

CAMBIO DE CICLO Y POLÍTICAS ECONÓMICAS DE ESTABILIZACIÓN: UNA PERSPECTIVA EN MEDIO DE LA CRISIS

JOSÉ ANTONIO ÁLVAREZ GONZÁLEZ

Catedrático de Economía Aplicada
Universidad de La Laguna

SUMARIO

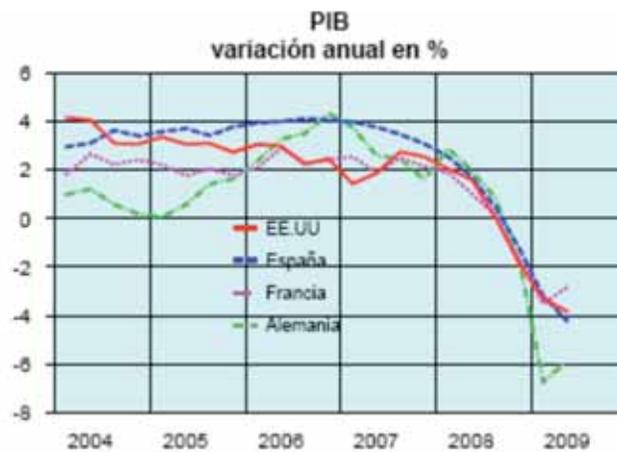
- I. Introducción.
- II. Sobre el origen de la crisis.
- III. Los desequilibrios macroeconómicos.
- IV. La reacción a la crisis: las políticas de estabilización macroeconómicas.
 - A) El grupo de los 20, marco de coordinación internacional
 - B) La policy-mix expansiva
 - C) Riesgo, reformas y regulación
- V. ¿Y ahora qué? Conjeturas y estrategias.
- VI. España: una estrategia para la salida de la crisis.
 - A) Políticas a corto plazo
 - B) Políticas para la salida de la crisis
 - 1. Las reformas estructurales
 - 2. Políticas de fomento de la competitividad
- VII. Conclusiones.

I. INTRODUCCIÓN

Hace poco más de año y medio y en España todavía se discutía si nos dirigíamos hacia una crisis o solo era una desaceleración del crecimiento de la economía (Álvarez,

2008). Hoy todo el mundo ha constatado un brusco cambio de ciclo, con una desaceleración a principios de 2008, que se convierte en una grave recesión a mediados de 2008 y con una continua caída en el primer semestre del año 2009 (ver gráfico 1).

GRÁFICO 1



Fuente: SGPEEI (2009)

Las economías de mercado han manifestado una inestabilidad recurrente desde sus orígenes y aunque en la década de los sesenta se consideraba que ya se habían superado los ciclos, en los últimos cuarenta años se han producido periódicas fluctuaciones desencadenadas generalmente por burbujas especulativas (BCE, 2005) que se inician bien en el sector de las nuevas tecnologías de la información y la comunicación (la crisis de las punto.com en 2001), en la crisis de la construcción (como en el caso actual en EE.UU, España o Irlanda) y, especialmente, las crisis en el sector financiero (México (1994), Argentina, (2001) Japón 1.990)). Un rasgo co-

mún en las crisis ha sido el comportamiento especulativo de los participantes en los mercados (Galbraith, 1997; Reinhart y Rogoff, 2008) donde los activos después de una revalorización continuada sufren una brusca depreciación.

Las fluctuaciones económicas tienen un desencadenante, una propagación y acaban por una recuperación. Existe un cierto consenso en considerar que la actual crisis económica se inicia en EE.UU a finales de 2007, con la crisis de las hipotecas subprime (Baily et al, 2008; Ackerman, 2008; Sanders, 2008), y después de una rápida propagación a través del colapso de

los mercados financieros, que abarca a todas las economías, podemos decir que nos encontramos en la fase baja del ciclo en espera de que las políticas adoptadas acaben por conducir a la recuperación.

La economía española mantuvo una tasa media de crecimiento por encima del 3% interanual desde el año 2000, período en el que se produce una continua elevación del precio de los activos, especialmente de los activos financieros e inmobiliarios que terminan por formar una burbuja especulativa. Esto fue acompañado por un fuerte endeudamiento de las economías domésticas, de las empresas (apalancamiento), del sector exterior y sólo se salva el sector público con un superávit del 2,2% del PIB en 2007.

En este artículo vamos a realizar una reflexión sobre las políticas adoptadas para hacer frente a la crisis, pero antes es necesario realizar un breve repaso de sus causas y de los desequilibrios económicos generados, para poder después revisar las políticas aplicadas y realizar algunas conjeturas sobre lo que puede quedar por hacer y sobre las consecuencias de algunas de las políticas adoptadas.

II. SOBRE EL ORIGEN DE LA CRISIS

Podemos hablar de las características de la crisis y de las causas de la crisis. Existe una cierta coincidencia en considerar la confluencia de diferentes factores económicos en la generación de la crisis de 2008, en lo que se ha denominado una "tormenta perfecta" (Buiter, 2007). Entre esos

fenómenos podemos destacar (Buiter, 2007; Blanchard, 2008; Blundell-Wignall et al, 2008; Reinhart y Rogoff, 2008): la burbuja de la vivienda y la crisis de las hipotecas subprime (Sanders, 2008), la crisis financiera especialmente de los derivados, pero también una crisis de las materias primas en la primera mitad de 2008. La confluencia de estos diferentes problemas, en distinta medida y en los diferentes países, en una economía cada vez más globalizada, más interdependiente, es lo que ha ocasionado la gravedad de la crisis.

Hay quizá menos coincidencia en considerar las causas últimas de la crisis. Se ha señalado la desregulación iniciada en la década de los setenta que permitió un sistema económico que incentivaba comportamientos especulativos de alto riesgo. Se ha dicho también que ha sido el egoísmo de la gente, pero para un economista el egoísmo de la gente se da por supuesto, es casi el motor de la actividad económica desde Adam Smith. Sería, por tanto, el marco institucional el que prima ciertos comportamientos que en conjunto pueden resultar desestabilizadores, en definitiva volveríamos al marco institucional y regulatorio. En el fondo se trata de viejos problemas tratados por los economistas en nuevas circunstancias: el comportamiento individual y la racionalidad colectiva, la preferencia por el tiempo, los incentivos y desincentivos, todo ello en un entorno más globalizado.

Schwartz (2009) sitúa el origen de la crisis en la política monetaria expansiva, las innovaciones financieras y el colapso

del mercado para algunos instrumentos financieros. La innovación financiera, tanto en instituciones como en instrumentos no es precisamente nueva. En el año 1986, Miller (1986) señalaba que en los últimos veinte años, es decir, los 20 años anteriores a 1986, se había producido una auténtica revolución financiera, tanto con las innovaciones en instrumentos financieros como en instituciones financieras. Desde entonces, como señalan Frame y White (2004), se ha seguido hablando mucho de las innovaciones financieras, pero se ha profundizado poco en su conocimiento.

Calomiris (2009) atribuye la crisis a errores en las políticas gubernamentales: i) a una política monetaria muy acomodaticia, con tipos de interés muy bajos durante mucho tiempo, ii) a políticas gubernamentales que incentivaban la toma de riesgos excesivos, y iii) a inadecuadas regulaciones gubernamentales. Baily et al (2008) analizan las patologías de los mercados financieros relacionadas con las innovaciones financieras, particularmente las titulaciones, con las agencias de rating y la desregulación competitiva global.

