



REAL ACADEMIA
GALEGA DE CIENCIAS

La crisis de la eurozona: una historia de desequilibrios y asimetrías

José Ramón Cancelo de la Torre

Discurso de Ingreso en la Real Academia Galega de Ciencias

Santiago de Compostela, 14 de septiembre de 2016

ÍNDICE

Prólogo

1. Nacimiento y primeros años de la moneda única

2. La crisis financiera mundial de 2007-2009

3. La crisis de la eurozona: Grecia y la deuda pública

4. Las políticas de austeridad

5. El marco institucional del euro

6. Conclusiones

Referencias

Excmo. Sr. Presidente de la Real Academia Galega de Ciencias,
Excmos. Sras. y Sres. Académicos,
Autoridades,
Señoras y señores, amigas y amigos

PRÓLOGO

Me gustaría comenzar expresando mi profundo agradecimiento a todos los miembros de la Real Academia Galega de Ciencias por haber considerado mi ingreso en esta Institución. Me siento muy reconocido por el honor concedido, muy ilusionado, y espero corresponder a la confianza que han depositado en mí haciendo todo lo que pueda para contribuir al objetivo último de la Academia, la promoción social del conocimiento como factor decisivo para lograr el desarrollo socioeconómico y el bienestar de Galicia.

También tengo que agradecer a todas las personas que me han ayudado a lo largo de mi vida. Solo puedo nombrar a unas pocas, pero soy consciente de que la lista es muy larga y que todos sus integrantes han contribuido a mi desarrollo personal y profesional.

En lo académico no puedo dejar de mencionar al profesor José María Riobóo, que me propuso continuar en la universidad cuando acabé la licenciatura y dirigió los primeros pasos de mi actividad académica; a la profesora Pilar Martín-Guzmán, que me ofreció la oportunidad de incorporarme a la Universidad Autónoma de Madrid y fue la directora de mi tesis doctoral; y al profesor Javier Martín Pliego, de quien tanto aprendí en una época decisiva de mi carrera. También agradezco a José Antonio Campo, que lleva más de veinte años enseñándome que la Estadística es mucho más que lo que se recoge en los libros. Pero sobre todo tengo que reconocer mi enorme deuda con el profesor Antoni Espasa, cuya forma de entender la Economía, como conocimiento teórico pero también como actividad práctica, me marcó profundamente y orientó toda mi trayectoria académica y profesional.

En lo personal gran parte de lo que soy se lo debo a mis padres, que como muchos gallegos tuvieron que emigrar a mediados del pasado siglo, y que tanto insistieron en la importancia de la educación y en la necesidad de aprovechar las oportunidades que ellos no tuvieron. Pero la persona que más se ha sacrificado para que llegase este momento es mi mujer, Pilar, sin cuyo apoyo, cariño y comprensión yo no estaría hoy aquí.

Para el discurso de ingreso elegí hablar de la crisis de la eurozona por varios motivos. Algunos son evidentes: es un tema que ocupa un lugar central en la investigación económica actual, y además una parte importante de mis trabajos se dedicaron a la modelización macroeconómica y al análisis del ciclo y de la coyuntura. Pero también influyó en la elección una razón más personal: la crisis nos ha afectado tanto como ciudadanos, y nos ha impactado tanto a los economistas, que quise aprovechar la oportunidad que me brindaba la elaboración de este discurso para repasar cómo hemos llegado hasta aquí y qué podemos esperar del futuro más inmediato.

1. NACIMIENTO Y PRIMEROS AÑOS DE LA MONEDA UNICA

La eurozona nació el 1 de enero de 1999 con la entrada en vigor del euro en once de los quince países que integraban la Unión Europea en aquella época. Desde entonces el número de miembros ha ido aumentando, hasta llegar a los diecinueve estados que la componen en la actualidad.

Era sobradamente conocido que las once economías que iban a estrenar el euro eran muy diferentes, y desde el principio los economistas distinguieron dos grandes grupos a los que llamaron centro y periferia. Cada estado miembro se asignó a uno de estos grupos en función de su capacidad para gestionar la economía nacional sin necesidad de mantener políticas monetaria y de tipo de cambio independientes, y por lo tanto de su capacidad para desenvolverse adecuadamente en el marco más restringido que impone la pertenencia a una unión monetaria.

