

LA CRISIS DEL EURO Y SU FUTURO

Antoni Soy¹

Profesor de Economía Aplicada, Universitat de Barcelona

Fecha de recepción: noviembre 2013

Fecha aceptación de la versión final: febrero 2014

RESUMEN

En este artículo se analiza la reciente crisis del euro, sus causas y sus consecuencias, así como hacia donde nos conducen previsiblemente las posibles alternativas que se dibujan como salida de la misma: desde una mayor integración real de la unión económica y monetaria a su posible ruptura en un grado mayor o menor.

Palabras clave: *euro, crisis, ocaso, ruptura, alternativas.*

ABSTRACT

This article analyzes the recent euro crisis, its causes and consequences, and also which type of available alternatives may be find out as an exit of that crisis: from a more effective integration of economic and monetary union to a possible breakup of it in a greater or lesser degree.

Key words: *euro, crisis, twilight, breakup, alternatives.*

¹ asoy@ub.edu

"The euro: a currency without a country. The second major structural weakness of EMU is that it created a currency without a country, i. e., without a government with the full powers of a government to back up the value of the currency"

Paul De Grauwe, European Monetary Union, 2011d

INTRODUCCIÓN

Como en los años treinta del siglo pasado, nos encontramos en una gran crisis financiera de alcance mundial. Su comienzo, a mediados de la década pasada, fue la crisis de las hipotecas *subprime* en EEUU, pero rápidamente se extendió a Europa y al conjunto de la economía mundial. La crisis ha tenido una especial importancia en la zona euro porque, a la crisis económica general, se ha añadido la crisis particular del euro y de la Unión Económica y Monetaria europea (UEM), especialmente en los países periféricos de la zona.

En este artículo se considera, en primer lugar, cuáles son las posibilidades de que el euro pueda llegar a funcionar como moneda única, en segundo lugar, se estudia por qué el euro puede convertirse en un problema -una verdadera trampa- para los países de la zona euro, particularmente los periféricos, en tercer lugar, se analizan las causas de fondo de la crisis del euro más allá de sus manifestaciones más evidentes y se insiste en el hecho que el déficit y la deuda públicos no son la causa sino la consecuencia de la crisis, en cuarto lugar, se hace un repaso a algunas de las condiciones necesarias para que el euro pueda funcionar adecuadamente, en quinto lugar, se abordan las enormes dificultades para que unos Estados Unidos de Europa se puedan llegar a crear y puedan funcionar, y por último, se estudia hasta qué punto, tal como argumentan algunos autores, vamos hacia un colapso o una quiebra del euro como moneda única europea .

¿PUEDE FUNCIONAR EL EURO?

Políticamente, la existencia del euro, su estructura y sus características se basan en un enfoque pragmático, basado en la "*realpolitik*", y algo cínico, aceptado por todos los que quieren ocupar la centralidad política. Para la gran mayoría de los actores del espectro político, el euro se ha convertido en un dogma de fe, y es muy poco probable que se llegue a poner en tela de juicio, más bien lo contrario (Bagnai 2012). La "religión" de la moneda única ha impedido cualquier debate sobre posibles políticas alternativas (Nordvig 2013).

Al mismo tiempo, desde un punto de vista económico, parecía claro desde el principio que sus beneficios eran limitados en comparación con sus costos que podrían ser enormes. Algunos economistas estadounidenses reconocidos (Dornbusch 1996, Krugman 1998; Feldstein 1997), hicieron hincapié en las dificultades de una unión monetaria que no cumplía con los requisitos de ser óptima (Mundell 1961) y debido a que se hacía principalmente por motivos políticos sin tener en cuenta las grandes diferencias en las estructuras económicas de los países (Jorung y Drea 2009). Desde el Reino Unido, economistas importantes (Kaldor 1971 o Godley 1992) señalaron las dificultades operativas que podría encontrar una unión monetaria si no se realizaba previamente la unión política de los países que participasen en la misma. Los países que tenían una posición más crítica hacia la unión monetaria y el euro hoy todavía no forman parte de la zona euro a pesar de que están dentro de la Unión Europea: Dinamarca, Reino Unido y Suecia. En aquel momento, en España, las posiciones críticas respecto al euro fueron muy minoritarias (Torrero 1996, Montes 2001; Soy 2001).

Aunque en la mayoría de países ha habido un aumento de los que ponen en cuestión el euro así como el tipo de Unión Europea que se está construyendo –aunque no necesariamente la idea misma de Unión Europea- se sigue considerando que si se critica el euro o "esa" Unión Europea, se es antieuropeo. Es decir, "si piensas que las políticas europeas y las reglas en las que estas se enmarcan no son óptimas es que

estás en contra de Europa! [...] (Traducción nuestra Fitoussi, 2013, pp.120). Fitoussi critica, en concreto (pp. 120), "La ausencia de debates, la ilegitimidad de la crítica si viene "de arriba", su legitimidad pero al mismo tiempo su irracionalidad cuando viene "de abajo"- "perdónalos, porque no saben lo que se hacen"- y, sobre todo, el déficit democrático que se deriva" (véase también Rodrik, 2011).

De hecho, el éxito de una moneda debería evaluarse, en última instancia, en base a su capacidad para conseguir los objetivos fundamentales de los ciudadanos del país. Y en muchos países estos objetivos no se limitan a la prosperidad económica sino que incluyen también otros valores básicos como la democracia, la igualdad de oportunidades o la estabilidad política. El éxito del euro se debería basar, pues, en su capacidad para conseguir prosperidad para todos los ciudadanos europeos así como reforzar los valores europeos máspreciados (Nordvig 2013).

EL EURO: PROBLEMAS Y TRAMPAS

El pecado original del euro es la separación entre la política fiscal y la moneda soberana. Ningún Estado tiene el euro como moneda propia y soberana. Los Estados europeos se convierten en parte, en el equivalente de un estado federado de EE.UU: son los usuarios de la moneda (el euro), pero no son los emisores de la misma. Además, no se puede utilizar la política fiscal del Tesoro, que en Europa no existe en un sentido estricto. Los países que han mantenido su propia moneda soberana y el Tesoro no tienen estos problemas.

Esta situación tiene varias consecuencias, especialmente en los países periféricos de la zona euro. La primera es que si hay una recesión probablemente se producirá un círculo vicioso infernal: habrá un déficit público y una deuda pública de estos países cada vez mayor, por lo que deberán buscar financiación a través del Banco Central Europeo y los mercados financieros, lo que aumentará los tipos de interés y las primas de riesgo, y esto significará, a su vez, más déficit público y más deuda pública. La segunda es que, en ausencia de un Tesoro europeo (y una moneda propia y soberana) los Estados deberán ser responsables de los problemas de sus sistemas financieros y esto les puede crear dificultades de solvencia. Y la tercera es que, teniendo en cuenta la pasividad del Banco Central Europeo, hay un movimiento masivo de capitales de los países periféricos de la zona euro a los países centrales de la misma (Alemania en particular).