Podemos, por tanto, establecer la siguiente secuencia: causas últimas relacionadas con las reglas de juego de la economía (regulaciones, incentivos), que a su vez están relacionadas con las políticas de desregulación que crearon un nuevo marco más globalizado, con políticas monetarias de tipos de interés muy bajos. Este entorno estimula un conjunto de innovaciones financieras, especialmente relacionadas con productos financieros derivados poco

transparentes (Ruiz Bravo, 2008). Estas innovaciones combinadas con los tipos de interés bajos incentivan un comportamiento de endeudamiento para obtener beneficios a muy corto plazo asumiendo riesgos elevados, aunque algunos agentes desconocen los riesgos asumidos, por la falta de transparencia de los mercados financieros.

En esta evolución la inflación, que en el eurosistema se mantiene desde 2004 algo por encima del 2 % hasta alcanzar el 3,3 %, llevó a un cambio en la política monetaria; el BCE realiza una continua elevación de los tipos de interés que subieron al 2,50 en marzo de 2006 y volvieron a subir un cuarto (0,25) con monótona regularidad en junio, agosto, octubre y diciembre de 2007 y marzo, junio y julio de 2008 hasta alcanzar el 4,25. La crisis se manifestó con un corte de la liquidez por el colapso del mercado interbancario y por una descapitalización de las entidades financieras cuyos activos perdieron valor rápidamente quedando en una situación de insolvencia (Ruiz Bravo, 2008).

Existe otro componente que ha planeado sobre la crisis y que ha pasado más desapercibido: la elevación de los precios de las materias primas y de la energía. Hay que recordar que la política monetaria de tipos de interés bajos tuvo un cambio, como acabamos de señalar, como consecuencia de la inflación, estimulada por la elevación de los precios del petróleo; es decir, una inflación con un importante componente de costes que se trata de controlar con una política monetaria contractiva; cambio que coincide con la crisis de las hipotecas subprime en EEUU.

La crisis financiera actúa fundamentalmente a través de dos mecanismos sobre la economía real: por una parte, la falta de renovación de los créditos concedidos a las empresas y a las economías domésticas y, por otra, generando una fuerte incertidumbre que se manifiesta con una caída en la confianza de los consumidores e inversores y pronto se traslada a la economía real y produce una fuerte caída en la demanda, una recesión que genera fuertes desequilibrios macroeconómicos.

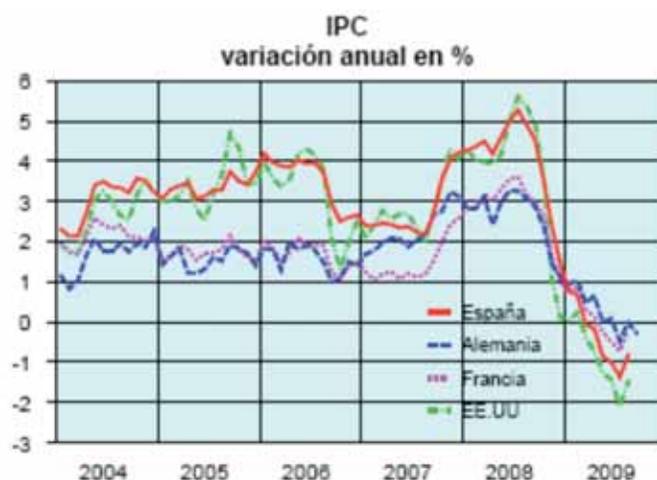
III. LOS DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS

Podemos hablar de desequilibrios estructurales y desequilibrios macroeconómicos. Consideramos desequilibrios estructurales cuando algún sector (la construcción,

el sector financiero) tienen un crecimiento excesivo, como fue el caso de la construcción en Irlanda o en España, de forma que la economía experimentó lo que se puede denominar un crecimiento desequilibrado.

Por otra parte, el brusco cambio de ciclo tiene un rápido efecto sobre los desequilibrios macroeconómicos. La inflación, que había mostrado un rápido repunte en el primer semestre de 2008, alcanzando el punto máximo en julio de 2008, con una subida en España cercana 5,3 % y en la zona del euro hasta un 3,3 %, experimenta una rápida desaceleración a partir de septiembre hasta producir en algunos comentaristas fácilmente impresionables, un temor a la deflación, al entrar los precios en tasas de crecimiento interanual negativas (ver gráfico 2).

GRÁFICO 2



Fuente: SGPEEI (2009)

La caída en la demanda se refleja rápidamente en la actividad económica: la caída en la actividad económica, que se manifiesta en unas tasas de crecimiento

del PIB negativas, genera un rápido crecimiento del desempleo, que en la OCDE pasa del 5,6 % en febrero de 2008 al 8,3 % en junio de 2009, mientras que en

España pasa del 9,2 % en febrero de 2008 al 18,1 % en junio de 2009, es decir, la

tasa de desempleo se duplica en 15 meses (ver gráfico 3).

GRÁFICO 3
Paro (% de la población activa)



Fuente: M de EH (2009)

Finalmente, España que tenía un fuerte déficit de la balanza corriente, empieza a invertir la tendencia debido

básicamente a la caída en la demanda de importaciones y al menor precio del petróleo (ver gráfico 4).

GRÁFICO 4
SALDO BALANZA CORRIENTE - % PIB



Fuente: SGPEEI (2009)

Por último, hay que señalar el fuerte endeudamiento del sector público en todos los países como consecuencia de dispararse los gastos y de reducirse los ingresos impositivos (efectos fiscales automáticos) y de las políticas fiscales discrecionales expansivas aplicadas. España pasa de un superávit del 2,2 % del PIB en 2007 a un déficit del 3,8 % en el año 2008 y a una previsión de déficit para 2009 de un 10 % del PIB.

IV. LA REACCIÓN A LA CRISIS: LAS POLÍTICAS DE ESTABILIZACIÓN MACROECONÓMICAS

La crisis económica ha resultado un laboratorio inapreciable para ensayar nuevas recetas de política económica ante situaciones novedosas. El colapso de los mercados financieros amenazaba con una crisis sin precedentes en la economía mundial que actuó como un fuerte revulsivo.

En primer lugar, para los propios economistas para quienes "la crisis financiera global ha revelado la necesidad de repensar fundamentalmente como son regulados los sistemas financieros. También ha puesto de manifiesto *el fracaso sistémico de la profesión económica*" (Colander et al, 2009)

En segundo lugar, se produce un fenómeno novedoso con la creciente internacionalización, no sólo de los mercados financieros, sino también de las empresas con centros localizados en diferentes países. Así cuando el gobierno del país de la empresa matriz establece una política de

ayudas a la empresa en crisis se refiere a la parte de la empresa localizada en dicho país quedando los centros de la empresa localizados en otros países dependientes de las políticas de esos países. En definitiva, se plantea el problema de cómo las políticas nacionales pueden hacer frente a problemas globales.

Resumiendo, la rapidez y gravedad de la crisis llevó a improvisar tanto la instrumentación de las políticas a aplicar como el marco de coordinación internacional en la aplicación de las políticas.

