia de altas deudas constituye una rémora para la reconstrucción de las bases del crecimiento económico, entre otras cosas debido a la duración del *shock* de crédito. En ese sentido cabe afirmar que la excepcional duración de esta crisis, sin duda una de las más largas en la historia del capitalismo, tiene que ver con el extraordinario nivel alcanzado por el endeudamiento en su arranque, y con el grave retraso acumulado por su proceso de purga (Reinhart y Rogoff, 2014).

### Permanencia del “global imbalance”

En este punto, merece una mención el problema del *global imbalance*. Es decir, la posición de desequilibrio de las cuentas exteriores los diferentes países, ya sea en déficit o superávit. Hace una década, inmediatamente antes de la explosión de la crisis, ese desequilibrio global alcanzó cotas extraordinariamente elevadas. Los mayores protagonistas de esa situación eran Estados Unidos, que acumuló grandes déficits en sus balanzas comerciales (próximos al 10 % de su PIB), por un lado, y las potencias asiáticas, China y Japón, con sus enorme superávits, por otro. Pero otros muchos países contribuyeron a agrandar ese desequilibrio; en el ámbito europeo, las posiciones más extremas las ocuparon España y Alemania. Es obvio que las posiciones respectivas que los diferentes países ocupan ante el *global imbalance*

---

<sup>4</sup> Véase M. Wolf (2014): “We are trapped in a cycle of credit booms”, FT, 7-X.

guardan una relación muy directa con la mantienen frente a los flujos de deuda: el déficit sistemático de la balanza comercial de un determinado país indica que su nivel de gasto agregado está por encima de los recursos de su ahorro interno, por lo que solamente podrá cubrirlo mediante el acceso al crédito en los mercados exteriores, convirtiéndose por tanto en prestatario neto. Así fueron las diferentes economías fijando su posición ante el crecimiento general de las deudas internacionales: unas como grandes -o pequeñas, según los casos- acreedoras, y otras como deudoras. No hay que insistir en que un *global imbalance* muy elevado equivale a un horizonte cargado de peligros de inestabilidad, tal y como se pudo comprobar dramáticamente después del accidente de Lehman Brothers.

Pues bien, como se observa en el gráfico 8, en los siete primeros años tras la crisis, y como consecuencia de los intensos procesos de ajuste puestos en marcha, el *global imbalance* se fue corrigiendo en profundidad, hasta recortarse en aproximadamente un tercio de su valor inicial. En particular, una de las mayores reducciones corresponde al diferencial entre los dos grandes protagonistas del desequilibrio inicial, China y Estados Unidos (el déficit comercial en Estados Unidos en esos ocho años se recortó en casi medio billón de dólares, en tanto el superávit chino se redujo desde un 8,3 % a un 1,9 % de su PIB) (FMI, 2014. Aslam *et al.*, 2014). Se trata de resultados notables, sobre todo por lo que tienen de disminución de los riesgos sistémicos. Pero ello no puede hacer olvidar la pervivencia de los dos tercios restantes: mucho tiempo después de comenzado el ajuste, el problema aunque mucho menos amenazador, sigue vivo.

En cualquier caso, a estas alturas parece ya evidente que las diferentes economías nacionales no se van a desendeudar ni fácil ni rápidamente, a no ser que se establezcan mecanismos especiales que lo hagan posible. Uno de ellos, bien conocido, es la inflación, que lamina el valor real de lo debido. Según hemos visto, sin embargo, esa vía, está ahora mismo por primera vez en muchas décadas ausente en la dinámica de nuestras economías, frente a la pujanza amenazante de las presiones deflacionistas. Dejando al margen ahora el uso de otros mecanismos, como la represión financiera directa, la otra posibilidad es optar por alguna fórmula de reestructuración de las deudas, algo que fue muy usado en el pasado por las economías ahora desarrolladas, pero que quedó confinado al mundo emergente -donde se usaron con gran profusión- a partir de 1980. Las reestructuraciones suelen traer consigo elementos traumáticos -sobre todo si, como suele ocurrir, incluyen quitas-, por lo que los agentes económicos y las autoridades se resisten a su introducción. Pero todo lo dicho hasta ahora apunta a que en algún momento, a lo largo de los próximos años, veremos entrar en vigor procedimientos de ese tipo.

## Una recesión de balance

El hilo argumental que más nos interesa seguir en este trabajo es el que liga las situaciones de exceso de deuda con las dificultades para el crecimiento. Y aquí nos encontramos con uno de los conceptos clave surgidos en los últimos años para intentar explicar la intensidad y duración inusitadas de la contracción de los últimos años: el de recesión de balance. Este concepto, que han acabado por utilizar en el corazón de sus análisis organismos como el Banco Internacional de Pagos en sus informes recientes (BIS, 2014, capítulo 1), fue inicialmente propuesto por el economista Richard Koo en varios artículos de hace ya una década, pero sobre todo en su libro *The Holy Grail of Macroeconomics*, para intentar descifrar los enigmas del súbito pero prolongado estancamiento experimentado por Japón a partir de 1990 (Koo, 2009). La idea central es que un ciclo financiero es algo muy diferente, y mucho más grave, que un simple ciclo de negocios: cuando la burbuja financiera está en formación, la excitación general que provoca lleva a la expansión inmoderada de algunos sectores, pero cuando la tendencia cambia en los mercados de capital, sus consecuencias sobre la economía productiva son letales. A partir de ese momento las empresas y también los particulares se ven obligados a ajustar drásticamente sus balances – es decir, a dar absoluta prioridad a reducir sus deudas frente al gasto – en las peores condiciones. En palabras de Koo, *"en una situación en la cual el conjunto del sector privado está intentando minimizar su deuda, la economía pierde constantemente un volumen de demanda agregada equivalente a la cantidad ahorrada, pero que no se ha tomado prestada"* (Koo, 2013).

Evidentemente, la dureza y duración de la contracción dependerá sobre todo de la intensidad de los excesos acumulados durante la expansión: si estos han sido muy grandes debemos prepararnos para una recesión profunda, pero también para que la recuperación subsiguiente sea lenta y costosa, con algunos de los elementos que la harían discurrir más fácilmente – como el flujo del crédito – prácticamente ausentes. De algún modo, la intensidad de las recesiones de balance muestran las deficiencias estructurales de la economía que habían quedado bajo la superficie durante la etapa de expansión. En la medida en que los esfuerzos a favor de la absorción de los excesos de deuda se mantengan durante largos períodos, la insuficiencia de la demanda agregada se hará permanente, y con ello, pesado será el lastre para la recuperación de la actividad y, en mayor medida aún, del empleo (Reinhart y Rogoff, 2009; BIS, 2014). Las recesiones de balance, por tanto, a diferencia de las recesiones ordinarias, suelen conducir a décadas perdidas.

Pues bien, como hemos ya anticipado, la noción de recesión de balance cuadra muy bien para explicar lo acontecido con un buen número de economías – como la norteamericana o la española, sin ir más lejos<sup>5</sup> – en los últimos años. A la luz de los argumentos contenidos en los párrafos

---

<sup>5</sup> El profesor Antonio Torrero ha argumentado sobre la crisis española en esa clave teórica. Véase Torrero (2014).

anteriores se hacen más fácilmente comprensibles las duras realidades que están detrás de los datos recogidos al principio de este apartado sobre las trayectorias del PIB. En palabras del Banco de Basilea, ésta "no fue la típica recesión de posguerra para contener la inflación. Fue una recesión de balance, asociada a la fase contractiva de un enorme ciclo financiero" (BIS, 2014, p. 12). En el caso de la economía europea, sobre todo, no es raro que cada vez más estudios de prospección sobre su evolución a medio plazo se refieran al espejo japonés, en cuyo fondo oscuro surge el espectro de un prolongado estancamiento.

La forma más convencional de acercarse a la acumulación de desequilibrios de los últimos años pasa por aceptar que son consecuencia del carácter fuertemente contractivo de la fase actual de un ciclo económico. Sin embargo una de las principales innovaciones teóricas de los últimos años radica en el análisis de la naturaleza y efectos de algo mucho más complejo y difícil: el ciclo financiero. Distinguir este último de la idea más convencional de ciclo (que suele denominarse "de negocios") resulta capital para conseguir entender algunos de los principales problemas de la economía contemporánea. Cuatro notas básicas distinguen a los ciclos financieros. Primero, su duración es típicamente mucho mayor (de entre 15 a 20 años, frente a un máximo de ocho de los ciclos convencionales). En segundo lugar, el final de las fases de auge generalmente vienen de la mano de crisis bancarias y tensiones crecientes en los mercados. Tercero, la evolución de los ciclos financieros suele ser sincronizada –lo que no quiere decir idéntica o paralela- en numerosas economías de todo el mundo (Rey, 2013). Y cuarto, vienen muy marcados por los entornos institucionales y macroeconómicos; por ejemplo, el ciclo dispuesto a lo largo de las últimas décadas tuvo mucho que ver con el impulso de la liberalización financiera y su separación de las políticas monetarias.

El mayor peligro que acompaña el no saber distinguir el ciclo financiero del económico convencional es que los *policymakers* centren su actuación en el segundo de ellos, ignorando el primero. Es decir que, por ejemplo, practiquen la relajación monetaria para estimular la economía por razones coyunturales olvidando los efectos que ello pueda tener en términos de un eventual sobreendeudamiento: eso fue exactamente lo que ocurrió en muchos países –entre ellos Estados Unidos o España- en el período previo a la crisis, constituyendo una causa mayor de esta (Drehmann, Borio y Tsatsaronis, 2012); BIS, 2014, capítulo IV).

### Amenazas de un largo estancamiento

La segunda hipótesis nueva (o relativamente nueva pues ya había sido mencionada por Alvin Hansen en los años treinta) es la del estancamiento secular (*secular stagnation*). Son muchos los economistas de primer nivel que han hablado de ello a raíz de su mención en una conferencia de Larry Summers a finales de 2013. En realidad todos ellos no se refieren exactamente a la misma cosa, y se

han producido ya algunas interesantes discusiones acerca de sus contenidos reales y sus causas.