Por tanto, el euro ha sido una trampa mortal para las economías de la zona del euro y en especial para los países periféricos, ya que forman parte de esta zona y no tienen la facultad de emitir su moneda propia y soberana, y por lo tanto, se enfrentan al peligro de sufrir una crisis de solvencia y de tener una quiebra. Los Estados europeos, que antes tenían el poder soberano de emitir su propia moneda, desde que trabajan con el euro son sólo los usuarios de la moneda (Godley 1992; Kelton y Wray 2009; De Grauwe 2011a y 2011b; Wray 2009; Papadimitriou y Wray 2011; Lavoie 2011; Papadimitriou y Wray 2012). El euro, que tenía que llevarnos a la unión política europea, nos ha llevado, de hecho, a la dependencia de los estados de la zona euro respecto del Banco Central Europeo y de los mercados financieros privados para financiar los déficits y la deuda públicos de estos países, especialmente de los periféricos.

Resumiendo, los estados miembros de la Unión Monetaria Europea dejan de tener una moneda propia soberana y pasan a parecerse mucho a los estados de EE.UU., pero con algunas diferencias importantes. La primera es que, si bien los estados americanos pueden contar y, cuando es necesario, cuentan con las transferencias fiscales del estado federal (el Tesoro) -con un presupuesto que se acerca al 25% del PIB de EEUU-, los estados miembros de la Unión Económica y Monetaria sólo tienen un presupuesto común que no llega al 1 % del PIB europeo, y no tienen ninguna institución equivalente al Tesoro estadounidense. Por tanto, los Estados miembros deben hacerse cargo de los gastos derivados de la sociedad del bienestar y también de los que son necesarios para hacer frente a los retos de las crisis financieras y económicas. La segunda diferencia es que, en el contexto de unos estados sin moneda soberana, que gastan y se endeudan en una moneda que no es propia (el euro), los criterios de Maastricht son inadecuados, ya que permiten, entre otras cosas, unos déficits presupuestarios y un ratio de la deuda respecto del PIB

demasiado elevados. Prácticamente todos los estados americanos se han obligado voluntariamente en sus constituciones (y por la presión de los operadores en los mercados financieros) a tener unos presupuestos equilibrados, en caso contrario, los tipos de interés de sus bonos suben. Por lo tanto, una mezcla de austeridad, peligro de insolvencia debido a la deuda y transferencias fiscales desde el estado federal (Tesoro) permiten que los estados americanos tengan unos déficits fiscales y unas deudas públicas muy bajos. En los estados europeos esto no ocurre, y los ratios de la deuda pública y los déficits presupuestarios respecto del PIB son mucho más elevados con el peligro consecuente de crisis de la deuda y de quiebra.

LAS CAUSAS DE LA CRISIS DEL EURO

Los países periféricos de la zona euro han sufrido una creciente fragilidad, debido al aumento de la deuda de su sector privado con el exterior. La crisis se relaciona principalmente con los déficits externos, y también con el déficit público y la deuda pública que, en realidad, son una consecuencia y no una causa de la crisis. Por otra parte, las políticas de austeridad que estos países se ven obligados a aplicar no solucionan los problemas de las finanzas públicas. Con datos del *World Economic Outlook Database*, el ratio deuda pública/PIB continua creciendo -40% del PIB en 2007 y más del 90% actualmente- y el déficit público prácticamente no baja -superior al 10% en 2009 y desde entonces se resiste a disminuir- a pesar de las importantes políticas de austeridad implementadas.

Una moneda demasiado fuerte, como lo fue el euro para los países periféricos a partir de 1999, dio lugar a los déficits de la balanza por cuenta corriente y a los correspondientes préstamos del exterior para financiarlos. Estos déficits estructurales de los países periféricos han sido financiados por los países centrales que tenían excedentes, especialmente Alemania, que gracias al tipo de cambio fijo que significa la existencia del euro podía tener un mercado, el de los países europeos, para vender allí la mayor parte de sus productos (Chen et al. 2012).

La reforma del mercado de trabajo en Alemania (reformas Hartz), con la correspondiente disminución de los salarios reales y los costes laborales unitarios, permitió un menor aumento de los precios relativos y un tipo de cambio real favorable con respecto a los países periféricos. Mientras tanto, estos países estaban aumentando su déficit externo y la deuda externa, que fueron financiados por préstamos fáciles y a buen precio que venían de los países centrales, y en especial Alemania. Sin embargo, estos incrementos hicieron aumentar posteriormente, también, los tipos de interés y las primas de riesgo de la deuda de los países periféricos. En un sistema de tipos de cambio fijos, como el euro, los ajustes se acaban produciendo en el mercado de trabajo, aumentando el desempleo y la emigración: la "devaluación interna".

Los peligros de esta política se han establecido desde hace muchos años por algunos discípulos de Keynes (Meade 1957; Kaldor 1971), que, por el contrario, abogaron por una política de cooperación entre países, con una senda común de crecimiento de la balanza del comercio exterior y, por lo tanto, de la balanza de pagos en el medio plazo.

Debido a la creciente desregulación y liberalización financiera y al tipo de cambio fijo que significa el euro, los países de la zona euro ya no son capaces de controlar la moneda en la que piden prestado, especialmente por parte del sector privado. En los países periféricos, la deuda externa privada se incrementa con la llegada de flujos de capital extranjero que aumentan la liquidez interna y el crédito al sector privado. Esto reduce los tipos de interés, hace aumentar el PIB y el empleo y mejora el saldo fiscal y, al mismo tiempo, también eleva los precios relativos y la tasa de cambio real y, por tanto, empeora la competitividad de las exportaciones. Por lo tanto, los países de la periferia tienen un déficit creciente por cuenta corriente, ven aumentar los flujos de capital procedentes del exterior y la deuda externa, mientras que los países centrales, especialmente Alemania, tienen salidas crecientes de capitales excedentes y una posición acreedora con respecto al exterior. El aumento de los precios relativos y la disminución de las tasas de cambio reales provocan las burbujas financiera y inmobiliaria en los países periféricos. Cuando

esta situación se hizo insostenible, hay una ruptura (o inversión) de los flujos de capital hacia los países periféricos, las burbujas estallan y, en consecuencia, la deuda privada se convierte en deuda pública, debido a la fuerte disminución de los ingresos públicos y a la gran cantidad de recursos dedicados a rescatar instituciones financieras. Se llama el "ciclo-Frenkel Rapetti" (Bagnai 2012; Kregel 2011; Frenkel y Rapetti 2009).

Además, se insiste en que, en la zona euro, la crisis es de excedentes en el sector exterior en los países centrales o acreedores y de déficits en los países de la periferia o deudores (Blankenburg, et al. 2013; Barba y De Vivo 2013; Bricall 2013). La distinción entre países deudores y países acreedores resulta de los intercambios exteriores y no de los endeudamientos públicos de los diferentes países: los déficits exteriores corresponden a un ahorro inferior a la inversión y a una necesidad de financiación del exterior; los superávits exteriores corresponden a un ahorro superior a la inversión y a una capacidad (y posibilidad) de financiación en el exterior. Los desequilibrios externos persistentes en una unión monetaria que funciona -como la de EEUU, por ejemplo- se solucionan con la moneda común o con la deuda pública, en cambio, en la zona euro los países acreedores piden garantías adicionales, sea en forma de activos físicos - inmobiliarios, oro ... - o bien de primas de riesgo más elevadas. Es decir, en la zona euro la importancia de las restricciones existentes en el sector exterior dificulta la viabilidad de una unión monetaria real (Barba y De Vivo 2013). La necesidad de un ajuste simétrico de los países deudores y los acreedores es útil en cualquier sistema monetario internacional, pero en el caso de una moneda única es imprescindible (Fitoussi 2013). En las uniones monetarias que funcionan realmente, los países excedentarios aceptan los desequilibrios reales del sector exterior, los cuales se hacen sostenibles con transferencias financieras o con la deuda pública. Si no, la unión monetaria no es posible (Barba y De Vivo 2013). Sin embargo, la Unión Europea parece que hoy va en dirección contraria, lo cual es una amenaza para la construcción europea ya que puede favorecer, justamente, la desintegración.