A) EL GRUPO DE LOS 20, MARCO DE COORDINACIÓN INTERNACIONAL

Existe una considerable literatura sobre el fenómeno de la globalización económica (Rae y Sollie, 2007; Naciones Unidas, 2008) e incluso sobre la necesidad de coordinación de las intervenciones de la política económica (Buitter y Marston, 1985; Mooslechner y Schuerz, 1999; Haar, 2008) en una economía cada vez mas globalizada. No existía, sin embargo, ni un marco institucional de coordinación ni, mucho menos, un protocolo para la intervención en situaciones de crisis. Después de algún titubeo se decidió considerar el grupo de los 20, con alguna incorporación ad hoc, como el caso de España, y algunas modificaciones en su funcionamiento, como la elevación del rango de los reunidos a jefes de gobierno (Moreno, 2009) como marco de coordinación.

El grupo de los 20 se crea en 1999, después de la crisis asiática de 1997-98,

como instrumento de gobernanza mundial más inclusivo que el grupo de los 8, club formado solo por las economías más desarrolladas (Martínez-Díaz, 2007). EL G20 puede servir para lo que en la literatura se denomina coordinación ad hoc, es decir, los miembros del grupo fijan una agenda y negocian las políticas a aplicar por todos (coordinación). En caso de acuerdo los países se comprometen a aplicar simultáneamente las políticas acordadas.

En la cumbre de Washington (15 de noviembre de 2008) se realiza una primera declaración y se proponen las directrices de actuación coordinada, se apoyan las políticas monetarias y fiscales que se venían realizando, se hace hincapié en la necesidad de cooperación entre los países y se proponen una serie de reformas: mejorar la transparencia de los mercados, promover una sana regulación, la integridad en los mercados financieros, reforzar la cooperación internacional y reformar las instituciones internacionales (Declaración de Washington, 2008). Estas directrices generales fueron desarrolladas en la cumbre de Londres (2 de abril de 2009) en el Global Plan for Recovery and Reform con algunas medidas concretas y con la propuesta de reforzar el papel del Fondo Monetario Internacional. Finalmente, en la cumbre de Pittsburg (24-25 de septiembre de 2009), además de felicitar por los logros alcanzados, se acuerda mantener las políticas monetarias y fiscales expansivas. La implementación de los acuerdos por los diferentes países, sin embargo, resulta lenta y dispar.

El entorno más inmediato de España está formado por la Unión Europea (UE), y la UE tiene su propio marco de coordinación de las políticas, aunque con diferencias, según el tipo de política. Así, la política monetaria es única en el eurosistema, la política fiscal tenía un protocolo de coordinación fijado por el pacto de estabilidad y crecimiento, que resultó inadecuado en una situación de crisis, y las políticas de reforma y regulación tenían su propia agenda, establecida en la estrategia de Lisboa (2000) y reforzadas en 2005. En este contexto la UE aprueba el European Economic Recovery Programme (EERP) que define el marco de actuación de los países europeos para hacer frente a la recesión, combinando estímulos fiscales con reformas estructurales, en línea con la estrategia de Lisboa y con los acuerdos del G20.

Las necesidades de cooperación y coordinación necesitan instituciones internacionales capaces de canalizar y supervisar los acuerdos. En este sentido se situaría el papel del FMI, reforzado en la cumbre de Londres.

B) LA POLICY-MIX EXPANSIVA

Tradicionalmente, para estimular la demanda agregada se utiliza una mezcla de políticas monetarias y fiscales (una policy-mix) que en nuestro caso plantea una situación interesante al estar controlada la política monetaria por el banco central europeo mientras que las políticas fiscales siguen bajo el control de los gobiernos nacionales.

La Política Monetaria

Al tratarse de una crisis financiera, la política monetaria se situaba en el centro de actuación. La instrumentación de la política monetaria requiere un buen conocimiento de los mecanismos de transmisión de sus efectos sobre la economía real y como ha señalado Weber (2009), los mecanismos relevantes en el área del euro, y como la crisis financiera afecta a esos mecanismos, es una cuestión fundamental a la hora de diseñar la política monetaria a aplicar en la crisis. El canal del crédito, utilizado en situaciones normales, deja de ser adecuada cuando se produce una recesión aguda al presentarse el problema de la trampa de la liquidez, que ya había sido señalado por Keynes. Pero, además, en esta crisis el crédito se desploma al entrar algunas de las principales instituciones financieras en situación de insolvencia y generar incertidumbre que colapsa el mercado interbancario.

Los objetivos inmediatos de la política monetaria eran estabilizar el sistema financiero e inyectar liquidez. Sin embargo, existía la experiencia de Japón donde una política monetaria pobremente aplicada (Ito y Mishkin, 2004) desembocó en una deflación y en un largo período de estancamiento.

Las operaciones de política monetaria del BCE han abarcado (BCE, 2009) desde operaciones de mercado abierto, dirigidas a inyectar liquidez, bajada del tipo de interés, que pasan del 4,25 % en septiembre de 2008 al 1 % en mayo de 2009, dirigidas

a reactivar la demanda, políticas dirigidas a mantener la solvencia de las instituciones financieras, pero pronto se puso de manifiesto que las instituciones bancarias tenían un problema de descapitalización, por lo que la política monetaria de inyectar liquidez resulta insuficiente.

Política Fiscal

La aplicación de la política fiscal se apoya en los multiplicadores. Existe una amplia literatura (Spilimbergo et al, 2009; Freedman et al, 2009) que ha tratado de calcular los multiplicadores tanto del gasto como de los impuestos. Estos estudios ponían de manifiesto que existían unos efectos de primera vuelta, generalmente expansivo, y unos efectos inducidos de segunda vuelta, que reducían los efectos de los instrumentos de política fiscal sobre la renta.

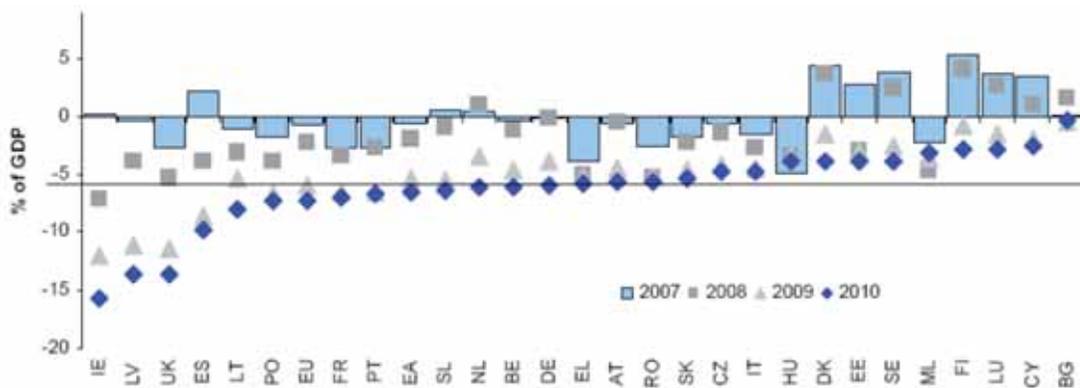
Los multiplicadores de pleno empleo no son los mismos que los multiplicadores en la fase de recesión acusada. Por ello se abandona la política fiscal del lado de la oferta (reducciones en los tipos impositivos) predominante desde los tiempos de Reagan y Thatcher, inspiradas por Arthur Laffer, y se pasa a una política que hace mas hincapié en el gasto, retomando un enfoque típicamente keynesiano.