Fundamental en esa corriente de literatura es el libro colectivo editado por Teulings y Baldwin (2014), con aportaciones notables del propio Summers, Robert Gordon, Paul Krugman o Richard Koo. Se comprueba allí que efectivamente hay más diferencias que coincidencias a la hora de definir la *secular stagnation*, pero quizá podría servir como punto común el concepto técnico de Summers: durante un período prolongado, los tipos de interés reales han de ser negativos (en un 2 o 3 %, o en términos más generales, el famoso y temido *zero lower bound, ZLB*) para equilibrar el ahorro y la inversión de modo que se pueda alcanzar el pleno empleo. La baja o negativa inflación y el ZLB constituyen en la práctica una combinación letal para las posibilidades del crecimiento y el empleo. Y también un serio peligro para la estabilidad financiera, ya que sabemos bien –sobre todo después de la experiencia de 2000-2007- que la permanencia de tipos nominales y reales muy bajos impulsa la formación de burbujas.

Los debates más interesantes en torno al estancamiento secular, y los que en mayor medida permiten conectar el concepto con la situación actual, son los que se refieren a sus causas: la más compartida es la que guarda relación directa con nuestro argumento central en este apartado: el exceso de deuda. En palabras de Richard Koo, "*la recesión de balance es la causa del estancamiento secular*" (Koo, 2014). Este planteamiento debe complementarse, sin embargo, con otros fenómenos que apuntan en la misma dirección: la demografía adversa; la creciente desigualdad y su impacto negativo sobre el gasto de quienes tienen una mayor propensión a consumir.

Con todo, a medida que se han ido intensificando las discusiones teóricas sobre el estancamiento secular, a los intentos de clarificar el concepto se ha unido una controversia creciente sobre su utilidad. En ese sentido, interesa destacar una corriente que apunta a que lo verdaderamente trascendente como elemento de bloqueo del dinamismo económico es el hecho de que estamos aún sumidos en la fase contractiva de un superciclo financiero (Lo y Rogoff, 2015, Rogoff, 2015; Geanakoplos, 2013). Esa caracterización, por tanto, apunta directamente al exceso de deuda acumulada como factor de estancamiento y niega todo lo demás.

La asociación entre exceso de deuda y bloqueo del crecimiento se ha consolidado en los últimos años gracias a la aparición de algunos estudios empíricos que la acreditan. En particular los importantes trabajos de S. Cecchetti y E. Kharroubi (2012, 2015) han examinado (en el último de ellos para 33 sectores de 15 países) la existencia de una relación negativa entre la tasa de crecimiento del sector financiero y la de la productividad total de los factores en la economía. Su idea básica sería que constituyendo las finanzas una palanca positiva para el desarrollo cuando se mantienen dentro de una determinada escala, se

convierten por el contrario en una importante rémora al traspasar ese umbral.

¿Por qué razón el sistema financiero se convierte en rémora? Porque un sector financiero sobredimensionado, más que complementar, compite fuertemente con el resto de sectores de la economía, sobre todo con los más dinámicos (por ejemplo, atrayendo a los mejores cerebros de científicos e ingenieros para la gestión de productos financieros sofisticados), beneficiando sobre todo a sectores manufactureros de baja productividad. En su análisis, "la sobreexpansión del crédito daña sobre todo a los sectores que en mayor medida impulsan el crecimiento general (y en particular aquellos que son más intensivos en I+D)"<sup>6</sup>. El exceso de finanzas no es solamente, por tanto, un problema para los objetivos de estabilidad macroeconómica y equidad distributiva, sino también para el crecimiento económico real. Una conclusión notable y muy rompedora de doctrinas ampliamente aceptadas durante mucho tiempo. El impacto de ese viraje en la consideración del papel de las finanzas –propuesto, por cierto, por unos autores que pertenecen también al BIS- ha llevado a *The Economist* a incluir un titular que a muchos habrá sorprendido: "*Warning. too much finance is bad for the economy*" (*Economist*, 18-II-2015).

Otras posibles causas del estancamiento secular, como las que tienen que ver con el papel de la tecnología o la educación son, sin embargo, mucho más controvertidas. En cuanto al posible papel de la tecnología en el estancamiento secular, mientras Robert Gordon defiende que, a diferencia de lo acontecido con anteriores revoluciones tecnológicas, la de los flujos de información no trae consigo ganancias de productividad, otros autores como Barry Eichengreen han argüido –bastante convincentemente- lo contrario. También es muy discutible la tesis de una posible reducción de las ganancias de productividad derivadas del sistema educativo, una vez que éste ha alcanzado ya un cierto grado de extensión y calidad (como ocurre en buena parte del mundo desarrollado) (Gordon, 2014; Eichengreen, 2014).

¿Cabe aplicar estos conceptos a la situación actual?. ¿Porqué surgen precisamente ahora? Sencillamente, porque se acoplan como anillo al dedo a algunos de los hechos y tendencias que hemos observado en los últimos años. Para empezar, entre 2008 y 2014 la tasa de interés real en Estados Unidos fue, en promedio, de un -1%. En su interpretación keynesiana, la previsible escasez de demanda (sea por factores demográficos o por la persistencia del desapalancamiento) lleva a esperar que el crecimiento del PIB real se mantenga durante un largo periodo por debajo del PIB potencial. Pero no todas las economías están expuestas a la amenaza del estancamiento en el mismo grado. Desgraciadamente, es la Unión Europea la región del mundo donde

<sup>6</sup> Según Cecchetti y Kharroubi (2015: 4), una industria intensiva en I+D situada en un país con alta tasa de expansión de las finanzas crecerá cada año un 2 % menos que industrias de características similares situadas en otro país de menor crecimiento financiero.

mejor parece cuadrar los análisis y predicciones sobre la *secular stagnation*. De verificarse –es decir, de no hacer nada para evitarlo–, la tan desgastada expresión *euroesclerosis* habría cobrado finalmente cuerpo.

Lo que sí parece claro es que no estamos simplemente ante una amenaza de sufrir bajas tasas de crecimiento durante una larga temporada, sino ante una combinación de difíciles problemas que resultan en algo más complejo e incierto. No es raro que autores como Raghuram Rajan adviertan de la necesidad de “prepararte para el estancamiento”<sup>7</sup>. Y aquí entra la cuestión fundamental de las políticas que hacen falta para hacerles frente, cuestión que más abajo recogemos. Las viejas fórmulas de gestión macroeconómica son claramente insuficientes ante la magnitud y características de este problema. En un plano teórico, la posibilidad muy real de que estemos entrando en una era de estancamiento secular obliga a repensar las ideas básicas de política macroeconómica (Krugman, 2014). A propósito de ello, Larry Summers ha hablado de “*la manifiesta inadecuación de las fórmulas convencionales, ante la eventualidad de que pueda ser imposible para una economía conseguir simultáneamente el pleno empleo, un crecimiento satisfactorio y la estabilidad financiera simplemente utilizando políticas monetarias tradicionales*” (Summers, 2014). Ante esto, parece evidente que las políticas fiscales activas tienen un papel importante que jugar para evitar un largo declinar. Lo cual constituye una razón para impugnar a fondo la política seguida en Europa, el área más amenazada por este problema, en los últimos años.

Visto desde una perspectiva temporal más amplia, el declinar del crecimiento no es un fenómeno estrictamente nuevo que haga acto de presencia por primera vez con el colapso financiero en 2008. Al contrario, desde 1970 se observa una tendencia a la progresiva reducción en las tasas de expansión de la actividad, lo que constituye un hecho alarmante. En todo caso, tal y como ha concluido el analista británico Gavyn Davis, “*la reducción del crecimiento a largo plazo en los países desarrollados parece haberse convertido en un hecho permanente de la vida, más que un resultado temporal del crash que desaparecerá con el tiempo*”<sup>8</sup>. Todo eso será así, añadimos nosotros, a menos que una acción enérgica lo impida, en términos de políticas macroeconómicas activas y reformas estructurales pensadas para favorecer el crecimiento con una perspectiva de largo plazo (dirigidas a impulsar la tecnología, el capital humano y la mejora institucional). Pudiera ocurrir incluso que una reducción general de los ritmos del progreso económico tengan lugar en cualquier caso en el mundo desarrollado.

<sup>7</sup> Título de su artículo en *Project Syndicate*, 14-I-2015.

<sup>8</sup> Véase G. Davis (2014): “Is economic growth permanently lower?”, *FT*, 26-10. Véanse también los recientes artículos de Martín Wolf (2015): “An economic future that may never brighten”, *FT*, 14-IV, y Gavyn Davis (2015): “Global growth report card – is the world slowdown temporary?”, *FT* 4-V.

### 3. EL PAPEL DE LAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS

Las trayectorias de las políticas monetarias y fiscales fueron similares –en su sentido decididamente expansivo– en la primera fase de la crisis (2008-2009), pero a partir de 2010 se hicieron marcadamente divergentes. Mientras las estrategias de los bancos centrales, aún con apreciables diferencias de intensidad entre ellos, tendieron a utilizar todos los medios disponibles con el fin de contrarrestar la contracción –es decir, “para evitar otra Gran Depresión”–, las políticas fiscales se convirtieron en un carga muy pesada sobre las alas de los intentos de recuperación. En este punto es bien sabido que destacaron los países europeos, y en particular los de la eurozona. Con una visión de conjunto que tenga en cuenta las diversas políticas macroeconómicas, observamos un grado de coherencia mayor en los casos norteamericano y británico, que les permitió llegar antes a una reactivación ya de cierta intensidad en 2014, en tanto que la política del gobierno Abe en Japón (la famosa *abonomics*) es un intento absolutamente heterodoxo de luchar por todos los medios contra las profundas y ya antiguas tendencias deflacionistas de esa economía. Si no fuera por su parecido con los actuales dilemas europeos, tal vez podríamos desechar esa última experiencia por su lejanía: al tratarse de problemas de largo recorrido, sólo el paso del tiempo permitirá juzgarlos en toda su extensión (sus resultados desde 2012 han sido un tanto contradictorios, dada la vuelta de la recesión en algunos momentos y la fuerte expansión en otros), pero en todo caso su interés es grande desde una perspectiva europea.