En sus primeros años de existencia la opinión generalizada era que el euro estaba impulsando la integración económica y financiera, creando así un entorno de crecimiento estable para el conjunto de la unión. Entre 1999 y 2007 la producción y el gasto aumentaban a buen ritmo, la inflación estaba controlada, las tasas de paro eran bajas y abundaba el crédito. Además, los países de menor renta por habitante en 1999 crecían más que los más desarrollados, lo que promovía la convergencia de rentas y la reducción de las desigualdades.

No todo eran buenas noticias, ya que los países de la periferia presentaban algunos desequilibrios macroeconómicos tales como déficit de cuenta corriente, endeudamiento exterior o más inflación que los países del centro, por citar solo algunos ejemplos. Sin embargo, estos desequilibrios no activaron ninguna señal de alarma porque la teoría económica demuestra que son inherentes al proceso de convergencia entre países con niveles de renta diferentes. Este proceso está perfectamente descrito en la teoría de crecimiento económico, de modo que la mayor parte de los políticos y economistas no dudaron en afirmar que los desequilibrios de la periferia eran una prueba más del éxito del euro.

Hoy sabemos que esta interpretación era demasiado optimista. Los desequilibrios se originan en el movimiento de capitales desde los países de más renta y capital abundante, a los países de menor renta y escasez de capital. La entrada de capitales en las economías de menor renta es positiva si se destina a inversiones que incrementan la capacidad productiva del país, de manera que en el futuro se generen rentas adicionales que permitan reembolsar las obligaciones contraídas con el exterior. Pero en la realidad estos capitales se destinaron a inversiones no productivas y a gasto corriente, lo que conllevó una asignación ineficiente de los recursos y afectó negativamente a los sectores más dinámicos y abiertos al exterior.

Además, los capitales exteriores se canalizaron principalmente mediante préstamos a corto plazo desde los bancos del centro a los de la periferia, y no por inversión directa o inversiones en cartera. El sistema bancario ganó peso en el conjunto de la economía, pero se volvió más vulnerable a los cambios en la percepción del riesgo por parte de los inversores.

2. LA CRISIS FINANCIERA MUNDIAL DE 2007-2009

En agosto de 2007 se pusieron de manifiesto los primeros síntomas de la crisis de las hipotecas subpreferenciales o *subprime*. Las entidades financieras habían infravalorado el riesgo asociado a estos préstamos, y se encontraron con que su cartera de títulos dudosos -los llamados activos tóxicos- era mucho mayor de lo que creían. Aunque el problema se originó en los Estados Unidos, los efectos se propagaron rápidamente por todo el mundo.

Los inversores reaccionaron deshaciendo posiciones en los activos con riesgo y refugiándose en liquidez o en activos seguros, principalmente deuda pública. Los mercados interbancarios dejaron de operar, lo que repercutió especialmente en las instituciones que dependían de los préstamos interbancarios a corto plazo. En todo el mundo los bancos centrales instrumentaron diversas medidas para inyectar liquidez, pero no consiguieron revitalizar los mercados interbancarios porque las entidades de crédito no se fiaban unas de otras.

A mediados de 2008 ya no había ninguna duda de que la crisis de las hipotecas titulizadas había provocado una crisis bancaria. El punto crítico se alcanzó el 15 de septiembre de 2008 con la declaración de bancarrota de Lehman Brothers, que con un activo de 639 mil millones de dólares aún hoy es la mayor quiebra de la historia por el valor del activo de la empresa quebrada.

El pánico que siguió a la caída de un *holding* de semejante calibre cerró de golpe los mercados financieros mundiales, y los que dependían de capitales ajenos para sus inversiones y gastos corrientes se encontraron sin crédito. A finales de 2008 y en el primer trimestre de 2009 se produjo una gran contracción del gasto y de la actividad económica en todo el mundo, lo que disparó el volumen de créditos dudosos y fallidos y avivó las dudas sobre el valor real de los activos de las instituciones financieras.