En la política fiscal los mecanismos de estabilización automática han ido acompañados por una fuerte intervención discrecional. Las intervenciones fueron coordinadas en las cumbres del G20 para una actuación simultánea de los principa-

les países, lo único que podía garantizar su éxito, dada que, como ya se dijo, nos encontramos con una crisis global, y fueron recomendadas por el FMI (Freedman et al, 2009). El incremento en la demanda pública y la transferencia de renta para sostener la demanda privada, junto con

pequeñas reducciones en los tipos impositivos trataron de mantener la demanda agregada. La aplicación de una política fiscal expansiva ha producido un incremento en el déficit y en el endeudamiento del sector público en todos los países (ver gráfico 5).

GRÁFICO 5
Evolución del déficit de los países de la UE



Fuente: Comisión Europea

Ese incremento del déficit en los países de la UE, se manifiesta de una forma explosiva en España, que pasó de ser uno de los pocos países con superávit en el año 2007, a uno de los países con mayor déficit en 2009.

El éxito de la policy-mix en esta primera fase plantea el problema de su sostenibilidad en el tiempo. El fuerte déficit y el consiguiente endeudamiento del Estado pueden producir efectos negativos en el futuro por la necesidad de financiar el endeudamiento del Estado.

C) RIESGO, REFORMAS Y REGULACIÓN

Si uno de los orígenes de la crisis está en una innovación financiera que ha generado productos financieros poco transparentes, y en la asunción de un riesgo excesivo por los agentes económicos, para evitar que se repitan con demasiada frecuencia situaciones como la actual, ¿qué políticas habría que aplicar?. Hay dos cuestiones a considerar: i) si los fallos son de la gente o las instituciones, que no valoran adecuadamente los riesgos que asumen; o son del marco en que actúan (las reglas de juegos) que esta-

blecen unos incentivos que les estimulan a asumir excesivos riesgos; y ii) si la estrategia deberá ser estabilizar y reformar el sistema financiero internacional para evitar las frecuentes crisis financieras o considerar el sistema financiero inestable, volátil, y reformar la economía nacional de forma que sea capaz de absorber las crisis financieras sin demasiado efectos reales.

A primera vista se podría pensar que habría que reformar el sistema financiero internacional de forma que perdiera su tendencia a la inestabilidad. Esto, sin embargo, plantea dos cuestiones: la capacidad "técnica" para establecer un sistema financiero estable y la capacidad de implementar globalmente dicho sistema.

La integración de los mercados financieros nacionales, y de las economías en general, en los mercados internacionales, plantea la necesidad de estándares y de regulaciones comunes, y de algún modo de gobernanza internacional. La necesidad de reformar el sistema financiero internacional no es un descubrimiento nuevo; existen autores (Stiglitz, 1999; Fischer, 2003; Hellman et al, 2000) que hace tiempo que venían manifestando la necesidad de una reforma del sistema monetario internacional. Sin embargo, hasta ahora se ha avanzado poco en este terreno. Las cumbres del G20, como vimos, establecen las grandes directrices, pero todavía quedan por concretar las reformas a realizar.

Reformas y regulaciones

La literatura reciente sobre el desarrollo económico (Acemoglu, 2009; Acemo-

glu et al, 2005) ha enfatizado que el subdesarrollo es causado por instituciones que no crean los incentivos adecuados para el desarrollo económico, aunque los autores discrepan respecto a cuales son las instituciones fundamentales.

Las políticas de reforma estructural/institucional en los países desarrollados tienen ya un largo recorrido. Con ellas se trata de establecer un marco institucional capaz de generar un desarrollo económico sostenido y estable. Las reformas pueden abarcar distintas áreas económicas: el mercado de productos, el mercado de trabajo, el sistema financiero, el papel del sector público en la economía, etc. Desde Aoki (1994) se considera que existe complementariedad entre las distintas áreas institucionales; que, por ejemplo, el marco institucional del mercado de productos tiene efectos en el mercado de trabajo, y al revés. Si esto es así parece deseable que la política de reforma tenga un modelo de funcionamiento de la economía en su conjunto. La literatura, sin embargo, ha puesto de manifiesto la existencia de distintos modelos de economía de mercado, o de variedades de capitalismo (Hall y Soskice, 2001; Amable, 2008), más que un modelo óptimo; esto dificulta alcanzar un consenso sobre las reformas a llevar a cabo.

Entre las causas de la crisis hay una coincidencia en señalar la falta de transparencia de los mercados financieros y el problema de los incentivos. El mercado permitió la innovación en productos financieros que fueron comercializados sin que los participantes en el mercado conocieran su

valor intrínseco. Para un economista resulta fácil decir que un producto vale lo que la gente está dispuesta a pagar por él. Los economistas también saben que un producto financiero vale en función del flujo de renta futura que dicho producto puede generar. El problema está cuando la gente compra productos sin saber que su valor intrínseco es cercano a cero o, por lo menos, muy inferior al actual, y que aunque el flujo de renta actual es alto, el futuro es cero o cercano a cero, como ocurre en las burbujas especulativas. Las regulaciones del mercado financiero, por tanto, deberán lograr un cierto equilibrio entre la innovación financiera y la estabilidad del sistema.

Por otra parte, está el problema de los incentivos, que tiene que ver con las recompensas que obtienen las personas que trabajan en una organización. Como señala la literatura de la agencia el principal (los accionistas de la empresa) deben establecer unas compensaciones (sueldos, opciones, pluses, bonus) que motiven a los que trabajan para la empresa a esforzarse más y aumentar su valor para los accionistas (Jensen y Murphy, 2004). Existen múltiples esquemas de compensación y estímulo. En las grandes empresas se ha planteado una situación sobradamente conocida: que los dueños, los accionistas, son tantos que apenas tienen información sobre los esquemas de compensación y mucho menos control. Además se trata de empresas demasiado grandes para dejarlas hundir, por su impacto negativo en el resto de la economía. La situación es delicada y parece estar mal planteada. Es delicada

porque al tratarse de empresas privadas no parece que deban las autoridades públicas intervenir para decirle a los dueños cómo deben establecer los sistemas de remuneración. Y por otro lado parece estar mal planteada porque no se trata de establecer un límite a los salarios, sino un esquema de recompensa que no pueda ser manipulable por los beneficiarios en su propio interés y que haga que la empresa crezca de forma sostenible. Tampoco es un problema exclusivamente, aunque sí, principalmente, de remuneración de la alta dirección; también tiene efectos, por poner un ejemplo, cuando en la comercialización de las hipotecas la remuneración depende del número de hipotecas vendidas; el vendedor de las hipotecas tratará de vender muchas, aún a riesgo de que el que la adquiera sea insolvente.

En las políticas de reforma y regulación del sistema financiero se plantean dos problemas: i) la falta de acuerdo sobre las reformas adecuadas (Calomiris, 2009), que creen estímulos para innovaciones eficientes, y la aplicación simultánea de esas reformas por los principales países, dado que las economías y, sobre todo, los mercados financieros, están cada vez más integrados. Las dificultades de la acción colectiva pueden llevar a los países a adoptar un *second best*: considerar que, previsiblemente, el sistema financiero internacional pueda seguir generando inestabilidad y realizar las reformas dirigidas a flexibilizar la economía real de forma que asimile eficientemente las crisis financieras periódicas.

En la Unión Europea, la denominada *estrategia de Lisboa*, planteada en el año

2000, trata de desarrollar una agenda de reformas en los distintos ámbitos de la economía que, en general, tratan de fortalecer los mecanismos de mercado para lograr una economía más intensiva en conocimientos y más competitiva. En el Consejo de Europa de 2005 se constata el retraso en las reformas y se adoptan 25 directrices de reformas para revitalizar la agenda de Lisboa.