#### Helicópteros monetarios

Las políticas monetarias desarrolladas en todo el mundo desarrollado en la fase de expansión previa a la crisis se basaron en el conjunto de ideas acerca del comportamiento macroeconómico resumidas en lo que entonces se llamó “nuevo consenso”, entre las que sobresalía la concepción de la estabilidad de precios no sólo como referencia absoluta del equilibrio macroeconómico, sino también como garantía de estabilidad financiera. De hecho, las variables crediticias estaban totalmente ausentes en los modelos de política basados en aquel consenso. De acuerdo con todo ello, las políticas monetarias fueron desentendiéndose de cualquier responsabilidad en materia de control de las finanzas, de modo que su conexión con las cada vez menos rigurosas estructuras de regulación prudencial se fue evaporando.

La crisis financiera produjo, a partir del accidente de Lehman Brothers, una alteración radical en ese estado de cosas. A lo largo del lustro de crisis, entre 2008 y 2013, la necesidad de afrontar un durísimo *shock* de crédito (tan intenso que justifica la expresión *trampa de liquidez*, que estaba en gran medida olvidada) provocó que los tipos de interés se mantuvieran en niveles muy bajos en todas partes: en el otoño de 2008,

los cuatro grandes bancos centrales bajaron sus tipos de interés básico, que se mantuvieron en niveles históricamente bajos hasta finales de 2013: próximos a cero (por debajo de 0,25% en Japón, Estados Unidos y Gran Bretaña; por debajo de 1 % en la UEM, en términos nominales). Además, debido a las operaciones extraordinarias de creación de liquidez, los balances de todos los bancos emisores mantuvieron una línea de crecimiento constante, llegando a más que triplicarse en el caso de la Reserva Federal. En general, y a pesar de la diversidad de sus calendarios, los principales bancos centrales han utilizado en estos últimos años una amplia gama de instrumentos no convencionales: *quantitative easing*, tipos de interés cero o para ciertas operaciones tipos nominales negativos (practicados desde finales de 2014 por el BCE y otros bancos centrales, como el suizo, el sueco o el danés), intervenciones sobre el tipo de cambio, *forward guidance* (es decir, preanuncios sobre la evolución futura de los tipos y otros estímulos) y persuasión moral.

A la vez que las políticas se abrían hacia los ámbitos “no convencionales” (es decir, contrarios al diccionario de ideas recibidas), fueron surgiendo intensos y muy interesantes debates teóricos que apuntaban a una redefinición de sus objetivos y procedimientos. Debates que en algunos puntos apenas han producido todavía efectos prácticos (como en el caso de la ampliación, propuesta por numerosos autores de la ampliación de los objetivos de inflación hasta el 4 o incluso el 6 % (Ball, 2013), pero en otros claramente se notan sus efectos. El ámbito en que ello se advierte con mayor claridad es el de la integración entre políticas monetarias y regulación macroprudencial, ya en marcha en bastantes países.

Centrándonos en el BCE, este organismo fue uno de los mayores causantes de la acumulación de tendencias contractivas en Europa entre 2010 y mediados de 2012. Su actitud de absoluta inhibición ante la creciente degradación –el historiador económico Barry Eichengreen habló por entonces de “*la letal inhibición del BCE*”<sup>9</sup>–, no hizo más que precipitar al conjunto de la eurozona hacia un laberinto de retroceso en todos los planos. En realidad, durante esos años cruciales el BCE fue el único de los bancos centrales que permaneció plenamente apegado a las concepciones predominantes antes de 2008. No es raro, entonces, que el miedo a la inflación le hiciera cometer sus dos históricos errores en los comienzos de los veranos de 2008 y 2011: subir los tipos para reforzar la credibilidad antiinflacionista, cuando estaban a punto de sobrevenir fuertes recesiones.

La confluencia de la austeridad fiscal inmoderada con una política monetaria astringente fue en una máquina perfecta de contracción económica. Esto es algo que no debería extrañar pues es sabido que los efectos multiplicadores del recorte en el gasto sobre la evolución del producto es mayor en condiciones de estrechez monetaria (Auerbach y

<sup>9</sup> Véase B. Eichengreen (2012): “The ECB’s Lethal Inhibición”, *Project Syndicate*, abril.

Gorodnichenko, 2012). Durante esos años, el BCE no cumplió en absoluto una función de prestamista de último recurso. En consecuencia, la crisis de la deuda soberana no hizo sino empeorar en esos años, y el riesgo de desaparición del euro se hizo muy significativo.

Todo cambió, como es bien sabido, con la actitud de su nuevo presidente, Mario Draghi, a partir de agosto de 2012, cuando se pasó a utilizar dos instrumentos muy poderosos de su arsenal que estaban prácticamente inéditos. En primer lugar, las sucesivas rondas de expansión de la liquidez; y segundo, el viejo y potente instrumento de la persuasión moral. La simple advertencia por parte de Mario Draghi en julio de 2012 de que el Banco utilizaría toda su potencia de fuego con el fin de salvar el euro sirvió para encauzar el comportamiento de los inversores respecto a la deuda pública y privada de los países de la eurozona, eliminando sus componentes más especulativos. El elemento fundamental aquí fue el diseño del programa de *Outright Monetary Transactions* (OMT), consistentes en compras de títulos soberanos en el mercado secundario, nunca en el primario, que contribuyó a relajar las tensiones financieras en el continente.

Pero si su efecto fue contundente al calmar a los mercados y alejar el riesgo de desaparición del euro, sus repercusiones efectivas sobre la marcha de la economía han sido pequeñas: los canales de transmisión hacia las actividades productivas estuvieron prácticamente bloqueadas por el deseo de los bancos de atesorar liquidez. Por otra parte, la neutralidad de esas operaciones desde el punto de vista de una política monetaria activa ha sido enfatizada por el propio BCE, al subrayar que las compras de títulos deben ser esterilizadas, es decir, no afectar a la oferta monetaria o la inflación.

El Consejo del Banco fue dando crecientes muestras de insatisfacción con la timidez de su propia actuación y, pese a la notable oposición de algunos de sus miembros -sobre todo del Bundesbank-, lo que originó intensas luchas de poder, poco a poco se fue abriendo hacia una nueva y mucho más radical estrategia, con el fin de combatir la ya innegable corriente deflacionista de fondo<sup>10</sup>. La importante conferencia de Draghi en el encuentro anual de banqueros centrales en Jackson Hole fue el anuncio más claro de esa mudanza, muy visible a comienzos de 2015: una *quantitative easing* sin disimulos (Draghi, 2014). A propósito de ello se ha producido un hecho curioso: las políticas monetarias de Estados Unidos y Europa se han cruzado, es decir, cuando la relajación cuantitativa llegó al viejo continente, justo en ese momento era abandonada por el nuevo. Las consecuencias de esto han sido complejas en términos de movimientos de capitales y valor de los tipos de cambio, originando nuevos episodios de inestabilidad, aún no desaparecidos del todo.

---

<sup>10</sup> Véase L. Bini Smaghi (2014): "The ECB must show leadership to fight threat of deflation", *FT*, 2-XII.

Al margen de esos problemas inducidos, es indudable que esa política más ambiciosa ha generado una mejoría en la coyuntura económica de la eurozona. Otra cosa es la perspectiva a largo plazo. Las políticas monetarias ya no pueden dar mucho más de sí por haber alcanzado sus últimas fronteras (tal y como muestran los desmesurados balances de los bancos centrales). Para países como España, que han sufrido fuertes recesiones de balance, es necesario saber que llega un punto en que la política monetaria se hace muchísimo menos efectiva. En palabras del anterior presidente del Banco de Japón, M. Shirakawa (buen conocedor del problema por haber tenido que lidiar con él): *"en una economía que se está desendeudando la efectividad de la política monetaria declina... (debido a que) el mecanismo de transmisión no funciona después de la explosión de una burbuja"* (Shirakawa, 2012, p. 4). Cuando eso ocurre, si se quiere luchar contra el estancamiento, en el campo de la acción macroeconómica sólo queda un camino: el de las políticas fiscales activas.

En todo caso, las cuestiones introducidas en el último párrafo obligan a plantear qué puede ocurrir cuando las políticas monetarias regresen a una cierta normalidad, lo que ocurrirá más temprano que tarde. Es decir, las consecuencias que tendrá la retirada general de los estímulos. Si la economía europea está dejando atrás la recesión a medida que avanza 2015 es en gran medida por lo que podríamos llamar *dopaje monetario*. A partir de ahí, la incertidumbre es elevada. En todo caso, a propósito de ello conviene recordar algo ya mencionado al comienzo de este trabajo: la historia de esta crisis es la de un carrusel de intervenciones que son imprescindibles para solucionar problemas en una fase, pero se convierten en problemas graves en la etapa siguiente.

### Rémoras fiscales

El fuerte activismo monetario tuvo su contrapartida negativa en las estrategias presupuestarias de los gobiernos. Sobre todo en el caso europeo, en el que estas últimas probablemente sean recordadas durante mucho tiempo como uno de esos ejemplos de políticas obsesivamente encerradas con un solo juguete y que finalmente causaron grandes estragos, sin acabar de alcanzar su objetivo.

A comienzos de 2010 la crisis de la deuda soberana introdujo la necesidad inexcusable de dar prioridad a la corrección de los fuertes desequilibrios de las cuentas públicas, una vez que se acepta que no es posible mantener durante mucho tiempo saldos en déficit de más del 10 % del PIB, como ocurría en bastantes países en 2010. Todos los gobiernos del mundo desarrollado dieron pasos en ese camino, pero mientras que en Estados Unidos, por ejemplo, se buscó un camino lleno de contrapuntos (la acción de la Reserva Federal, pero también de los organismos parapúblicos de crédito, que insertaron hasta cuatro billones

de dólares en la economía, en seis años<sup>11</sup>), la línea de austeridad se aplicó en la zona euro de una forma radical.