Las autoridades económicas respondieron con políticas monetarias y fiscales muy expansivas. Las medidas adoptadas lograron estimular la actividad y la producción comenzó a recuperarse, de modo que a finales de 2009 casi todas las economías desarrolladas habían salido de la recesión.

La eurozona en particular parecía haber capeado bastante bien la crisis. Sin embargo, esta evolución aparentemente positiva, al menos en términos relativos, era más aparente que real, ya que en parte se consiguió agravando los desequilibrios de los miembros más vulnerables. La política monetaria expansiva instrumentada por el Banco Central Europeo (BCE) frenó el imprescindible ajuste de la balanza de pagos de la periferia, en tanto que las políticas fiscales emprendidas por las autoridades nacionales generaron déficits públicos que fueron mucho mayores en la periferia que en el centro.

3. LA CRISIS DE LA EUROZONA: GRECIA Y LA DEUDA PÚBLICA

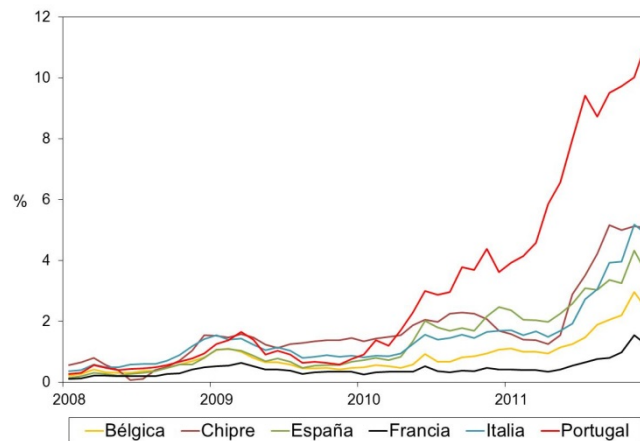
En cierto sentido se puede decir que la crisis de la eurozona comenzó con las elecciones legislativas griegas del 4 de octubre de 2009. El nuevo gobierno llevó a cabo una auditoría del déficit y de la deuda, que reveló que el estado real de las finanzas

públicas helenas era mucho peor de lo que se había dicho hasta ese momento, y que la ocultación se remontaba a varios años atrás.

Si al crecimiento inesperado del monto total de la deuda pública se añade una economía débil y con graves problemas estructurales, es natural que los inversores se pregunten si la deuda es sostenible. La duda incrementó el riesgo asociado a los títulos griegos y los inversores demandaron un tipo de interés más alto; los pagos por intereses aumentaron y con ellos el gasto público total y el déficit, lo que obligó a emitir más deuda y reafirmó los temores sobre su sostenibilidad. En pocas palabras, se creó una espiral de deuda que se autoalimentaba. Durante seis meses los griegos intentaron reconducir la situación por sí mismos, hasta que finalmente se vieron forzados a negociar un programa de ayuda internacional que se aprobó en mayo de 2010.

A partir de ahí las primas de riesgo comenzaron a subir por doquier: Irlanda, Portugal, España, Italia, Chipre, Bélgica y Francia. El contagio se extendió y los países del euro fueron cayendo uno tras otro como fichas de dominó.

Figura 1.- Evolución mensual de algunas primas de riesgo durante la crisis de deuda pública



Mientras la escalada de tipos se limitó a la periferia la tesis oficial era que los inversores habían evaluado los puntos débiles de las distintas economías de la eurozona, y habían descubierto que los desequilibrios acumulados y las bajas previsiones de crecimiento llevarían a un incremento de la deuda pública que, en algunos casos, podría plantear dudas sobre su sostenibilidad. De este modo su

exigencia de un tipo de interés más alto era una respuesta racional al mayor riesgo de impago asociado a la deuda de estos países.

Desde la perspectiva de la eurozona en su conjunto esta explicación era muy tranquilizadora, ya que la responsabilidad recaía exclusivamente en gobiernos descuidados que habían gastado demasiado en los años de bonanza. Pero también era falsa, como se comprobó cuando el contagio llegó a Bélgica y sobre todo a Francia. En ese momento quedó claro que la subida de los tipos de interés no era una simple cuestión de países concretos sino que se debía, al menos en parte, a la propia lógica de funcionamiento de la unión monetaria. Aunque la introducción del euro afectó a la solvencia de la deuda pública de los estados de la eurozona de diversas maneras, es especialmente interesante analizar las consecuencias que tuvo la renuncia a la soberanía monetaria en favor de la unión.