Si las políticas de reforma en la UE tienen como objetivo una transformación estructural que conduzca a una economía más dinámica y competitiva, no solo se necesita más flexibilidad en el mercado de trabajo, sino programas de formación y recualificación, formación permanente y flexibilidad en la estructura empresarial con políticas de fomento de la iniciativa empresarial y la innovación y la "flexiseguridad" en el mercado del trabajo.

El European Economic Recovery Programme propone políticas de reforma enraizadas en la estrategia de Lisboa (CCE, 2008): inversiones en la formación y adquisición de cualificaciones adecuadas a las necesidades de la economía de la salida de la crisis, tecnologías eficientes y limpias e infraestructuras e interconexiones para mejorar la eficiencia y la capacidad innovadora: iniciativa de apoyo al empleo, creación de demanda de mano de obra, mejorar el acceso a la financiación de las PYMES, reducir las cargas administrativas y fomentar la iniciativa empresarial, realizar inversiones para modernizar las infraestructuras, mejorar la eficiencia energética en los edificios, fomentar el rápido arraigo de los productos "verdes", incre-

mentar las inversiones en I+D, innovación y educación, desarrollar tecnologías limpias para la construcción y el automóvil y así sucesivamente. En definitiva, medidas que ya se venían proponiendo desde hace años.

V. ¿Y AHORA QUÉ? CONJETURAS Y ESTRATEGIAS

Se puede decir que la primera fase de intervención del paquete de políticas monetarias y fiscales ha tenido éxito en estabilizar el sistema financiero internacional, en restablecer los flujos financieros y en crear nueva confianza en el sistema financiero, lo que ha propiciado el inicio de la recuperación en algunos países (FMI, 2009). También podríamos decir que las políticas (monetaria y fiscal) de estímulo de la demanda han logrado frenar la caída en la demanda agregada, aunque todavía se discute si las intervenciones son suficientes o se requerirá un nuevo paquete de medidas.

Se puede observar que la recuperación será distinta según los países, lo cual es lógico, dadas las diferencias en las situaciones de partida y el distinto efecto de la política fiscal (Freedman et al, 2009). Los primeros síntomas de recuperación aparecen en China y la India, seguidas por Brasil, lo que parece que la salida de la crisis nos conducirá a un mundo distinto, más multipolar.

Como se puede observar en el cuadro 1, elaborado a partir del World Economic Outlook de octubre de 2009 (FMI), existe una clara diferencia entre los denominados grandes países emergentes (Brasil, China, India), con una recuperación vigorosa, y

los países desarrollados, con una recuperación débil, cercana al estancamiento, a

excepción de EEUU mas vigorosa, y de España, que retrasa su recuperación.

CUADRO 1
PIB, inflación y paro

	PIB real				Inflación				Paro			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EEUU	2,1	0,4	-2,7	1,5	2,9	3,8	-0,4	1,7	4,6	5,8	9,3	10,1
Área euro	2,7	0,7	-4,2	0,3	2,1	3,3	0,3	0,8	7,5	7,6	9,0	11,7
Alemania	2,5	1,2	-5,3	0,3	2,3	2,8	0,1	0,2	8,4	7,4	8,0	10,7
Francia	2,3	0,3	-2,4	0,9	1,6	3,2	0,3	1,1	8,3	7,9	9,5	10,3
Italia	1,6	1,0	-5,1	0,2	2,0	3,5	0,7	0,9	6,1	6,9	9,1	10,5
España	3,6	0,9	-3,8	-0,7	2,8	4,1	-0,3	0,9	8,3	11,3	18,2	20,2
Brasil	5,7	5,1	-0,7	3,5	3,6	5,7	4,8	4,1	-	-	-	-
China	13,0	9,0	8,5	9,0	4,8	5,9	-0,1	0,6	-	-	-	-
India	9,4	7,3	5,4	6,4	6,4	8,3	8,7	8,4	-	-	-	-

Fuente: FMI (2009, octubre)

Sin embargo, hasta ahora la estabilización de los mercados financieros no ha atacado las causas que generaron la inestabilidad y que requieren (Ackerman, 2008): mejorar la transparencia de los mercados, mejores agencias de evaluación de riesgo, mejor gestión del riesgo, mejores infraestructuras de mercado y mejor gestión del riesgo de liquidez.

Si consideramos como un factor potencial de futuras crisis los precios de la energía, las reformas tendrán que tener en cuenta el modelo de desarrollo económico futuro, especialmente el desarrollo de fuentes de energía alternativas a las actuales.

Algunas conjeturas

Aunque parece existir la inexplicable creencia, al menos por algunos, que los economistas pueden adivinar el futuro, nada más lejos de la realidad. Por ello, sólo podemos realizar algunas conjeturas, más o menos informadas, sobre el futuro más inmediato.

En primer lugar, las políticas monetarias puestas en marcha por el Banco Central Europeo han reducido los tipos de interés al uno por ciento, y la aplicada por la Reserva Federa (Fed, EEUU) los dejó cercanos al cero, con un importante volumen

de liquidez no utilizado, deberán adaptarse rápidamente al cambio de tendencia; si la política monetaria actual se prolonga excesivamente puede estimular la formación de nuevas burbujas especulativas y generar distorsiones en la economía. Si se cambia la política monetaria antes de tiempo se puede frenar la recuperación. Se necesitará, por las autoridades monetarias, un seguimiento atento y un cierto "arte" para saber cuando cambiar de política y a qué ritmo cambiar. Lo que sí parece poder aprenderse de la crisis es que políticas monetarias demasiado acomodaticias durante demasiado tiempo son inadecuadas; por tanto, adiós a los largos períodos de tipos de interés bajos.

En segundo lugar, los estímulos fiscales, como hemos visto, han provocado un fuerte déficit en casi todos los países, lo que limita su discrecionalidad futura. El fuerte endeudamiento de las economías domésticas y de las empresas, a finales de 2007, ha sido sustituido por un fuerte endeudamiento público. La previsible elevación de los tipos de interés aumentará los costes de la deuda. La gestión de la política fiscal plantea fuertes dificultades; los fuertes déficits de 2009, y su previsible incremento en 2010, tendrán que ser financiados con una fuerte emisión de deuda, que alcanzará un volumen desconocido en los últimos cincuenta años.

En tercer lugar, todavía quedan pendientes de aplicar las políticas de reforma y regulación del sistema financiero. Sin ellas parece razonable pensar que la recuperación de las economías resultará inestable.

Finalmente, si no se cambia de modelo de crecimiento económico, la recuperación de las economías volverá a presionar sobre los precios de las materias primas, especialmente en el precio del petróleo. El cambio del modelo energético parece urgente si se quiere que la recuperación sea medianamente sostenible.