Por otra parte, algunas causas subyacentes de la crisis se originaron en los años ochenta del siglo pasado, cuando, a partir de las políticas que iniciaron la Primera Ministra Thatcher en el Reino Unido y el Presidente Reagan en los EE.UU., que más tarde tuvieron muchos e importantes imitadores, comenzaron las crecientes desigualdades en la distribución de la renta y la riqueza en los países desarrollados, que han ido creciendo hasta nuestros días. Esto provoca el progresivo empobrecimiento de la inmensa mayoría de la población, especialmente las personas con ingresos bajos y medios, y pone en tela de juicio la existencia misma de las clases medias (Sylos Labini 2003; Fitoussi y Saraceno 2010; Corsi y Guarini 2010; Krueger 2012; Stockhammer 2012).

Una primera consecuencia es la creciente incapacidad de las economías desarrolladas de generar suficiente demanda de los consumidores para satisfacer las necesidades de la economía. Al mismo tiempo, tanto la clase media como la clase media-baja han de endeudarse más y más (aprovechando la desregulación del sistema financiero y la política de bajos tipos de interés) para tratar de mantener sus niveles de renta, riqueza y consumo (Rajan 2010; Trekk 2012). Este endeudamiento explosivo alienta tanto la burbuja financiera como la inmobiliaria hasta que la deuda privada se vuelve demasiado grande, se frena el crédito, las burbujas estallan y la crisis llega a las instituciones financieras, que también están implicadas y muy endeudadas. Por último, se produce un impacto en la economía real que entra en un proceso de recesión, disminución de la actividad económica y aumento del desempleo. Estamos en una situación en la que la explosión de las burbujas inmobiliaria y financiera ha significado que el sector privado (hogares, empresas e instituciones financieras) ha iniciado un proceso de desapalancamiento, necesariamente lento y costoso, lo que provoca, a su vez una caída de la demanda agregada y una espiral deflacionista.

En definitiva, la crisis del euro se puede ver como el episodio más reciente de la crisis del "capitalismo de los gestores del dinero", según Minsky (Wray 2009), o del "capitalismo dominado por las finanzas" (Hein 2012). Este se caracteriza en primer lugar por el peso creciente y excesivo de la economía financiera

respecto a las actividades productivas; pero se distingue también tanto por una creciente desigualdad de la distribución de la renta como por los aumentos de los desequilibrios en las balanzas por cuenta corriente.

En 1963 James Tobin (Tobin 1963) ya nos dijo que el déficit público es el resultado, no la causa de la crisis económica. Más tarde, Wynne Godley y sus seguidores (Godley y Izurieta 2004) nos dijeron que el déficit público sólo puede ser controlado si es posible controlar el ahorro neto del sector privado y el equilibrio del sector exterior. Pero los dos últimos no se pueden controlar directamente por el sector público, y menos aún en una situación de unión monetaria. En consecuencia, el déficit público no puede ser controlado directamente por el sector público y, por tanto, normas como la del Tratado de Maastricht, que pone el límite máximo de déficit público en un máximo del 3% del PIB son, por supuesto, imposibles de cumplir o requerirían una política deflacionista para toda la economía mundial.

El mismo Wynne Godley y Marc Lavoie (Godley y Lavoie 2007) han demostrado que las características endógenas de la zona euro daría lugar a déficits crecientes, tanto en el sector exterior como en el sector público, en los países periféricos, y al mismo tiempo a unos excedentes simétricos en los países centrales, particularmente Alemania. Esta situación sólo sería sostenible si el Banco Central Europeo estaba dispuesto a acumular títulos de deuda de los países periféricos a un tipo de interés bajo y si los mercados financieros aceptaran el aumento de los ratios del déficit público y de la deuda pública respecto al PIB de estos países. Pero esas dos cosas son imposibles indefinidamente. Por lo tanto, los países periféricos se ven obligados a hacer recortes presupuestarios y políticas deflacionistas ("devaluación interna"), lo que resulta en una disminución del PIB y un aumento del desempleo.

No parece que se considere la alternativa de una coordinación a nivel internacional de las políticas económicas para conseguir: 1) lograr, al mismo tiempo, unas tasas de interés más bajas y unas tasas de crecimiento más altas, y 2) lograr simultáneamente los objetivos de unas políticas fiscales expansivas, es decir el crecimiento del PIB y la reducción del desempleo (Pasinetti 2000).

¿CUÁLES SON LAS CONDICIONES PARA EL FUNCIONAMIENTO DEL EURO?

Durante años, en la Unión Europea y en la zona euro, en particular, había una simetría entre el exceso de ahorro (superávit comercial) en Alemania y otros países del centro y la falta de ahorro (déficit comercial) de los países periféricos. El exceso de ahorro de los países centrales financiaba la falta de ahorro en los países periféricos. Esta situación se mantuvo, mientras los países periféricos tuvieron un importante crecimiento, impulsado por las burbujas financieras e inmobiliarias, pero cuando en estos países se inició la crisis dejaron de ser atractivos para los países centrales de la zona euro,.

Antes y durante la crisis, Alemania puso algunas condiciones para la continuación de la financiación de los países periféricos. Por un lado, quería tener el derecho de veto para las transferencias fiscales dentro de la zona del euro. Además, quería que los países europeos estableciesen la regla de equilibrio presupuestario en sus constituciones. Por último, a través de la Comisión Europea y del Fondo Monetario Internacional ha impuesto unas políticas de austeridad, muy duras y rígidas, en los países periféricos. Esto es lo que se ha denominado el Pacto Fiscal o el "Fiscal Compact".

En esta situación, es posible considerar diferentes escenarios en la UE y en particular en la zona del euro. El primero es que algunos de los países periféricos pueden llegar a ser incapaces de pagar su deuda pública. El segundo es que algunos de los países periféricos podrían decidir salir de la zona euro, lo que sería una crisis, quizás irreversible, en el proceso de integración europea. El tercer escenario es un cambio en las características de fondo, la estructura y el funcionamiento de la zona euro. Esto requiere que haya una verdadera unión política y un gobierno europeo (Godley 1992; Kelton y Wray 2009; Auerback 2011; De Grauwe 2011a; De Grauwe 2011b; Papadimitriou y Wray 2011a). Una cuarta alternativa son algunas posibles acciones parciales para la transferencia de parte de las deudas estatales en eurobonos emitidos por el Banco Central Europeo, junto con: 1) un programa de recuperación económica con fondos del Banco

Europeo de Inversiones (BEI) y 2) la recapitalización y la financiación de los activos tóxicos de los bancos para garantizar la liquidez por parte del Banco Central Europeo, que debe tomar en serio el papel de prestamista de última instancia (De Grauwe 2011b, 2011c, 2013a).