¿Qué explica ese comportamiento diferencial de la eurozona? Quizá más que ninguna otra cosa, el miedo. Desde esta perspectiva estaríamos ante una "austeridad dirigida por el pánico" (De Grauwe y Yi, 2013). Desde esa visión, la posibilidad de una voladura descontrolada del euro y la incógnita de la reacción de los mercados originó una percepción de estar ante un abismo, una total incertidumbre (no sólo riesgo), lo que cegó algunas de las habituales respuestas de cálculo racional.

Además, otros dos factores fueron decisivos en la formación de la política europea de austeridad. Por un lado, la influencia de ideas como la de la llamada "austeridad expansiva" (que se ha revelado como manifiestamente falsa). Por otro, las peculiaridades y carencias institucionales de la UE. No sólo se trató de la práctica desaparición durante bastante tiempo de la Comisión Europea en ese proceso (y la consiguiente toma de decisiones por parte del Consejo y el llamado *Eurogrupo*, donde las posiciones alemanas apenas dejaron margen alguno). Fue sobre todo el hecho de que las instituciones de la eurozona fueron construidas pensando casi únicamente en la lucha contra la inflación, por lo que se vieron inermes ante el desbordamiento de una dinámica económica que conducía al problema contrario.

Buena parte de la justificación intelectual de la política de consolidación fiscal a ultranza estuvo en una serie de estudios empíricos que estimaban un valor muy bajo para los multiplicadores fiscales, de "en torno a un 0,5 %". Sin embargo, a partir de 2012 se produjo una auténtica explosión de trabajos empíricos que dejaron en evidencia algo muy diferente. Por mencionar el más citado de esos trabajos, el de Blanchard y Leigh, estableció un cálculo más preciso que desde entonces se ha venido aceptando de un modo bastante generalizado. Según ese cálculo, en los años de crisis el multiplicador habría sido de un 1,5, es decir, el triple del anteriormente estimado (Blanchard y Leigh, 2013). De esa revisión participó uno de los promotores iniciales de esa política, el FMI, que en sus *Perspectivas de la Economía Mundial 2012* reconoció que el valor de los multiplicadores estaba en realidad, en las condiciones presentes de las economías desarrolladas, "entre 0,9 y 1,7". No es raro, por tanto, que los nuevos estudios empíricos también hayan ido dejando claro que los países que impusieron las medidas de austeridad más radicales fueron los que experimentaron caídas más dramáticas de su PIB (De Grauwe y Yi, 2013; Gechert, Hughes Hallett y Rannenberg, 2015).

Al final, no es solo que durante cinco largos años la máquina de la recesión y el estancamiento haya estado a pleno rendimiento en Europa. Es que, como ya hemos sugerido, ni siquiera los propios objetivos de

---

<sup>11</sup> Véase M. Grunwald (2015): "The (Real) Bank of America", *Político Magazine*, enero.

consolidación fiscal han sido alcanzados. La contracción productiva, al provocar una caída en la capacidad recaudatoria de los Estados y un inevitable aumento de algunas prestaciones públicas –como la del desempleo– obliga a un recorte adicional del gasto para conseguir el objetivo de déficit, con lo que el proceso recomienza. Un círculo vicioso que obliga a recordar el viejo silogismo de Aquiles y la tortuga: por mucho que corramos para alcanzar la meta, ésta siempre se escapa. O dicho de otro modo, se hacen necesarios grandes y costosos esfuerzos fiscales para lograr éxitos muy pequeños en la lucha contra el déficit. Una desproporción, además, que los sucesivos estudios han ido mostrando como más y más exagerada. Uno de ellos, muy fiable, apunta a que los recortes en el gasto provocaron efectos acumulativos de contracción del PIB del conjunto de la eurozona de 4,3, 6,4, y 7,7 puntos porcentuales en, respectivamente, 2011, 2012 y 2013. Frente eso, su contribución a la corrección del déficit público habría sido sólo de -0,1, 0,2 y 0.2 %, respectivamente, en esos años (Gechert, Hughes Hallett y Rannenberg, 2015).

Durante estos años, por tanto, la austeridad fiscal ha sido un verdadero motor de estancamiento. Más aún cuando los recortes indiscriminados en el gasto han afectado gravemente a la dinámica de la formación de capital. Sobre todo en dos ámbitos fundamentales para definir sendas de crecimiento sólido y sostenible en el largo plazo: la educación y el cambio tecnológico<sup>12</sup>. Parece claro, en todo caso, que el peligro de un estancamiento secular, y la progresiva menor efectividad de la política monetaria, obligan a redefinir las estrategias fiscales confiriéndoles un grado de activismo muy superior al que han tenido en los últimos años. En ese sentido, la posibilidad de que se cronifique una situación de bajos tipos de interés (negativos en términos reales), constituye en alguno aspectos una buena noticia, dado que los niveles de deuda pública seguirán –en ausencia de reestructuraciones– siendo muy elevados. En todo caso, con todo ello la formación de políticas se carga de complejidad, dada la necesidad de elegir entre opciones contrarias de un modo continuado: luchar contra el estancamiento mediante impulsos fiscales estará en permanente situación de *trade-off* con el impulso a la reducción de los niveles de deuda. Lo cual naturalmente obliga a una reconstrucción de la teoría de la política económica, de modo que incorpore esa naturaleza decididamente compleja de los principales problemas de que se ocupa.

<sup>12</sup> En el significativo caso español, por ejemplo, entre 2010 y 2013, 11.400 investigadores fueron expulsados del sistema de ciencia y tecnología. Mientras que el objetivo europeo para 2020 era conseguir un esfuerzo inversor en I+D del 3 % del PIB, ese dato no dejó de reducirse, sobre todo partir de 2012, alcanzando ahora escasamente el 1,3 %. Véase Cotec, *Memoria*, 2014.

#### 4. MÁS ALLÁ DE LA COYUNTURA. CONCLUSIONES

Es indudable que desde los últimos meses de 2014 la coyuntura económica ha mejorado notablemente en Europa. Su causa principal está en algo que enlaza con los últimos párrafos de apartado anterior: la rémora fiscal se ha relajado, mientras la política monetaria se ha tornado mucho más activa. A pesar de las dificultades para romper el shock de crédito, debido a que siguen sin funcionar bien los mecanismos de transmisión de los impulsos, es indudable que la abundancia de liquidez que según el propio BCE se debe mantener hasta 2016, y quizá sobre todo, la importante caída registrada en el tipo de cambio del euro (una depreciación frente al dólar norteamericano de entorno a un 25 % en un año), están rompiendo lo que fue una maquinaria política casi perfecta de creación de estancamiento en los últimos años. A ello se ha añadido, además, algún factor inesperado, como el súbito desmoronamiento de los precios de la energía, que constituye un regalo de valor extraordinario para una economía como la europea, tan dependiente de ese tipo de inputs.

La cuestión importante está, sin embargo, en el grado de consistencia que pueda tener a un plazo más dilatado la actual línea de reactivación. En cualquier caso, en este trabajo hemos hablado de la existencia de riesgos serios y preocupantes, no de un hecho inexorable: el estancamiento secular, siendo probable, no está escrito en los cielos. Entre otras cosas, porque pudieran surgir elementos nuevos e imprevistos que rompieran esas inercias negativas.

Para frenar tales inercias es necesario un cambio profundo en el criterio político económico en tres aspectos fundamentales. En primer lugar, la política fiscal activa, como ya hemos reiterado, no debiera tardar en sustituir a la monetaria, que pronto dará signos de agotamiento. En segundo lugar, son necesarias reformas estructurales en distintos ámbitos de la economía dado que para hacer frente a un problema de esa naturaleza es obvio que no alcanzan las políticas de estabilización coyuntural. Sin embargo, en ese ámbito durante estos años de crisis hemos vivido bajo una fuerte retórica reformista que ha producido resultados pobres, discutibles y muy desequilibrados. Reformas como las del mercado de trabajo, que han buscado sólo la fuente superficial de la competitividad a través de la presión sobre los salarios internos. La lucha contra el estancamiento secular exige mucho más que eso: obliga a transformaciones productivas que generen ganancias tecnológicas, institucionales y de capital humano. Reformas que, además, han de ser sostenibles y consistentes en el espacio político (Acemoglu y Robinson, 2013).

Aunque parezca sorprendente, hay que hacer un esfuerzo para recordar que en la UE ya existe un programa para el crecimiento sostenible, no hay que inventarlo. Es la agenda "Europa 2020" (antigua Agenda de Lisboa), que establece objetivos muy precisos "para un crecimiento

inteligente, sostenible e integrador". (Comisión Europea, 2010) Objetivos en el ámbito tecnológico, educativo, medio ambiental y redistributivo, que debieran ser alcanzados en 2020, pero cuyo cumplimiento parece, para la mayoría de los países (todos los del sur y el este de Europa) muy lejano. Ese mismo olvido es muy revelador de la deriva de los últimos años: estando vigentes dos grandes programas para impulsar la integración paneuropea, el Pacto de Estabilidad y la agenda 2020, al cumplimiento del primero –dirigido a la estabilización fiscal- se le dio absoluta prioridad, en tanto que el segundo –un programa cualitativo para el crecimiento- quedó relegado en la definición práctica de la política. Conjurar el peligro de la *secular stagnation* exige ahora tomarse en serio ese programa.