VI. ESPAÑA: UNA ESTRATEGIA PARA LA SALIDA DE LA CRISIS

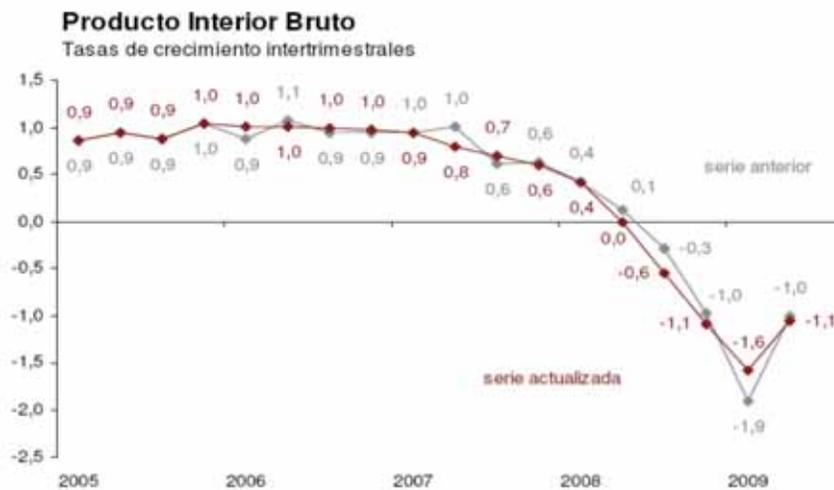
España tenía unos problemas específicos como eran el sector de la construcción sobredimensionado, una baja productividad, un fuerte déficit de la balanza comercial, un diferencial en la tasa de inflación y una tasa de paro por encima de la media europea. La economía española, una economía más bien con tecnologías maduras y un peso excesivo en el sector de la construcción, se encontraba lejos del modelo propuesto por la estrategia de Lisboa. Estos desequilibrios estructurales y macroeconómicos de partida hacen que la crisis se haya manifestado en España de forma más virulenta.

En primer lugar, la crisis financiera se manifiesta en el mercado bursátil: el Ibex 35 que tenía un valor de 15.182 el 28 de diciembre de 2007, descendió a un valor de 8.910 el 20 de noviembre de 2008; en algo menos de un año descendió a casi la mitad, al mismo tiempo que la volatilidad del índice del Ibex 35, a tres meses, se disparaba pasando de 16,18 en diciembre de 2007 al 75,27 en noviembre de 2008; es decir, el índice bajaba entre fuertes fluctuaciones

En segundo lugar, la crisis se manifiesta en la economía real: el PIB que venía creciendo de forma sostenida, la tasa de

crecimiento se desploma en el año 2008 (ver gráfico 6).

GRÁFICO 6



Fuente: INE

En tercer lugar, se produce un crecimiento espectacular del desempleo, muy por encima del de cualquier país de la UE, como ya vimos en el gráfico 3. El crecimiento del desempleo no se produce por fallos en el mercado de trabajo, sino por el colapso del sector de la construcción y por la caída general de la actividad económica.

A) POLÍTICAS A CORTO PLAZO

A corto plazo, la intervención se centró fundamentalmente en sostener el sistema financiero y frenar la caída de la demanda. Un breve repaso de las políticas

utilizadas para salir de la crisis pone de manifiesto lo siguiente.

La política monetaria realizada por el BCE ya ha sido comentada. Aquí se crea para el sostenimiento de las instituciones financieras (bancos y cajas) el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) (BOE, 2009). Cabe pensar que la Autoridad Monetaria realizará un cuidadoso escrutinio de las tendencias observadas en las economías de la eurozona y evolucionará lentamente. Sin embargo, dado que la recuperación de algunas economías de la eurozona (Alemania, Francia) se están pro-

duciendo ya, y la recuperación española se puede retrasar, es muy posible que la política monetaria cambie de tendencia (tipos de interés más altos) antes de lo que sería conveniente para España.

La política fiscal discrecional ha apoyado una serie de proyectos, muchos de los cuales se incluyen en el Plan Español para el Estímulo de la Economía y el Empleo. Pero la política fiscal, como ha señalado Carlos Ocaña, Secretario de Estado de Hacienda, está hipotecada para un inmediato futuro ("el déficit público ya no puede crecer más", (El País, 24/06/2009). Las previsiones de déficit para finales de 2009 rondan el 10 % del PIB. Un análisis más preciso nos obliga a descomponer el déficit total en cíclico y estructural. El superávit fiscal de 2007 sería coyuntural, después de un período de crecimiento sostenido. Posiblemente ese superávit cíclico animó a la realización de gastos que generaban un déficit estructural que quedaba enmascarado por el superávit cíclico. Por ello, con el cambio de ciclo el déficit cíclico se dispara y se acumula con el déficit estructural; ello explicaría el crecimiento espectacular experimentado en tan poco tiempo.

La situación actual, por tanto, es fiscalmente delicada, pues no sólo se trata del volumen del déficit y de la deuda alcanzado, sino también de la tasa de variación en un período de tiempo tan reducido, de forma que el cambio de tendencia de la coyuntura, lento como se espera, no sería suficiente para alcanzar el equilibrio fiscal, por lo que mantener la misma política fiscal

puede resultar insostenible y prolongar la crisis. Sin embargo, el cambio de la política fiscal puede generar incertidumbre, desconfianza sobre la dirección de la política fiscal y retraer tanto la demanda como la inversión. Además si, como cabe esperar, la política monetaria de la eurozona cambia hacia más restrictiva demasiado pronto para España sería necesario compensarla con una política fiscal más expansiva,

La necesidad de controlar el déficit fiscal está produciendo un debate sobre el presupuesto de 2010. La situación podría plantearse así: mantener la misma política fiscal es insostenible y las medidas barajadas para cambiarlo tienen todas alguna contraindicación. Elevar el IVA tiene efectos sobre los precios y sobre la demanda, que ya está muy decaída y la aplicación de un eco-impuesto sobre el consumo de energía tiene también su riesgo. Tendrá sentido si se produce una mayor eficiencia en el consumo de energía y en la sustitución en el uso de energías vinculadas al petróleo por energías sostenibles, pero ello necesitará ir acompañado de incentivos a la producción de ese tipo de energía. Otra medida que se baraja, la de incrementar los tipos impositivos sobre las rentas del capital, puede desincentivar el ahorro. Hay que pensar, además, que en este momento con unos tipos de interés tan bajos el efecto desincentivador será mayor y la capacidad recaudatoria muy limitada.

El presupuesto de 2010 todavía está sin aprobar, y cabe pensar que en su paso por el Parlamento experimentará algunos ajustes. La impresión que produce lo que

se conoce del borrador es que: i) tendrá un efecto relativamente neutral en la economía (no reducirá significativamente el carácter expansivo de la política fiscal); y ii) tendrá un efecto muy moderado en el déficit (más que reducirlo significativamente pondrá de manifiesto la voluntad del gobierno de hacer frente a su crecimiento descontrolado). Hay que pensar que el crecimiento del déficit no se ha producido solo por el crecimiento del gasto, sino también por una fuerte reducción de los ingresos impositivos y que no es previsible que para el año que vienen aumenten, a no ser que modifiquen los tipos impositivos de alguno de los dos grandes impuestos recaudadores, el IVA o el IRPF.

B) POLÍTICAS PARA LA SALIDA DE LA CRISIS

Una vez estabilizado el sistema financiero, y frenada la caída de la economía, se plantea la necesidad de la salida de la crisis. Si en la primera fase era importante sostener la demanda mediante la política fiscal, ahora se necesita hacer más hincapié en el lado de la oferta: reformas estructurales, fomentar un incremento de la productividad, estimular las exportaciones.

1. Las reformas estructurales

Quedan las políticas de reforma y regulación. Parece fundamental: i) ir a un modelo de consumo de energía más eficiente y más diversificado; ii) promover reformas hacia una economía más competitiva (productiva) y más intensiva en la utilización de conocimientos.