Las políticas de austeridad llevan a la recesión económica. La incapacidad de los países del euro de devaluar su moneda propia, dado que ya no la tienen, no parece que pueda ser sustituida de manera fácil ni eficaz por la llamada "devaluación interna", basada en el recorte de los costes salariales y la austeridad presupuestaria (Hannsgen y Papadimitriou 2012). Es más, hay quien sostiene que las políticas de la zona euro para responder a la crisis no sólo tienen un impacto deflacionista, sino que están agravando uno de los pecados originales del euro: su asimetría.

Más en concreto, el euro ha dado lugar a una destrucción de tejido industrial privado en países como Francia, Italia y España, entre otros, al contrario que en Alemania, como consecuencia de haber querido mantener un tipo de cambio fijo -el euro- entre países con diferencias notables en el crecimiento de la productividad y en los sistemas sociales y políticos respectivos (Gave 2013). Las causas de ello son: 1) la heterogeneidad de las estructuras productivas, con un posicionamiento de estos países en una situación poco adelantada respecto de Alemania y los países centrales, desde el punto de vista de la innovación; 2) el hecho que, debido a este mal posicionamiento, se produzca una fuerte competencia de los países emergentes con costes bajos; y 3) el hecho de que estos países ya no puedan utilizar el instrumento del tipo de cambio y el euro se aprecie en términos reales respecto del dólar desde 2002 (Artus 2011; Dor 2013). A partir de la crisis, la situación empeora más sobre todo por la emigración de la fuerza de trabajo y en especial, de jóvenes graduados de estos países (Artus 2013). Por otra parte, en este período se ha producido una creciente integración de la capacidad productiva de los países de la Europa del Este, la mayoría ya integrados en la Unión Europea, al sistema productivo alemán, mientras que, al mismo tiempo, se iba produciendo una pérdida acumulativa de competitividad industrial en los países de la periferia de la zona euro (Blankenburg et al. 2013).

Además, en los países periféricos se ha producido (y se está produciendo) una masiva política redistributiva, en nombre de Europa y de la competitividad, en contra de los asalariados y contribuyentes y a favor de los que reciben beneficios y los acreedores. Mientras tanto, los países del norte han financiado la demanda de su propia sobreproducción industrial a partir de la inversión de sus capitales en los países periféricos. Y con ello han conseguido unos beneficios industriales así como también beneficios financieros.

La imposición de reglas fiscales rígidas y pro-cíclicas -Tratado de Maastricht (1992), Pacto de estabilidad y crecimiento (1997), Fiscal Compact (2012), con una clara cesión de soberanía- y, por tanto, de disminución del gasto público hace que, en un momento de crisis, la única demanda / gasto autónomo sean las exportaciones. Como con el euro no es posible la devaluación de la moneda, sólo nos queda la devaluación interna para intentar aumentar las exportaciones, y esto implica recortes salariales. Es lo que hizo la "reforma Hartz" en Alemania, con la que, aumentando la flexibilización, la precarización, los contratos atípicos y los "minijobs" (sumando la mano de obra mal pagada del Este), hace un verdadero dumping social a sus competidores.

De hecho, para cooperar con el resto de Europa, Alemania debería comportarse de manera contraria a como lo hace ahora. Debería reorientar su modelo de crecimiento basándolo en la demanda interna (consumo e inversión) y dando oxígeno, por medio de importaciones, a las economías de los países periféricos. Esto requeriría aumentar los salarios reales y poner fin a su política mercantilista. Algo que, por ahora, parece prácticamente imposible. Pero Alemania se encuentra hoy ante la imposibilidad de conseguir simultáneamente los tres objetivos a los que aspira: excedentes continuados de la balanza por cuenta corriente, una unión monetaria que no necesite transferencias ni rescates (principalmente por parte de Alemania), y un banco central totalmente independiente que no tenga que actuar facilitando liquidez o emitiendo eurobonos (Bibow 2012).

Todos los países que han sufrido la crisis han recibido importantes entradas de capital exterior para financiar sus déficits persistentes de la balanza por cuenta corriente, con la correspondiente acumulación de deuda externa. Por tanto, la política económica debería buscar el equilibrio de las cuentas exteriores (*External compact*) en lugar del equilibrio de las cuentas públicas (*Fiscal compact*). En definitiva, habría que atacar las causas, no las consecuencias. Esto implicaría, desde el punto de vista de la demanda, sustituir el modelo de desarrollo mercantilista basado en la demanda externa por un modelo de desarrollo basado en la demanda interna. Y, por tanto, supondría que los estados pudieran: tener la plena disponibilidad de la política fiscal; reapropiarse de la política monetaria, financiando los déficits con su propia moneda soberana; reapropiarse del instrumento de la política del tipo de cambio; establecer más controles de los movimientos de capital, y aumentar los salarios reales para disminuir las desigualdades en la distribución de la renta y, al mismo tiempo, hacer crecer la demanda de consumo (Tilford 2012).

¿LOS ESTADOS UNIDOS DE EUROPA SON UNA QUIMERA?

¿Por qué los EE.UU. funcionan bien con una sola moneda, el dólar, mientras que en Europa el euro tiene tantos problemas para funcionar correctamente? Se han enumerado tres elementos básicos: la existencia de un mercado de trabajo único que proporciona una gran movilidad a los trabajadores estadounidenses; la existencia de un Tesoro Federal y una política fiscal federal con un presupuesto que representa cerca del 25% del PIB (en la UE representa solamente el 1%); y el hecho de que los estados de EE.UU. se han impuesto voluntariamente, desde hace mucho tiempo, la regla del presupuesto equilibrado.

Un tema importante es las grandes diferencias existentes entre los países de Europa del Norte y del Sur de Europa. Los países del Norte son en general bastante competitivos, tienen unas empresas innovadoras, una mano de obra cualificada, son transparentes y tienen poca corrupción, y valoran el esfuerzo, el trabajo, los logros, las habilidades, etc., de las personas. Por el contrario, los países del Sur tienden a ser menos competitivos, menos innovadores, tienen una mano de obra menos cualificada, tienen más corrupción y menos transparencia y el amiguismo y el nepotismo son demasiado importantes, y todo ello con un alto grado de participación e implicación social. Hay grandes diferencias históricas y culturales, que con el paso del tiempo no han disminuido en absoluto. Todo esto hace muy difícil la existencia de una Europa unida.

La Unión Europea hizo varios informes en los años setenta del siglo pasado -Werner en 1970, Mac Dougall en 1977, Jenkins en 1977, Marjolin en 1979- en los que la moneda única se veía ligada a la necesidad de hacer importantes transferencias fiscales entre países, a una centralización monetaria y fiscal considerable y una balanza de pagos común, de tal manera que sólo cuando se hubieran producido estas condiciones se podría plantear la retirada de los controles de capitales, es decir, la desregulación de la circulación de capitales. Pero, el informe Delors de 1989 y el Tratado de Maastricht de 1992 rompieron con esta tradición proponiendo la desregulación de los movimientos de capital, la creación del Banco Central Europeo y la restricción de las políticas nacionales, en lugar de avanzar en la definición y formación de una política económica conjunta de los diferentes países (Pivetti 2013).