Un último punto es necesario señalar, y se refiere a la dinámica de las reformas financieras. Dado que las probabilidades de caer en el estancamiento están muy asociadas a la carga de deuda y al ciclo financiero, es indudable que la mejora de la regulación (abandonando el estilo de "*light-touch regulation*" que tanto tuvo que ver con el origen de la crisis) serviría para afrontar mejor, de cara a los próximos lustros, algunas de las peores consecuencias que podría tener la necesidad de mantener los tipos muy bajos durante un período largo: la formación de nuevas burbujas y un contexto general de inestabilidad financiera. En este importante ámbito se detecta un vacío importante, pues en la parte más significativa del problema –la desmesura de los flujos de capital globalizados- apenas se ha registrado mejora alguna: es evidente que, más allá de la retórica, apenas hay cambios en las estructuras de regulación global a través de "nuevas arquitecturas financieras".

En el ámbito nacional, por el contrario, sí se han registrado cambios significativos. Las exigencias de solvencia y liquidez a los bancos se vieron redobladas, para intentar contrarrestar los conocidos problemas de "demasiado grande para caer", "riesgo moral" o "riesgo asociado a operaciones fuera de balance". La principal manifestación de ello fue la aprobación de las nuevas reglas denominadas Basilea III, que diseñaron una senda para multiplicar los requerimientos de capital *de calidad* a las entidades, en algunos casos entre siete y diez veces, con un horizonte, eso sí, quizá demasiado dilatado (2019). Como resultado de ello, las bases de capital del sistema bancario efectivamente se han fortalecido en estos años<sup>13</sup>.

Por lo que respecta a la UE, los avances de la Unión Bancaria –que ahora se ven como imprescindibles para completar la integración monetaria, pero no fue en absoluto así durante los primeros años de la UEM- significan un cambio considerable, pero mucha de la ambición de sus proyectos iniciales se ha quedado por el camino: sus dos primeros componentes –la regulación unificada y el Mecanismo Único de

<sup>13</sup> A pesar de los progresos realizados, a la altura de marzo de 2015, la escasez de activos sanos de los grandes bancos sistémicos para cumplir con esos nuevos requerimientos, a escala mundial, era de 300 mil millones de euros. Véase FT, 4-III-2015.

Supervisión para toda la UEM- se pueden considerar satisfactorios; no así el tercero, el Mecanismo Único de Resolución, cuya insuficiente dotación, complejidad burocrática y ausencia de vías de mutualización hacen pensar que en caso de una nueva crisis sistémica, su capacidad real de respuesta será muy escasa. Algo que, viendo la evolución reciente del continente, y sabiendo que los cambios institucionales en él siempre son de parto más difícil, no debiera extrañar a nadie.

Por tanto, concluimos que la economía europea se enfrenta a una amenaza cierta de caer en el estancamiento secular, la cual se concretaría en una fase de crecimiento muy lento durante al menos un lustro o quizá una década. Para conjurar esa amenaza es imprescindible un viraje político económico dirigido a establecer políticas macroeconómicas activas –con protagonismo creciente de la política fiscal-, que en ningún caso serán fáciles de mantener, pues la necesidad de profundizar en el desapalancamiento impone un *complejo trade-off* a los *policymakers*. Junto a eso, es también necesaria una línea de reformas estructurales genuinas de las estructuras productivas, así como en el marco regulatorio de las finanzas.

Cuadro 1

**Evolución de la actividad productiva y el empleo (2007-2014)**

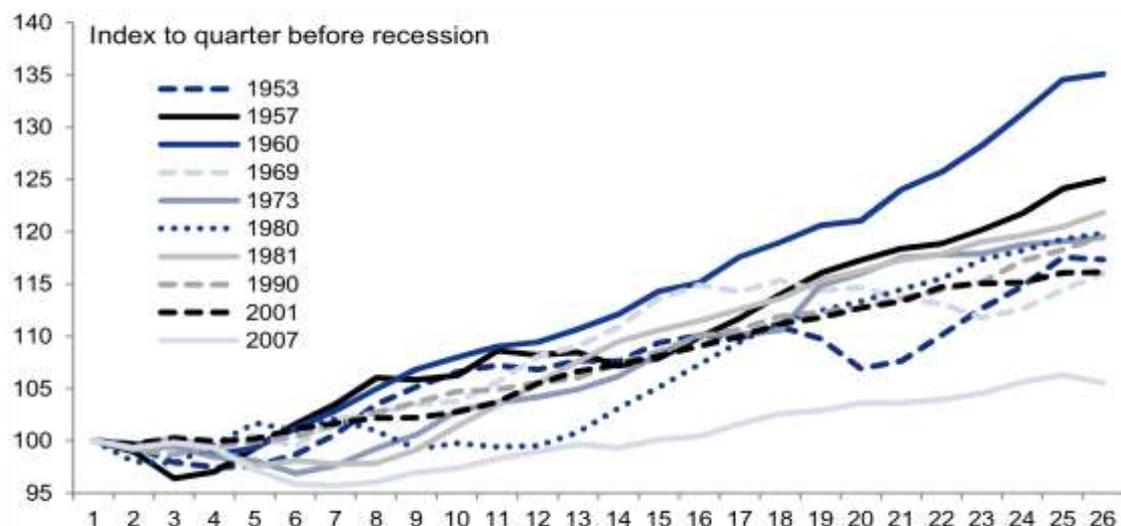
En porcentaje

	T1 2014 <sup>1</sup> frente al máximo precrisis (mínimo para la tasa de desempleo)				T1 2014 <sup>1</sup> frente a tendencia precrisis		Caída del máximo al mínimo <sup>2</sup>	
	PIB real	Empleo	Producto por trabajador	Tasa desempleo (p.p.)	PIB real	Producto por trabajador	PIB real	Empleo
Estados Unidos	5,9	-0,8	6,6	2,8	-12,6	-6,8	-4,4	-5,9
Japón	1,2	-3,7	2,6	0,4	-2,3	-3,0	-9,7	-4,6
Reino Unido	-0,6	2,5	-3,8	2,3	-18,6	-15,3	-7,5	-2,5
<b>Zona del euro</b>								
Alemania	3,8	4,0	-0,6	-2,2	-2,5	-5,1	-7,0	-0,5
Francia	1,1	-1,0	2,1	3,0	-12,1	-4,3	-4,1	-1,7
Italia	-9,4	-5,2	-5,7	6,8	-17,7	-4,6	-9,4	-5,2
Países Bajos	-4,5	-2,5	-2,4	5,0	-17,4	-8,4	-5,1	-2,5
España	-7,1	-17,8	10,6	17,9	-29,0	12,1	-7,7	-18,3
Austria	0,5	4,2	-4,2	1,7	-11,4	-12,0	-6,5	-1,1
Bélgica	1,2	1,8	-1,0	2,1	-10,7	-7,6	-4,4	-0,7
Grecia	-28,3	-20,4	-6,9	20,6	-50,5	-18,8	-28,3	-20,4
Irlanda	-10,1	-11,4	1,3	7,9	-47,6	-12,5	-12,2	-15,1
Portugal	-7,5	-11,6	4,3	11,5	-20,0	-1,7	-8,8	-13,4
Polonia	15,0	1,4	12,7	3,1	-3,9	-15,2	-1,3	-1,4

Fuente: BIS, 2014, Cuadro III.2

Gráfico 1

**Exhibit 1: US GDP growth continues to track below equivalent points in past recoveries**

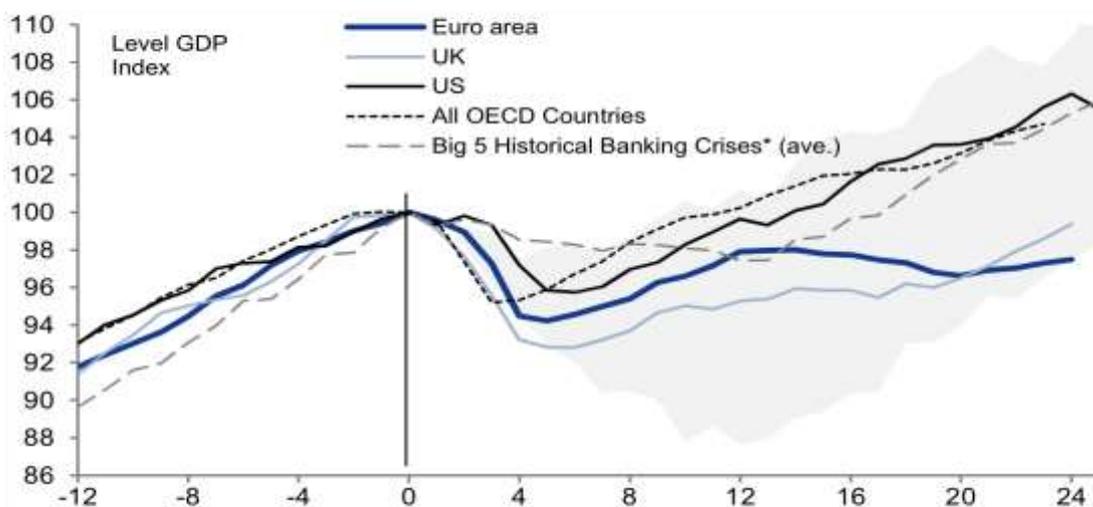


Source: Haver Analytics, Goldman Sachs Global Investment Research.