Hay que señalar que una transformación estructural no se produce en un período corto de tiempo. De hecho, la aplicación de la estrategia de Lisboa en España, iniciada en el año 2000, ha producido unos avances muy moderados en los casi diez años transcurridos. Siendo optimistas podemos pensar que con la crisis se podrá acelerar dicha transformación.

Está pendiente una reforma del sector servicios, inspirada por la directiva europea. La ley ómnibus aprobada por el gobierno y pendiente de su paso por el Parlamento puede resultar clave. Esto deberá tener un impacto en la eficiencia del sector servicios, especialmente en algunos subsectores, como el de las telecomunicaciones, lo que resulta muy relevante dado el peso de los servicios en la economía española, y previsiblemente también contribuya a reducir el diferencial inflacionista.

Las reformas en el mercado de trabajo parecen paralizadas por el desacuerdo existente en el diálogo social. La falta de un consenso sobre el modelo de funcionamiento del mercado laboral impide la toma de decisiones consensuadas. Sin embargo existen documentos de la Unión Europea (CE, 2008; Bekker, S. y Wilthagen, 2008) en donde se apoyan las reformas en la línea de la flexiseguridad que podrían servir como referencia.

Por último, el debate de la Ley de Crecimiento Sostenible podría servir para alcanzar un consenso sobre las reformas y el marco de regulaciones a establecer en España para un desarrollo a medio plazo.

2. Políticas de fomento de la competitividad

La caída en la demanda en España posiblemente tarde en recuperarse, tanto por el endeudamiento de las familias, como por el crecimiento del desempleo. El principio de recuperación de las economías alemanas y francesa o de EEUU junto a la china y la india podría tirar de la demanda externa española, pero para ello las empresas necesitan ser competitivas.

Para analizar la competitividad exterior debemos tener en cuenta dos elementos: el tipo de cambio y la productividad de las empresas. El tipo de cambio del euro respecto al dólar es relevante para las exportaciones fuera del área del euro. En este caso lo que se puede observar en lo que va de año es una cierta apreciación del euro respecto al dólar: la cotización media de enero era de 1,324 dólares/euro, que se deprecia ligeramente en febrero hasta el 1,278 y a partir de ahí el euro se aprecia hasta alcanzar en agosto el 1,427. Si se mantiene esta tendencia puede dificultar las exportaciones españolas a los países emergentes que ya han iniciado la recuperación.

Sin embargo, la mayoría de las exportaciones españolas se realizan dentro del área del euro, donde existe la misma moneda; en este caso la competitividad dependerá más de otros factores, especialmente de la productividad.

La crisis ha supuesto una importante criba en las empresas: en 2008 el número de empresas activas disminuyó un 1,9 %,

muchas de las empresas destruidas serían las más ineficientes. La cuestión está en estimular la entrada de nuevas empresas más innovadoras capaces de competir en un mercado cada vez más globalizado (empresas born global, empresas capaces de competir desde su inicio en un mercado globalizado) y de estimular la internacionalización de las empresas existentes; pero para aplicar estas políticas nos vamos a encontrar con las limitaciones de la política fiscal.

En esa transformación estructural no juega un papel menos importante las reformas en el uso de la energía. Aquí también nos encontramos con viejos problemas que se vienen arrastrando desde la primera crisis energética a principios de la década de los 1970. Los avances realizados desde entonces parecen claramente insuficientes, baste recordar la situación de julio de 2008, con un precio de barril brent de 147 dólares, y sólo se puede esperar que la crisis acelere dicha transformación. Los anuncios del desarrollo de modelos de automóviles mixtos o totalmente eléctricos parecen apuntar en esa transformación, que además tendrá efectos positivos en el medioambiente. Esto, sin embargo, aumentaría la demanda de energía eléctrica, lo que nos conduce a las fuentes de creación de dicha energía. En el paquete actual figura la energía hidráulica, la energía eólica, energía térmica, energía nuclear, con un exceso de capacidad inexistente; por ello si se produce un incremento en la demanda de energía eléctrica puede resultar inasumible para el sistema. Se necesita, por tanto, apostar decididamente por una política energética.

Finalmente, debemos pensar en las reformas del sector público. No se trata de reducir el peso del sector público, sino en evitar algunos sesgos y aumentar su eficiencia. A modo de ejemplo hay dos cuestiones que han estado en los periódicos en los últimos años: la corrupción de los municipios, ligada a la construcción y los problemas de las cajas de ahorro, sometidas a presiones políticas. La constatación de la inestabilidad del mercado sin unas reglas de juego adecuadas vuelve a redescubrir la importancia de la acción pública, entendida como acción colectiva. Ello, no obstante, no debe ocultar las ineficiencias que se pueden producir en los procesos de decisión política y en la necesidad de someterle también a reformas.

VII. CONCLUSIONES

Estamos en octubre de 2009, ojeando el horizonte en busca de algún signo de recuperación. Como se dice en el título, estamos en medio de una crisis y ante un futuro lleno de incertidumbre o, como dice el comunicado de Pittsburg, *en la crítica transición de la crisis a la recuperación*. El tratamiento de las políticas económicas aplicadas ha tenido éxito en frenar el deterioro económico, pero todavía no sabemos si será suficiente para garantizar la recuperación. Se necesita una atenta auscultación de la realidad económica para observar su evolución en los próximos meses y reaccionar con diligencia si se producen síntomas de deterioro.

La política monetaria se ha especializado casi exclusivamente en el control de la

inflación; las periódicas crisis financieras han conducido a algunos autores a plantear la necesidad de vigilar los incrementos en los valores de los activos (inflación de activos) como objetivo de la política monetaria y no centrarse únicamente en las tasas de inflación; el problema es como poder establecer cuando en un mercado se está produciendo una burbuja especulativa.

Las políticas fiscales, que han tenido un papel protagonista en esta crisis, quedan con una discrecionalidad muy limitada para un futuro próximo. Los fuertes déficits y el crecimiento del endeudamiento tendrán que ser financiados en los próximos años.

Finalmente, las políticas de reforma y regulación insuficientemente utilizadas en estos dos años de crisis tienen un importante papel futuro. Hemos tratado de distinguir entre las reformas coordinadas entre los distintos países, fundamentalmente del sistema financiero internacional, y las reformas que se deberán aplicar en España. Se puede prever que las reformas globales van a ser lentas, llenas de obstáculos, dada la falta de un modelo económico consensuado. Las reformas estructurales de la economía española deberán seguir un ritmo más acelerado, si no queremos que la economía española entre en una fase de bajo crecimiento.

BIBLIOGRAFÍA

ACEMOGLU, D. (2009): "The crisis of 2008: structural lesson for and from economics". CEPR *Policy Insight* nº 28, enero.