Así pues, quien definió e implantó la Unión Económica y Monetaria, el euro y el Banco Central Europeo fueron los estados y, en parte, la Comisión Europea con una participación simbólica del Parlamento Europeo (y, por tanto, de la ciudadanía europea). Con esta decisión se ponía a los países de la Unión Europea en manos del Banco Central Europeo y del sistema financiero privado. El euro nos tenía que llevar a la unión política europea, y lo que ha sucedido, en cambio, es que nos ha llevado a la dependencia de los estados respecto del Banco Central Europeo y los mercados financieros privados. En lugar de haber alcanzado más democracia, ahora tenemos más dependencia respecto del Banco Central Europeo y de los mercados financieros privados, que no han sido elegidos democráticamente (Scharpf 2001); tenemos más dependencia de los que mandan en el marco del capitalismo de los gestores del dinero del que nos hablaba

Hyman Minsky (Wray 2009).

La construcción de una unión política y económica, de unos Estados Unidos de Europa, debería significar la extensión de la democracia a unos espacios más amplios. En cambio, la Unión Europea ha ido vaciando poco a poco las soberanías nacionales sin invertir lo suficiente en la construcción de una soberanía europea. La Unión Europea, hoy, decepciona porque trata un problema político -constitucional- como si sólo fuera un problema económico y, además, retrasa la solución para evitar el riesgo de la desintegración. Como dice Fitoussi (2013, pp. 196) "no hay duda de que existe una Unión Europea, pero es hija de la economía y huérfana de la política" (traducción nuestra).

¿HEMOS LLEGADO YA AL OCASO DEL EURO?

Las políticas de austeridad, en una situación de deuda pública importante, conducen a una redistribución de la renta desde los contribuyentes a los acreedores. Teniendo en cuenta que los países periféricos tienen importantes déficits externos y una deuda pública importante en manos del sector público, en su mayoría de otros países, el problema real de la zona euro es la falta de mecanismos adecuados para hacer frente a los desequilibrios comerciales de la zona. Esta situación lleva a estos países a una larga recesión y estancamiento, lo que podría conducir a un fracaso del euro (Zezza 2012).

Algunos autores han señalado que existe una austeridad excesiva en la zona euro y que fue causada por el comportamiento de los mercados financieros (De Grauwe y Ji 2013a). En primer lugar, desde el comienzo de la crisis de la deuda, los mercados financieros están dirigidos por el miedo y el pánico que han condicionado la evolución de las primas de riesgo, y estos sentimientos se han trasladado a las autoridades europeas (y de muchos países de la zona del euro). En segundo lugar, estos sentimientos de miedo y pánico han impuesto políticas de austeridad excesivas y demasiado rápidas, lo que ha causado grandes recesiones, que no pueden garantizar la devolución de la deuda y la sostenibilidad de las finanzas públicas, y que están produciendo grandes sufrimientos, sobre todo en los países periféricos. Y, en tercer lugar, la resistencia de los países del norte de la zona euro a estimular sus economías no puede permitir la superación de las tendencias deflacionistas y conduce a una "double-dip recession". Todo esto implica riesgos significativos para la continuidad y la sostenibilidad del euro y de la zona euro (De Grauwe y Ji 2013b).

Los expertos hablan cada vez más, incluso desde la ortodoxia económica, del error que llevó a la implantación del euro, y de las posibilidades de que el euro podría dejar de existir o que algunos países, especialmente los de la periferia, podrían dejar de formar parte del mismo. Así, han opinado recientemente, con distintos razonamientos y grados de intensidad, entre otros, el profesor Jordi Gali (Galí 2012), Martin Wolf (Wolf 2012), Matthew Lynn (Lynn 2012), Patrick Artus (Artus y Castillo 2012), o un informe del Bank of America Merrill Lynch (Woo y Vamvadikis 2012). El debate sobre la posibilidad que el euro deje de existir ha sido casi invisible en España aunque existen aportaciones como las de Gutiérrez y otros 2012, Riera 2012, Mateo y Montero 2012, Martín Seco, 2013, Soy 2013. Hay que decir, sin embargo, que el posible colapso del euro o la salida de un país de la zona euro producen temor, al igual que las cosas que son desconocidas normalmente producen miedo. No hay duda de que si se llegase a una de estas situaciones, ello significaría ciertos costos pero también tendría algunas ventajas. Y, en muchos casos, las objeciones a una salida (o colapso) del euro son mucho más emocionales que racionales, y desde luego casi siempre son el resultado de una ideología conservadora y conformista.

Algunos economistas han hablado abiertamente sobre la posibilidad, o incluso la conveniencia de abandonar el euro, como Bagnai 2012, Boottle 2012, Sapir 2011 y Tepper 2012, y se han ofrecido diversos argumentos que explican por qué la salida de la euro no debe significar un desastre o un problema insoluble. En primer lugar, la mayoría de los países periféricos con problemas de deuda pública tienen un superávit público primario, es decir, el déficit público y la deuda pública se derivan principalmente de los

pagos de intereses. En segundo lugar, fuera del euro los países podrían recuperar la soberanía monetaria, lo que pondría fin a la amenaza de una quiebra y permitiría tener tipos de interés más bajos. En tercer lugar, esta situación permitiría volver a introducir la obligación a los bancos de comprar deuda del país. En cuarto lugar, se ha demostrado históricamente que es posible salir de una unión monetaria sin causar una catástrofe: en los últimos cien años sesenta y nueve países lo han hecho. Y, por último, nos permitiría recuperar un poderoso instrumento de política económica como la flexibilidad de los tipos de cambio de divisas.

Por lo tanto, ¿cuál podría ser la agenda para la salida de un país de la zona euro? En primer lugar, se debería retirar la moneda euro, para restablecer una moneda soberana y propia y recuperar la política de tipo de cambio como instrumento de política económica. En segundo lugar, habría que restaurar el principio de que el banco central es un instrumento del Tesoro y al mismo tiempo recuperar el control de la política fiscal, que debería ser de naturaleza anticíclica y no pro-cíclica. Por último, se debería adoptar una política coordinada y simétrica del tipo de cambio entre los países para ser capaces de combatir los posibles desequilibrios persistentes de la balanza de pagos, tanto en casos de déficit como de superávit. Como dijo Meade, (Meade, 1957) la compatibilidad entre el libre comercio y el pleno empleo sólo se puede garantizar si todos los miembros de una zona de libre comercio tiene su propia balanza de pagos, en el medio y largo plazo, equilibrada con respecto al resto del mundo. En pocas palabras, necesitamos una política de "External Compact" en lugar de una política de "Fiscal Compact".

ALGUNAS REFLEXIONES FINALES

Se ha señalado que la adhesión de la Unión Europea al que se ha llamado "consenso de Washington" -estabilidad macroeconómica básicamente financiera; reformas estructurales basadas en la desregulación de todos los mercados; diferenciación entre el corto plazo, donde puede haber algunos desequilibrios, y el largo plazo, donde se llega a la posición "natural" de equilibrio-, desde el Tratado de Maastricht (1992) hasta el "Fiscal Compact" (2012), favorece los objetivos intermedios en detrimento de los objetivos últimos del crecimiento y el pleno empleo. La consecuencia ha sido un crecimiento relativamente pobre de la economía europea en las últimas dos décadas y una profundización de la crisis de la zona euro, dado que se ha hecho un énfasis injustificado en las políticas de austeridad y en la desregulación de todos los mercados (Fitoussi y Saraceno 2013). Desde este punto de vista, las políticas de austeridad de estos últimos cinco años se han de entender como la continuidad de toda la experiencia de la Unión Económica y Monetaria (Pivetti 2013).