Gráfico 2

**Exhibit 2: Current Euro area recovery subdued relative to other regions and history**

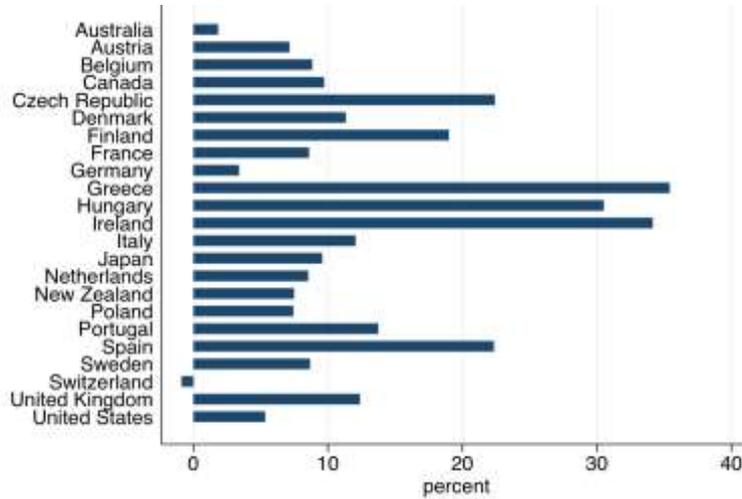
\*Spain (1977), Norway (1987), Finland (1991), Sweden (1991) and Japan (1992)



Source: Haver Analytics, Goldman Sachs Global Investment Research

Gráfico 3

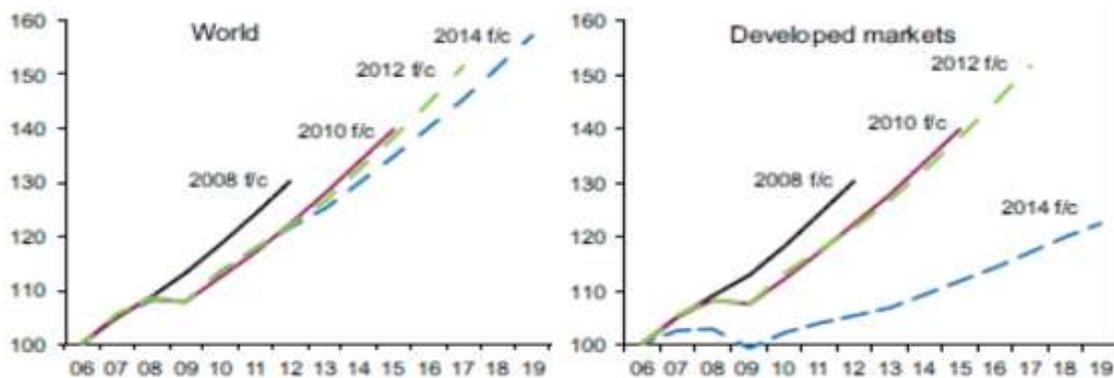
**Pérdidas de output potencial , 2015**



Fuente: Ball, 2014

Gráfico 4

**Actualizaciones de las previsiones de evolución del PIB realizadas por el FMI (2006 = 100)**



Fuente: Buttiglione et al. (2014), p. 22

Gráfico 5  
Incremento de la deuda a escala global

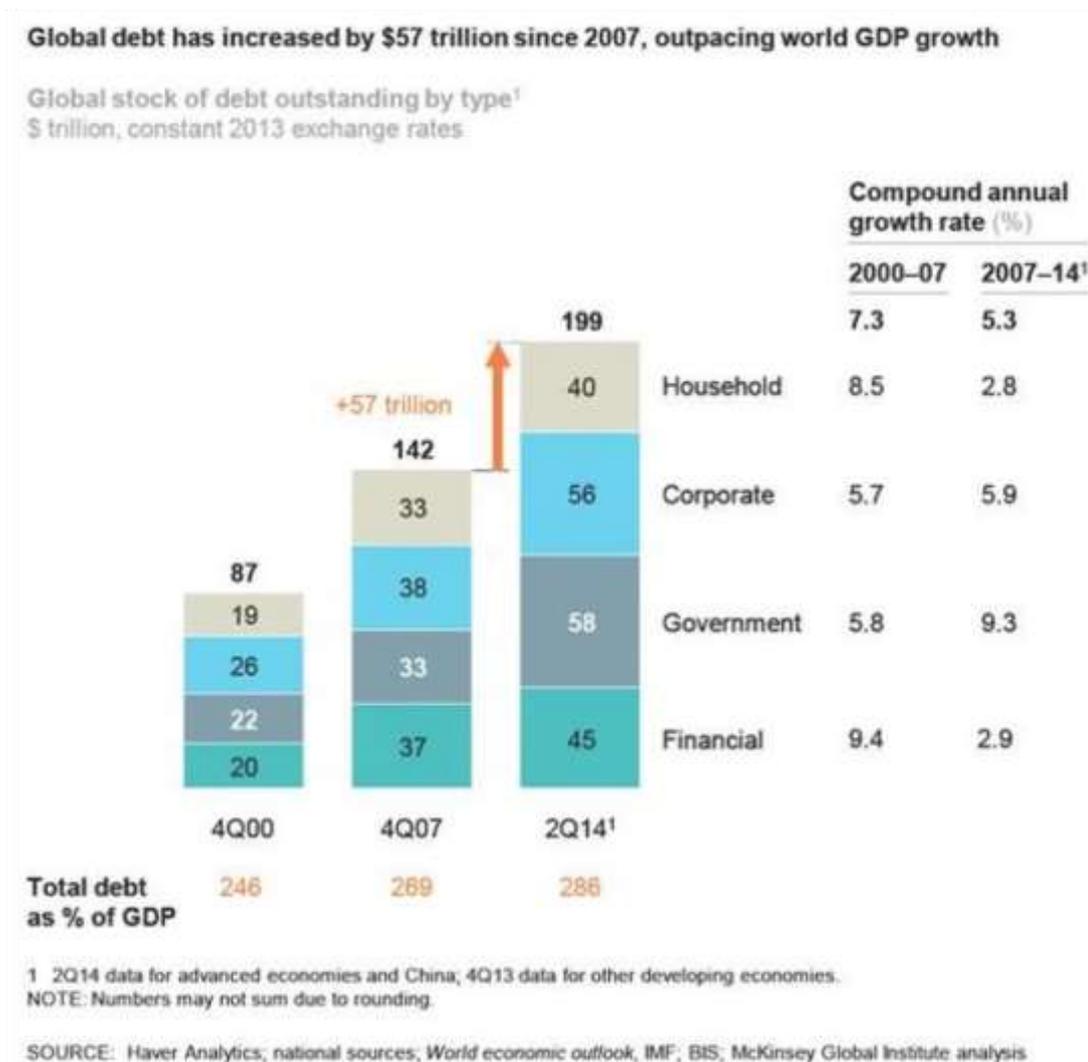
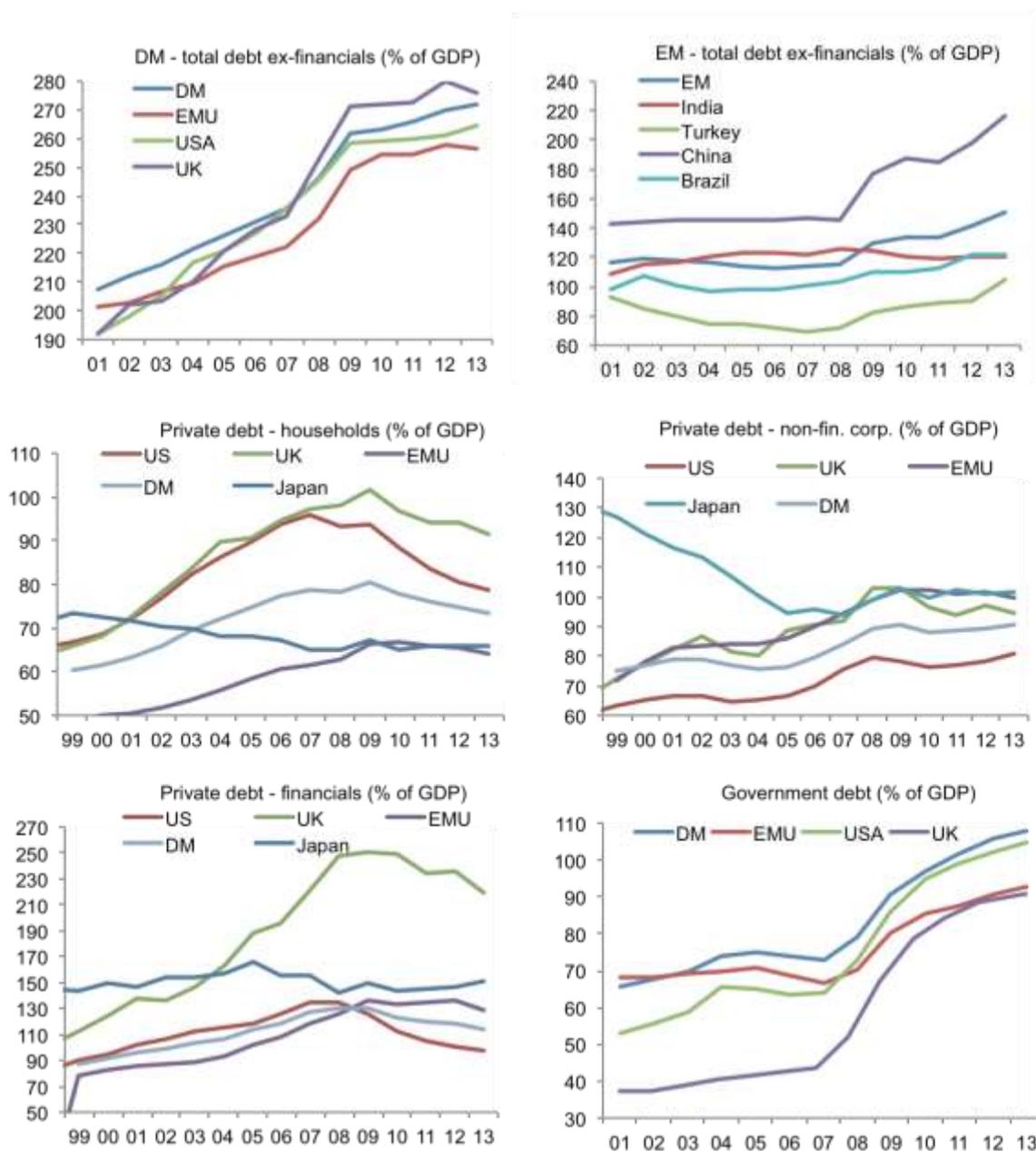


Gráfico 6

**Ratio de deuda no financiera a PIB**



Note: DM = developed markets; EM = emerging markets; EMU = Eurozone.

Source: Authors' calculation based on OECD, IMF and national accounts data. See Data Appendix at the end of the report.