- ACEMOGLU, D., CANTONI, D., JOHNSON, S. y ROBINSON, J.A. (2005): "Institutions as the fundamental cause of long-run growth". En AGHION, P. y DURLAUF, S. (eds), *Handbook of economics*, Elseiver, North Holland.
- ACKERMANN, J. (2008): "The subprime crisis and its consequences". *Journal of Financial Stability*, vol. 4, págs. 329-337.
- ÁLVAREZ, J.A. (2008): "Globalización, crisis económica de 2008 y políticas nacionales anticíclicas: la situación de España y Canarias". *Hacienda Canaria*, nº 25, octubre.
- AMABLE, B. (2008): "Structural reforms in Europe and the (in)coherence of institutions". CEPREMAP Doc web nº 0809.
- AOKI, A. (1994): "The contingent governance of teams: Analysis of institutional complementarity". *International Economic Review*, vol. 35, págs. 657-676.
- AVGOULEAS, E. (2009): "The global credit crisis, behavioral finance and financial regulation. In search of a new orthodoxy". *Journal of Corporate Law Studies*, vol. 1, febrero, págs. 1-56.
- BAILY, M.N., LITAN, R.E. y JOHNSON, M.S. (2008): "The origins of the financial crisis". Brookings Institution, Business and Public Policy, noviembre.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE) (2005): "Burbujas del precio de los activos y política monetaria". Boletín Mensual, abril, págs. 51-65.
- BANCO CENTRAL EUROPEO (BCE) (2009): "La aplicación de la política monetaria desde agosto del 2007". Boletín Mensual, Julio, págs. 83-98.
- BEKKER, S. y WILTHAGEN, T. (2008): "Flexicurity – a European approach to labour market policy". *Intereconomics*, marzo/abril.
- BLANCHARD, O. (2009): "The crisis: Basic mechanisms, and appropriate policies". *IMF Working Paper* wp 09/80.
- BLUNDELL-WIGNALL, A., ATKINSON, P. y LEE, S.H. (2008): "The current financial crisis: causes and policy issues". OCDE *Financial Market Trends*.
- BOE (2009): "Real Decreto ley 9/2009) de junio sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito". Madrid.
- BUITER, W.H. y MARSTON, R.C. (eds.) (1985): "International economic policy coordination". Cambridge, Cambridge University Press.
- BUITER, W.H. (2007): "Lessons from the 2007 financial crisis". CEPR Policy *Inshight*, nº 18.
- CALOMIRIS, C.W. (2009): "Financial innovation, regulation, and reform". *Cato Journal*, vol. 29 (1), págs. 65-91.
- COLANDER, D., FÖLLMER, H., HAAS, A., GOLDBERG, M., JUSELIUS, K., KIRMAN, A., LUX, T. y SLOTH, B. (2009): "The financial crisis and the systemic failure of academic economics". Kiel Working Papers nº 1489.
- COMISIÓN EUROPEA (CE) (2007): "Principles of flexicurity: More and better jobs through flexibility and security". Bruselas.
- COMISIÓN EUROPEA (CE) (2008): "Un plan europea de recuperación económica". COM(2008)800 final.
- FISCHER, S. (2003): "Financial crises and reform of the international system". *NBER Working Paper*, nº W9297.

FMI (2009a): "Fiscal implications of the global economic and financial crisis". IMF Staff Position Note SPN/09/13.

FMI (2009b): "World Economic Outlook", Washington, octubre.

FRAME, W.S. y WHITE, L.J. (2004): "Empirical studies of financial innovation: Lots of talks, little action?". *Journal of Economic Literature*, vol. 43 (1), págs. 116-144.

FREEDMAN, C., KUMHOF, M., LAXTON, D. y LEE, J. (2009): "The case for global fiscal stimulus". IMF Staff Position Note, SPN/09/03.

FURCERI, D. y MOUROUGANE, A. (2009): "Financial crisis: past lessons and policy implications". Economic Department, *Working Paper*, nº 668.

GALBRAITH, J.K. (1997): "The great crash, 1929". Boston, Mariner Books.

HALL, P.A. y SOSKICE, D. (2001): "An introduction to varieties of capitalism". En HAL, P.A. y SOSKICE, D. (eds.): *Varieties of capitalism: The institutional foundations of comparative advantage*; Oxford, Oxford University Press.

HAAR, B. (2008): "Open method of coordination: A new stepping Stone in the legal order of international and European relations". *Nordic Journal of International Law*, vol. 77, págs. 235-251.

HELLMANN, T.F., MURDOCK, K.C. y STIGLITZ, J.E. (2000): "Liberalization, moral hazard in banking, and prudential regulation: Are capital requirements enough?". *American Economic Review*, vol. 90 (1), marzo, págs. 147-165.

ITO, T. y MISHKIN, F.S. (2004): "Two decades of Japanese monetary policy and the deflation problem". NBER *Working Paper* nº 10878.

JENSEN, M.J. y MURPHY, K.J. (2004): "Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them". European Corporate Governance Institute, *Working Paper* nº 44/2004.

KOSE, M.A., PRASAD, E.S., ROGOFF, K. y WEIL, S.-J. (2009): "Financial globalization and economic policies". *Global Economy & Development Working Paper* nº 34, abril.

LANDAIS, B. (2009): "Monetary policy and the crisis". MPRA Paper, nº 15652.

MARTINEZ-DÍAZ, L. (2007): "The G20 after eight years: How effective a vehicle for developing-country influence?". Brookings Institution, *Working Paper* nº 12.

MILLER, M.H. (1986): "Financial innovation: The last twenty years and the next". *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 21 (4), págs. 459-471.

MINISTERIO DE ECONOMÍA Y HACIENDA (MdeEH) (2009): "Síntesis de indicadores económicos", julio-agosto.

MORENO, P. (2009): "El G20 y la reforma de la arquitectura financiera internacional". Banco de España, *Boletín Económico*, julio-agosto, págs. 140-152.

MOOSLECHNER, P. y SCHUERZ, M. (1999): "International macroeconomic policy coordination: Any lessons for EMU?. A selective survey of the literature". *Empirica*, vol. 26, págs. 171-199.

NACIONES UNIDAS (2008): "Development and globalization: Facts and figures". New York, Ginebra, United Nations.

RAE, D. y SOLLIE, M. (2007): "Globalisation and the European Union:

Which countries are best placed to cope?". OCDE ECO/WKP (2007)46.

REINHART, C.M. y ROGOFF, K.S. (2008): "Is the 2007 U.S. subprime crisis so different? An international historical comparison". *American Economic Review*, vol. 98 (2), págs. 339-344.

RUIZ BRAVO, G. (2008): "Un mundo en crisis. Auge y caída de la liquidez y el crédito". Málaga, Cámara de Comercio de Málaga.

SAHA, D. y WEIZSÄCKER, J. von (2009): "Estimating the size of the European stimulus packages for 2009. An update". Bruegel.

SANDERS, A. (2008): "The subprime crisis and its role in the financial crisis". *Journal of Housing Economics*, vol. 17, págs. 254-261.

SCHWARTZ, A.J. (2009): "Origins of the financial market crisis of 2008": *Cato Journal*, vol. 9 (1), págs. 19-23.

SECRETARÍA GENERAL DE POLÍTICA ECONÓMICA Y ECONOMÍA INTERNACIONAL (SGPEEI) (2009): Boletín Semanal de Coyuntura, 3 de julio, 2009.

SPIILIMBERGO, A., SYMANSKY, S., BLANCHARD, O. y CATTARELLI, A. (2008): "Fiscal policy for the crisis". FMI, SPN 08/01.

SPIILIMBERGO, A., SYMANSKY, S. y SCHIDLER, M. (2009): "Fiscal multipliers". FMI Staff Position Note, SPN/09/11.

STIGLITZ, J.E. (1999): "Reforming the global economic architecture: Lessons from recent crises". *The Journal of Finance*, vol. 54 (4), págs. 1508-1521.

UNCTAD (2009): "The global economic crisis: systemic failures and multilateral remedies". New York, United Nations.

WEBER, A.A. (2009): "Challenges for monetary policy in the financial crisis". Deutsche Bundesbank, Seminar on Monetary Theory and Policy, 19 de mayo.