La dinámica endógena de expansiones y recesiones, que es propia del capitalismo, continúa dándose en los países de la zona euro. Y con la Unión Económica y Monetaria probablemente se ha exacerbado (De Grauwe 2013c). Sin embargo, se ha producido una mejora en el ciclo económico de la zona euro como resultado del anuncio por parte del Banco Central Europeo, en septiembre de 2012, del programa *Outright Monetary Transactions* (OMT), que ha inyectado liquidez al sistema y ha permitido disminuir los tipos de interés de los bonos a largo plazo de los países periféricos que tenían problemas (De Grauwe y Ji 2013c).

Con todo, las variables económicas fundamentales, como la relación entre la deuda pública y el PIB o la cantidad de deuda externa, no han mejorado porque si bien el programa OMT ha sido muy importante para mejorar la situación, no es suficiente para garantizar la supervivencia de la unión monetaria. Para garantizarla, se necesitan también otras cosas: una agrupación parcial de la deuda pública de los diferentes países; una mayor simetría de las políticas macroeconómicas; una unión fiscal significativa (más a largo plazo); y una unificación política con legitimidad democrática (De Grauwe 2013c).

La austeridad fiscal, pues, que se fija en los síntomas (desequilibrios fiscales) y no en las causas (desequilibrios exteriores), empeora las cosas, impide la recuperación y disminuye las perspectivas de crecimiento. Esta austeridad generalizada es una mala noticia para la economía y la democracia europeas.

La manera como ha sido impuesta tendrá consecuencias en el futuro de la integración europea.

Las políticas de austeridad no parece que hayan aumentado la capacidad de los países deudores para continuar pagando su deuda. De hecho, se establece una correlación positiva entre la intensidad de los programas de austeridad y el aumento de los ratios de deuda del gobierno; a su vez, cuanto más intenso es el programa de austeridad mayor es la disminución que se produce en el PIB; finalmente, cuanto mayor es la disminución del PIB causada por los programas de austeridad menos capaz es el gobierno de mejorar el déficit presupuestario -para mejorar un 1% el déficit presupuestario se produce una disminución del 2,8% del PIB de media (De Grauwe y Ji 2013c)-. Y se produce, también, una disminución importante y continuada en el empleo (Papadimitriou et al. 2013).

Ahora bien, si todos los países intentan desendeudarse a la vez, o sea, si tratan de ahorrar más al mismo tiempo, todos deberán procurar tener superávit exterior por cuenta corriente simultáneamente. Pero esto es imposible o muy difícil y, por tanto, deberán aumentar sus esfuerzos de austeridad con las consecuencias que se acaban de describir. De hecho, esta es la política que está aplicando la Comisión Europea en la actualidad, y que supone defender los intereses de los países acreedores pero no de la zona euro en su conjunto.

Los niveles de deuda se hacen insostenibles en los países deudores/periféricos. De hecho, De Grauwe y Ji (2013c) han calculado que estos países -Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia- necesitarían de 12 a 22 años en condiciones óptimas, y de 25 a 50 años en condiciones menos favorables, para poder devolver sus deudas. La gran pregunta es: ¿pueden estos países -desde el punto de vista social y político- mantener durante tanto tiempo estos programas de austeridad para disminuir lentamente y dolorosamente sus niveles de deuda? La respuesta es obviamente no (Brancaccio y Realondo 2013).

Ante la ineficacia y los costes de las políticas de austeridad, no parece haber muchas más opciones que la de unas políticas fiscales y presupuestarias más simétricas, con estímulos fiscales desde los países acreedores/centrales, lo que reduciría los costes que los países deudores/periféricos tienen que pagar para mejorar sus equilibrios financieros y presupuestarios. En caso contrario, el deterioro de la situación podría acabar afectando a los países del centro de Europa, que deberían acabar aceptando una reestructuración de la deuda de los países de la periferia europea. En todo caso, como en la economía mundial, también en la zona euro parece que la crisis no ha terminado y que todavía puede durar varios años (Pivetti 2013).

Por lo tanto, y concluyendo, las políticas de austeridad impuestas en los países de la zona euro, especialmente en los periféricos/deudores, les hace muy difícil salir de la crisis, y sobre todo superar la crisis del euro y la zona euro, y son una idea peligrosa (Blyth 2013). Creo que es difícil explicarlo mejor que De Grauwe 2013b: "La zona euro está en las redes de una crisis existencial que lenta pero inexorablemente está destruyendo sus cimientos. La única manera de poner fin a estos problemas existenciales y de asumir el control es convencer a los mercados financieros de que la zona euro está aquí para quedarse. [...] Una señal a los mercados de que los países miembros [...] son serios acerca de su intención de permanecer juntos. Sin esta señal, los mercados no van a tranquilizarse, haciendo el final del euro inevitable".

Lo que parece claro es que la zona euro no podrá sobrevivir sin reformas fundamentales y, ante la actual inestabilidad interna, si no es posible una mayor integración no quedará otra salida que alguna forma de ruptura de la misma. Teniendo en cuenta que la actual vía de integración, muy gradual y limitada, está produciendo consecuencias devastadoras en los países periféricos, es sorprendente que no se compare la continuidad de este camino con las posibles consecuencias económicas de algún tipo de ruptura de la zona euro. Parece increíble que una de las decisiones más importantes para los países de la zona euro -si se permanece o no en la Unión Económica y Monetaria- se pueda tomar sin realizar un profundo y completo análisis coste-beneficio de las diferentes opciones (Nordvig 2013).

Así pues, ¿cuáles son las alternativas que la zona euro tiene ante sí en estos momentos? En primer lugar, continuar con la situación actual de políticas de austeridad (o de devaluación interna). Pero, como se ha visto no parece que esta alternativa tenga muchas posibilidades de éxito en los países de la periferia, y puede acabar afectando negativamente a los países del centro. Además, los riesgos sociales y políticos que conlleva (en forma de crecimiento de la extrema derecha, de movimientos radicales racistas y xenófobos, etc.) parecen cada vez más evidentes. Es, pues, una alternativa cada vez más arriesgada.

En segundo lugar, y para irnos al otro extremo, crear una unión política -los Estados Unidos de Europa- radicalmente democrática, que supondría también la unión fiscal y presupuestaria. Evidentemente, esta es una solución imposible a corto plazo y muy difícil de alcanzar a largo plazo dadas las grandes diferencias actualmente existentes -culturales, sociales, políticas, económicas e institucionales- entre los diferentes países de la Unión Europea.

En tercer lugar, crear una unión política de carácter tecnocrático, impuesta y tutelada por la Unión Europea y muy especialmente por Alemania. Esto es lo que se está intentando hacer, como mínimo desde el Tratado de Maastricht, con la creación del Banco Central Europeo y hasta llegar al *Fiscal Compact* de 2012. Su talón de Aquiles es, obviamente, su déficit democrático y la falta de legitimidad ante la ciudadanía europea. Además, esta especie de "federalismo" monetario y "confederalismo" presupuestario que caracteriza la zona euro es inestable y puede acabar estallando. Por ello, la desintegración se considera cada vez más como una posibilidad real.