Gráfico 7

Países europeos, ratio de deuda privada no financiera a PIB

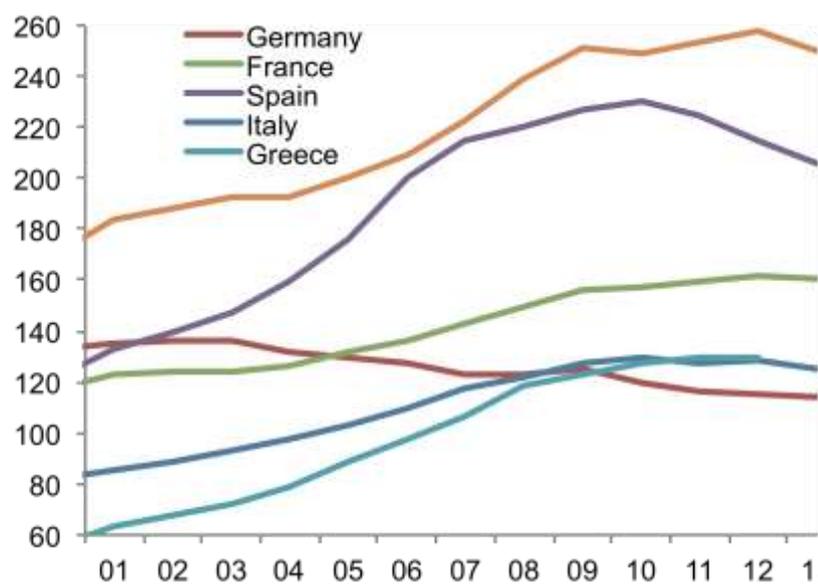
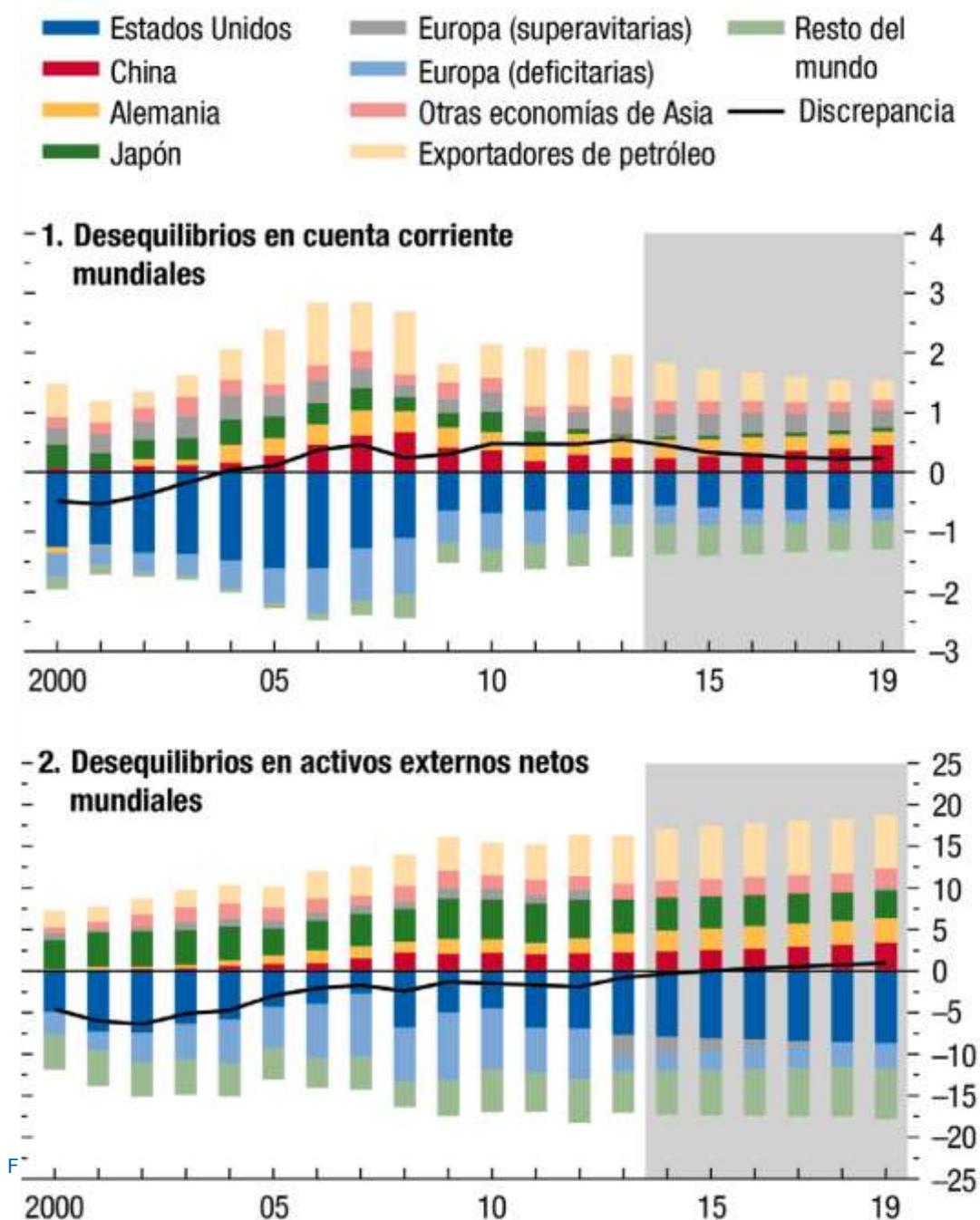


Gráfico 8

Evolución del global imbalance

¿Un momento decisivo para los desequilibrios mundiales?

(Porcentaje del PIB mundial)



Fuente: Cálculos del personal técnico del FMI.

## 5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ACEMOGLU, D. Y J. ROBINSON (2013): "ECONOMICS VERSUS POLITICS: PITFALLS OF POLICY ADVICE", JOURNAL OF ECONOMIC PERSPECTIVES, 27, 2: 173-192.

ALESINA, A. Y S. ARDAGNA (1998): "TALES OF FISCAL ADJUSTMENTS", ECONOMIC POLICY, OCTUBRE: 489-545.

ALESINA, A. Y S. ARDAGNA (2009): "LARGE CHANGES IN FISCAL POLICY: TAXES VERSUS SPENDING", NBER WORKING PAPER 15438.

ARIAS, X.C. Y A. COSTAS (2011): LA TORRE DE LA ARROGANCIA. POLÍTICAS Y MERCADOS DESPUÉS DE LA TORMENTA, ARIEL, BARCELONA (2ª EDIC., 2012).

ARIAS, X.C. Y A. COSTAS (2013): "THE GREAT RECESSION AND ECONOMIC POLICY: ROOTS AND CONSEQUENCES", EN J. BILBAO-UBILLOS (ED.): THE ECONOMIC CRISIS AND GOVERNANCE IN THE EUROPEAN UNION, ROUTLEDGE, LONDON.

ARIAS, X.C. Y A. COSTAS (2015): "THE ULTRA-RATIONAL ILLUSION OF FINANCE. ECONOMICS AND POLICYMAKING", EN P. IGLESIAS (ED.): BUILDING RESPONSIVE AND RESPONSABLE FINANCIAL REGULATORS IN THE AFTERMATH OF THE FINANCIAL CRISIS, INTERSENTIA, AMBERES.

ASLAM, A. ET AL. (2014): "GLOBAL IMBALANCES: WHITER NOW?", VOXEU, OCTOBER

AUERBACH, A.J. Y GORODNICHENKO, Y. (2012): "FISCAL MULTIPLIERS IN RECESSION AND EXPANSION", NBER CONFERENCE ON FISCAL POLICY AFTER THE FINANCIAL CRISIS, MILAN.

BALL, L. (2013): "THE CASE FOR 4 % INFLATION", CENTRAL BANK REVIEW (C.B. OF TURKEY), MAY.

BALL, L. (2014): "LONG-TERM DAMAGE FROM THE GREAT RECESSION IN OECD COUNTRIES", NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, WP 20185, WASHINGTON DC.

BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2014): 84TH ANNUAL REPORT, JUNIO.

BLANCHARD, O (2011): "2011 ON REVIEW: FOUR HARD TRUTHS", VOXEU, 23-12.

BLANCHARD, O. (2014): "WHERE DANGER LURKS", FINANCE & DEVELOPMENT, 51 (3), SEPTIEMBRE.

BLANCHARD, O. Y LEIGH, D. (2013): "GROWTH FORECAST ERRORS AND FISCAL MULTIPLIERS", IMF WORKING PAPER 13/1.

BLANCHARD, O., G. DELL'ARICCIA Y P. MAURO (2013): "RETHINKING MACRO POLICY II: GETTING GRANULAR", IMF STAFF DISCUSSION NOTE, 15-4.

BLINDER, A. (2013): AFTER THE MUSIC STOPPED. THE FINANCIAL CRISIS, THE RESPONSE, AND THE WORK AHEAD, PENGUIN, LONDON

BORIO, C. (2012): "THE FINANCIAL CYCLE AND MACROECONOMICS: WHAT HAVE WE LEARNT?", BIS WORKING PAPER 395, DICIEMBRE.

BUTTIGLIONE, L. ET AL. (2014): DELEVERAGING?. WHAT DELEVERAGING?, GENEVA REPORTS ON THE WORLD ECONOMY, CEPR, LONDRES.

CECCHETTI, S. Y E. KHARROUBI (2012): "REASSESSING THE IMPACT OF FINANCE ON GROWTH", BIS WORKING PAPERS 381, BASILEA.

CECCHETTI, S. Y E. KHARROUBI (2015): "WHY DOES FINANCIAL SECTOR GROWTH CROWD OUT REAL ECONOMIC GROWTH?", BIS WORKING PAPERS 490, BASILEA.

COMISIÓN EUROPEA (2010): EUROPA 2020, BRUSELAS, MARZO.