Un cuarto escenario es que uno o más países, al no poder resistir más la primera alternativa y no encontrarse cómodos con la tercera, opten por la salida individual y aislada de la zona euro. Esto, como es lógico, supondría muchos problemas, tanto para el país en cuestión como para el resto de países de la zona euro y de la Unión Europea, pero habría que afrontarlos y buscar una solución, huyendo de tremendismos y de miedos irracionales. Ha habido muchas uniones monetarias a lo largo de la historia, y en un momento dado se han acabado y siempre se han encontrado soluciones. En todo caso, parece que un acuerdo general entre los países de la Unión Monetaria Europea sería una alternativa mucho más deseable que la salida individual y aislada de un país.

En quinto lugar, la coexistencia de dos euros, uno fuerte -el de los países acreedores/centrales- y uno más débil -el de los países deudores/periféricos-, es una situación que también haría imprescindible la solidaridad de los países acreedores con los países deudores. Esta es una alternativa de la que cada vez se habla más: no hace mucho la proponía en una entrevista el ex comisario europeo Bolkenstein (2013), y por otra parte, es también la que proponen un grupo de economistas, entre los que se encuentra Bolkenstein, en el *European Solidarity Manifesto* (2013; véase también Kawalec y Pytlarczyk 2013).

BIBLIOGRAFÍA

Artus, Patrick (2011): "Taux de change de l'euro et désindustrialisation", *Flash Economie. Recherche Économique. Natixis*, nº 302.

Artus, Patrick (2013): "The paradox of the eurozone crisis: It has not led to a correction of heterogeneity through an adjustment of costs; it has intensified heterogeneity through a relocation of production activity", *Flash Economics. Economic Research. Natixis*, nº 472,.

Artus, Patrick et Castillo, Jesús (2012): "Le calcul de l'Espagne", *Flash Economie. Recherche Economique. Natixis*, nº 500.

Auerback, Marshall (2011): "A United States of Europe or Full Exit from the Euro?", *International Journal of Political Economy*, vol. 39, nº 4, Winter, pp. 87-102.

Bagnai, Alberto (2012): *Il tramonto dell'euro. Come e perché la fine de la moneta unica salverebbe democrazia e benessere in Europa*, Reggio Emilia: Imprimatur editore.

Barba, Aldo and De Vivo, Giancarlo (2013): "Flawed currency areas and viable currency areas: external imbalances and public finance in the time of the euro", *Contributions to Political Economy*, 32, pp. 73-95.

Bibow, Jörg (2012): "The Euro Debt Crisis and Germany's Euro Trilemma", *Working Paper*, Levy Economics Institute of Bard College, nº 721.

Blankenburg, Stephanie; King, Lawrence; Konzelmann, Sue; Wilkinson, Frank (2013): "Prospects for the eurozone", *Cambridge Journal of Economics*, 37, pp. 466-477.

Blyth, Mark, (2013): *Austerity. The History of a Dangerous Idea*, New York: Oxford University Press.

Bolkestein, Frits (2013): "Bolkestein: i paesi tripla-A introducano una valuta parallela", *Voci dalla Germania*, Martedì, 8 ottobre (<http://volidallagermania.blogspot.com.es/2013/10/bolkestein-i-paesi-tripla-introducano.html>).

Bootle, Roger (2012): "Leaving the euro: A practical guide", *Capital Economics*, London.

Brancaccio, Emiliano and Realfonzo, Riccardo., (promotores) (2013): "The economists' warning", *Financial Times*, September 23.

Bricall, Josep M. (2013): "Los problemas de la moneda común europea" en Bricall, Josep M. (2013): *Cinco ensayos sobre la crisis y sus consecuencias para el estado del bienestar*, Barcelona: RBA, pp. 157-207.

Chen, Ruo et al. (2012): "External Imbalances in the Euro Area", *IMF Working Paper*, WP/12/236, September.

Corsi, Marcella e Guarini, Giulio (2010): "Le cause reali delle crisi finanziarie: l'approccio di Paolo Sylos Labini", *Studi e Note di Economia*, Anno XV, nº 3, pp 389-412.

De Grauwe, Paul (2011a): "The Governance of a Fragile Eurozone", *CEPS Working Documents*, nº 346, May.

De Grauwe, Paul (2011b): "Managing a Fragile Eurozone", *CESifo Forum* 2, pp.40-45.

De Grauwe, Paul (2011c): "The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets", *CESifo Working Paper*, nº 3569, September.

De Grauwe, Paul (2011d): "European Monetary Union", in Eds. Durlauf, S. N. and Blume, L. E.: *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Online Edition:, Palgrave Macmillan, 05 October.

De Grauwe, Paul (2013a): "Design Failures in the Eurozone: Can they be fixed?", *LEQS Paper* Nº 57, The London School of Economics and Political Science, February.

De Grauwe, Paul (2013b): "Pool debt, or face dangerous upheavals across Europe", *Friends of Europe*, March.

De Grauwe, Paul (2013c): "Design Failures, in the Eurozone –can they be fixed?", *European Economy, Economic Papers*, 491, April, European Commission,

De Grauwe, Paul and Ji, Yuemei., (2013a): "More evidence that financial markets imposed excessive austerity in the eurozone", *CEPS Commentary*, February 5th.

De Grauwe, Paul and Ji, Yuemei (2013b): "Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications" *Voxeu*, February 21st.

De Grauwe, Paul and Ji, Yuemei (2013c): "The Legacy of Austerity in the Eurozone", *CEPS Commentary*, 4 October.

Dor, Eric (2013): "The launch of the euro brought about an impressive decrease of manufacturing in France and huge losses of market shares" *IESEG Working Papers Series*, ECO-07, June.

Dornbusch, Roger (1996): "Euro Fantasies: Common Currency as Panacea", *Foreign Affairs*, Vol. 75, nº 5, pp 110-124, September-October.

European Solidarity Manifesto (2013): "European Solidarity in the face of the eurozone crisis: Controlled Segmentation of the Eurozone in order to Preserve the Most Valuable Achievements of European Integration", *European Solidarity Manifesto*, Brussels, 24th January (<http://european-solidarity.eu/esm.php>).

Feldstein, Martin (1997): "EMU and International Conflict", *Foreign Affairs*, vol. 76, nº 6, pp 60-73, November-December.

Fitoussi, Jean-Paul (2013): *Le théorème du lampadaire*, Paris: Éditions les Liens Qui Libèrent.

Fitoussi, Jean-Paul., Saraceno, Francesco (2010): "Inequality and Macroeconomic Performance", *OFCE/POLHIA* Nº 2010-13, July.

Fitoussi, Jean-Paul and Saraceno, Francesco (2013): "European economic governance: the Berlin-Washington consensus", *Cambridge Journal of Economics*, 37, pp. 479-496.

Frenkel, Roberto and Rapetti, Martin (2009): "A developing Country View of the Current Global Crisis: What Should Not Be Forgotten And What Should Be Done", *Cambridge Journal of Economics*, 33 (4), pp. 685-702.

Galí, Jordi (2012): "Entrevista" por Trillas, Ariadna, *Diari ARA*, 2 de juliol (http://www.ara.cat/economia/Jordi-Gali-CREI-crisi-euro-UE-Grecia-Keynes-sistema-financer_0_710929121.html).

Gave, Charles (2013): "Europe: The Last Great Potemkin Village Where "The Rich Get Richer", And Poor Get Poorer", *GKRResearch, Zero Hedge*, February 10th.

Godley, Wynne (1992): "Maastricht and All That", *London Review of Books*, Vol 14, Nº 19, October, pp.3-4.