DE GRAUWE, P. Y JI, Y. (2013): "PANIC-DRIVEN AUSTERITY IN THE EUROZONE AND ITS IMPLICATIONS", VOXEU, 21-2.

DE LONG, J. B.: (2014): "THE GREATER DEPRESSION", PROJECT SINDICATE, 28-VIII.

DRAGHI, M. (2014): "UNEMPLOYMENT IN THE EURO AREA", JACKSON HOLE SYMPOSIUM, AGOSTO.

DREHMANN, M, C. BORIO Y K. TSATSARONIS (2012): "CHARACTERISING THE FINANCIAL CYCLE: DON'T LOSE SIGHT OF THE MEDIUM TERM", BIS WORKING PAPERS 380, BASILEA.

DRAGHI, M. (2014): "UNEMPLOYMENT IN THE EURO AREA", ECB, AGUST.

EICHENGREEN, B. (2014): "SECULAR STAGNATION: A REVIEW OF THE ISSUES", EN TAULINGS Y BALDWIN (EDS.), SECULAR STAGNATION: FACTS, CAUSES AND CURES: 41-46.

EICHENGREEN, B. (2015): HALL OF MIRRORS. THE GREAT DEPRESSION, THE GREAT RECESSION, AND THE USES -AND MISUSES- OF HISTORY, OXFORD UNIVERSITY PRESS.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2014): PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA MUNDIAL, WASHINGTON D.C.

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (OFICINA DE EVALUACIÓN INDEPENDIENTE) (2014): IMF RESPONSE TO THE FINANCIAL AND ECONOMIC CRISIS: AN IEO ASSESSMENT, WASHINGTON D.C., OCTUBRE

GALBRAITH, J. K. (2014): THE END OF NORMAL. THE GREAT CRISIS AND THE FUTURE OF GROWTH, SIMON AND SHUSTER, NEW YORK.

GEANAKOPOLOS, J. (2013): "LEVERAGE, DEFAULT, AND FORGIVENESS: LESSONS FROM THE AMERICAN AND EUROPEAN CRISES", BANK OF GREECE SPECIAL CONFERENCE PAPER, MAYO, ATENAS.

GECHERT, S., A. HUGHES HALLET Y A. RANNENBERG (2015): "FISCAL MULTIPLIERS IN DOWNTURNS AND THE EFFECT OF EUROZONE CONSOLIDATION", CEPR POLICY INSIGHT 79.

GORDON, R. J. (2014): "THE TURTLE'S PROGRESS: SECULAR STAGNATION MEETS THE HEADWINDS", EN TAULINGS Y BALDWIN (EDS.), SECULAR STAGNATION: FACTS, CAUSES AND CURES: 47-60.

KOO, R. (2009): THE HOLY GRAIL OF MACROECONOMICS: LESSONS FROM JAPAN'S GREAT RECESSION, WILEY, SOMERSET.

KOO, R. (2013): "BALANCE SHEET RECESSION AS THE 'OTHER HALF' OF MACROECONOMICS", EUROPEAN JOURNAL OF ECONOMICS AND ECONOMIC POLICIES: INTERVENTION, 10, 2: 136-157.

KOO, R. (2014): "BALANCE SHEET RECESSION IS THE REASON FOR SECULAR STAGNATION", EN TAULINGS Y BALDWIN (EDS.), SECULAR STAGNATION: FACTS, CAUSES AND CURES: 143-152.

KRUGMAN, P. (2014): "FOUR OBSERVATIONS ON SECULAR STAGNATION", EN TAULINGS Y BALDWIN (EDS.), SECULAR STAGNATION: FACTS, CAUSES AND CURES: 61-68.

LO, A. Y K. ROGOFF (2015): "SECULAR STAGNATION, DEBT OVERHANG AND OTHER RATIONALES FOR SLUGGISH GROWTH, SIX YEARS ON", BIS WORKING PAPER 482.

MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2012): DEBT AND DELEVERAGING: UNEVEN PROGRESS ON THE PATH TO GRWTH, WASHINGTON D.C.

MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2014): GLOBAL FLOWS IN A DIGITAL AGE, WASHINGTON D.C., APRIL.

MIAN, A. Y A. SUFI (2014): HOUSE OF DEBT: HOW THEY (AND YOU) CAUSED THE GREAT RECESSION, AND HOW WE CAN PREVENT IT FROM HAPPENING AGAIN, THE UNIVERSITY OF CHICAGO PRESS.

ONTIVEROS, E. (2015): "LA ESCALADA DE LA DEUDA: SOBRAN LAS PALABRAS", EMPRESA GLOBAL, 149.

REINHART, C. M. Y K.S. ROGOFF (2009): THIS TIME IS DIFFERENT. EIGHT CENTURIES OF FINANCIAL FOLLY, PRINCETON UNIVERSITY PRESS.

REINHART, C. M. Y K.S. ROGOFF (2014): "RECOVERY FROM FINANCIAL CRISES: EVIDENCE FROM 100 EPISODES", NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH WP 19823, WASHINGTON DC.

REY, H. (2013): "DILEMMA NOT TRILEMMA: THE GLOBAL FINANCIAL CYCLE AND MONETARY POLICY INDEPENDENCE", VOXEU, CEPR, AGOSTO

ROGOFF, K. (2015): "DEBT SUPERCYCLE, NOT SECULAR STAGNATION", VOXEU, CEPR, ABRIL.

SHIRAKAWA, M. (2012): "DELEVERAGING AND GROWTH: IS THE DEVELOPED WORLD FOLLOWING JAPAN'S LONG AND WINDING ROAD?", LONDON SCHOOL OF ECONOMICS, ENERO.

SUMMERS, L. (2014): "REFLECTIONS ON THE 'NEW SECULAR STAGNATION HYPOTHESIS'", EN TAULINGS Y BALDWIN (EDS.), SECULAR STAGNATION: FACTS, CAUSES AND CURES: 27-40.

TAULINGS, C. Y R. BALDWIN (EDS.): SECULAR STAGNATION: FACTS, CAUSES AND CURES, VOXEU BOOK, CEPR PRESS, LONDON.

TORRERO, A. (2014): "ESPAÑA, UNA RECESIÓN DE BALANCE", IAES - UNIVERSIDAD DE ALCALÁ, DT 10/2014.

VAGUE, R. (2014): THE NEXT ECONOMIC DISASTER: WHY IT'S COMING AND HOW TO AVOID IT, UNIVERSITY OF PENNSYLVANIA PRESS.

## DOCUMENTOS DE TRABAJO

La serie Documentos de Trabajo que edita el Instituto Universitario de Análisis Económico y Social (IAES), incluye avances y resultados de los trabajos de investigación realizados como parte de los programas y proyectos del Instituto y por colaboradores del mismo.

Los Documentos de Trabajo se encuentran disponibles en internet

<http://ideas.repec.org/s/uae/wpaper.html>

ISSN: 2172-7856

## ÚLTIMOS DOCUMENTOS PUBLICADOS

### **WP-12/14 DEUDAS SOBERANAS EN DEFAULT: ALTERNATIVAS ABIERTAS TRAS EL CASO ARGENTINO RECIENTE**

Flavio E. Buchieri

### **WP-01/15 IMPACTO DE LAS TIC EN LA FORMA DE HACER NEGOCIOS INTERNACIONALES. UNA REVISIÓN DEL PARADIGMA ECLÉCTICO**

David De Matías Batalla

### **WP-02/15 RASMUSSEN, CHENERY AND WATANABE, AND LABOUR-BASED MULTIPLIER ANALYSIS AND SENSITIVITY ANALYSIS OF INPUT COEFFICIENTS FOR SPAIN IN 2009.**

María Teresa Fernández Fernández and Juan Luis Santos

### **WP-03/15 ANÁLISIS TERRITORIAL DE LA REPERCUSIÓN DE LA CRISIS ECONÓMICA SOBRE EL TEJIDO EMPRESARIAL ESPAÑOL.**

Rubén Garrido Yserte, María Teresa Gallo Rivera y Daniel Martínez Gautier

### **WP-04/15 EL TURISMO, MOTOR DEL CRECIMIENTO Y DE LA RECUPERACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

Juan Ramón Cuadrado Roura y José María López Morales

### **WP-05/15 EL TRATAMIENTO FISCAL DEL AHORRO FAMILIAR EN ESPAÑA: LA REFORMA DEL IRPF DE 2014**

José M. Domínguez Martínez



Plaza de la Victoria, 2. 28802. Alcalá de Henares. Madrid - Telf. (34)918855225  
Fax (34)918855211 Email: [iaes@uah.es](mailto:iaes@uah.es) [www.iaes.es](http://www.iaes.es)

## INSTITUTO UNIVERSITARIO DE ANÁLISIS ECONÓMICO Y SOCIAL

### DIRECTOR

**Dr. D. Tomás Mancha Navarro**

Catedrático de Economía Aplicada, Universidad de Alcalá

### DIRECTOR FUNDADOR

**Dr. D. Juan R. Cuadrado Roura**

Catedrático de Economía Aplicada, Universidad de Alcalá

### SUBDIRECTORA

**Dra. Dña. Elena Mañas Alcón**

Profesora Titular de Universidad, Universidad de Alcalá

### AREAS DE INVESTIGACIÓN

#### ANÁLISIS TERRITORIAL Y URBANO

**Dr. D. Rubén Garrido Yserte**

Profesor Titular de Universidad  
Universidad de Alcalá

#### ECONOMÍA LABORAL

**Dr. D. Carlos Iglesias Fernández**

Profesor Titular de Universidad  
Universidad de Alcalá

#### ACTIVIDAD EMPRENDEDORA Y PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA

**Dr. D. Antonio García Tabuenca**

Profesor Titular de Universidad  
Universidad de Alcalá

#### SERVICIOS E INNOVACIÓN

**Dr. D. Juan R. Cuadrado Roura**

Catedrático de Economía Aplicada  
Universidad de Alcalá

#### RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA

**Dra. Dña. Elena Mañas Alcón**

Profesora Titular de Universidad  
Universidad de Alcalá