Godley, Wynne and Izurieta, Alex (2004): "Balances, Imbalances and Fiscal Targets. A New Cambridge View", *CERF and UNDP*.

Godley Wynne.and Lavoie Marc (2007): "A Simple Model of Three Economies with Two Currencies: The Eurozone and the USA", *Cambridge Journal of Economics*, 31, pp. 1-23.

Gutiérrez, Eduardo, Ayala, Iván H., Albarracín, Daniel, Montes, Pedro: (2012): *Qué hacemos con el euro*, Madrid, Akal.

Hannsgen, Greg and Papadimitriou, Dimitri B. (2012): "Fiscal Traps and Macro Policy After the Eurozone Crisis", *Public Policy Brief*, nº 127, Levy Economics Institute of Bard College.

Hein, Eckhard (2012): "Finance-dominated capitalism, re-distribution and the financial and economic crises: A European perspective", *Working Paper Institute for International Political Economy*, No. 14/2012, Berlin.

Jorung, Lars and Drea, Eoin (2009): "The Euro: It can't happen, It's a bad idea, It won't last. US Economists on the EMU, 1989-2002", *European Economy, Economic Papers*, nº 395, European Commission.

Kaldor, Nicholas (1971): "The Dynamics effects of the Common Market", *The New Statesman*, March 12th, reprinted in Kaldor Nicholas: *Further Essays On Applied Economics*, volume 6 of the *Collected Economic Essays series*, Chapter 12, pp 187-220.

Kawalec, Stephan and Pytlarczyk, Ernest (2013): "Controlled dismantlement of the Eurozone: A proposal

for a New European Monetary System and a new role for the European Central Bank", *National Bank of Poland, Working Paper* nº 155.

Kelton, Stephanie A. and Wray, L. Randall (2009): "Can Euroland Survive?", *Public Policy Brief*, nº 106, November, Levy Economics Institute of Bard College .

Kregel, Jan (2011): "Debtors' crisis or creditors' crisis? Who pays for the European sovereign and subprime mortgage losses", *Public Policy Brief*, nº 121, Levy Economics Institute of Bard College.

Krueger, Allan B. (2012): "The Rise and Consequences of Inequality in the United States", *Center for American Progress*, January 12.

Krugman, Paul (1998): "The euro: beware of what you wish for" in <http://web.mit.edu/krugman/www/euronote.html>.

Lavoie, Marc (2011): "The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: A friendly critical look", *Department of Economics, University of Ottawa*, October.

Lynn, Matthew (2012): "6 Reasons Spain will leave the euro first", *Market Watch. The Wall Street Journal*, May 30.

Mateo, Juan Pablo y Montero, Alberto (2012): *Las finanzas y la crisis del euro. Colapso de la eurozona*, Madrid: Editorial Popular.

Martín Seco, Juan Francisco (2013): *Contra el euro. Historia de una ratonera*, Barcelona: Península.

Meade, James E. (1957): "The Balance-of-Payments Problems of a European Free-Trade Area", *The Economic Journal*, 67, pp. 379-396.

Montes, Pedro (2001): *La historia inacabada del euro*, Madrid: Trotta.

Mundell, Robert (1961): "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, 51, pp. 657-665.

Nordvig, Jens J. (2013): *The Fall of the Euro. Reinventing the Eurozone and the Future of Global Investing*, New York: MacGrawHill.

Papadimitriou, Dimitri B. and Wray, L. Randall (2011): "Euroland in Crisis as the Global Meltdown Picks Up Speed", *Working Paper* No. 693, October, Levy Economics Institute of Bard College.

Papadimitriou, Dimitri B. and Wray, L. Randall (2012): "Euroland's Original Sin", *Policy Note*, nº 8, Levy Economics Institute of Bard College.

Papadimitriou, Dimitri. B. et al.(2013): "The Greek Economic Crisis and the Experience of Austerity. A Strategic Analysis", *Strategic Analysis*, July, The Levy Economics Institute of Bard College.

Pasinetti, Luigi L. (2000): "Public Debt in the European Union Countries: Two ways of facing the problem" in Krishnakumar, Jaya and Ronchetti, Elvezio, edited by: *Panel Data Econometrics: future Directions. Papers in Honour of professor Pietro Balestra*, Amsterdam: Elsevier, pp. 317-327.

Pivetti, Massimo (2013): "On the gloomy European project: an introduction", *Contributions to Political Economy*, 32, pp. 1-10.

Rajan, Raghuram. G. (2010): *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, New Jersey, Princeton University Press.

Riera, Miguel (2012): *¿Salir del euro?. Preguntas (y respuestas) más frecuentes*, El Viejo Topo.

Rodrik, Dani (2011): *The Globalisation Paradox. Democracy and the Future of the World Economy*, New York, W. W. Norton & Company.

Sapir, Jacques., (2011): "S'il faut sortir de l'Euro...", *Document de Travail, Cermi-Ehess*, 6 d'avril.

Scharpf, Fritz W. (2011): "Monetary Union, Fiscal Crisis and the Preemption of Democracy", *MPIfG Discussion Paper*, 11, Max-Planck-Institut Für Gesellschaftsforschung.

Soy, Antoni (2001): "La Unió Econòmica Europea i el euro", en Soy, Antoni (2001): *Economia Política i sobiranisme*, Barcelona: Editorial Mediterrània, pp. 137-167.

Soy Antoni (2013): *Sortir de l'euro per sortir de la crisi? Europa y Catalunya devant la crisi financera i la crisi de l'euro*, Barcelona: Viena Edicions.

Stockhammer, Engelbert (2012): "Rising Inequality as a Root Cause of the Present Crisis", *PERI Working Paper Series*, num. 282, April.

Sylos Labini, Piero (2003): "Le prospettive dell'economia mondiale", *Moneta e Credito*, nº 223, pp 267-295.

Tepper, Jonathan (2012): "A primer on the Euro breakup: default, exit and devaluation as the optimal solution", *Variant Perception*, Febraury.

Tilford, Simon (2012): "Economic Recovery Requires a Better Deal for Labour", *Centre for European Reform*, November.

Tobin, James (1963): "Deficit, Deficit, Who's Got the Deficit?," *The New Republic*, Vol. 148, Issue 3, pp 10.

Torrero, Antonio (1996): "El esfuerzo de convergencia nominal para el conjunto de la economía española", *Información Comercial Española*, núm. 756, agosto-septiembre, pp. 51-60. Incluido como "Consecuencias del esfuerzo de convergencia nominal para el conjunto de la economía española" en Colino, José y García, Javier (Directores) (1998): *España y Maastricht: ventajas e inconvenientes*, Madrid: Editorial Civitas, pp. 155-174.

Treec, Till van (2012): "Did inequality Cause the US Financial Crisis?", *Working Paper IMK*, nº 91, April.

Wolf, Martin (2012): "What was Spain supposed to have done?", *Martin Wolf's Exchange Blog, Financial Times*, June 25th.

Woo, David and Vamvakidis, Athanasios (2012): "Game Theory and Euro Breakup Risk Premium", *Bank of America Merrill Lynch*, July 10th.

Wray, Randall L. (2009): "The rise and fall of money manager capitalism: a Minskian approach", *Cambridge Journal of Economics*, 33, pp. 807-828.

Zeza, Gennaro (2012): "The impact of fiscal austerity in the Eurozone", *Review of Keynesian Economics*, Inaugural Issue, Autumn, pp. 37-54.