Cuando un país emite deuda en su propia moneda y tiene un tipo de cambio flexible se obliga a efectuar un pago en una moneda sobre la que ejerce un control absoluto, lo que incluye la posibilidad de acudir al banco central para que actúe como prestamista de último recurso. En cambio, cuando un estado miembro de la eurozona se endeuda en euros, en la práctica es casi como si lo hiciese en dólares o en yenes, divisas que no controla y que lo hacen extremadamente vulnerable a los cambios en la percepción del riesgo por parte de los inversores internacionales.

De ahí a las crisis de confianza y a los ataques especulativos autorrealizados solo hay un paso. A finales de 2011 el mercado de deuda pública había caído en una situación típica de equilibrios múltiples: dadas unas condiciones objetivas, si los inversores creen que el riesgo de impago es alto el tipo de interés sube y la probabilidad de impago aumenta, lo que lleva a nuevas subidas del tipo de interés. En cambio, si los inversores creen que el riesgo es pequeño los tipos de interés se mantienen bajos y la probabilidad de impago es casi nula. Los estados nacionales ya no disponían de las herramientas de política económica que habrían permitido cortar la espiral que conducía al equilibrio malo, pues habían renunciado a ellas cuando entraron en la zona euro.

Después de unos cuantos meses en este *impasse*, en el verano de 2012 la eurozona estaba a punto de romperse. En ese momento los partidarios de mantener la unión monetaria se impusieron y las instituciones europeas empezaron a actuar, pese a las reticencias de los escépticos que opinaban que cada estado debía afrontar en solitario sus propios problemas.

Este cambio de actitud se hizo evidente en una intervención de Mario Draghi, el presidente del Banco Central Europeo, que en una conferencia internacional de inversores celebrada el 26 de julio anunció que el BCE estaba dispuesto a actuar como comprador de último recurso de la deuda pública de los países del euro. Puesto que en la práctica sus recursos son ilimitados, el BCE puede comprar toda la deuda pública que los inversores quieran vender e impedir que el tipo de interés aumente. Este anuncio y algunas medidas que se tomaron a continuación cambiaron de manera radical las expectativas de los inversores y las primas de riesgo volvieron a niveles normales, sin que la autoridad monetaria tuviese que destinar un solo euro a respaldar su afirmación de que la moneda única era irreversible.

4. LAS POLÍTICAS DE AUSTERIDAD

Desde el comienzo de la crisis de la eurozona las autoridades europeas insistieron en la necesidad de que los países más afectados adoptasen políticas de austeridad para sanear las cuentas del sector público y recuperar el equilibrio exterior.

A primera vista el objetivo de eliminar el doble déficit -público y exterior- parece incuestionable y siempre debe ocupar un lugar prioritario en cualquier gestión económica responsable. Sin embargo, en la práctica las políticas de austeridad se desarrollaron en un contexto general de ahorro y deflación que apenas permitió una reducción efectiva del endeudamiento. Veamos porqué.

Las políticas de austeridad se instrumentan combinando subidas de impuestos y bajadas del gasto público, con la consiguiente mejora en el estado de las cuentas públicas. Pero también permiten reducir e incluso eliminar el déficit exterior, al influir

sobre las variables que determinan el comportamiento de las exportaciones y de las importaciones.

Así, para recuperar el equilibrio de la cuenta corriente es necesario actuar en dos frentes:

- Disminuyendo la demanda interna, con el fin de reducir el gasto total y con ello las importaciones.
- Promoviendo una devaluación interna, es decir, una bajada relativa de los precios y de los salarios, para ganar competitividad con el exterior y aumentar las exportaciones.

La austeridad fiscal permite actuar sobre la demanda interna porque las subidas de los impuestos y los recortes de los gastos públicos influyen en el gasto agregado a través de los correspondientes multiplicadores fiscales. En ese sentido, las consecuencias negativas de la austeridad fiscal sobre el consumo privado y la inversión no son efectos colaterales no deseados derivados de la necesidad de sanear las cuentas públicas. Por el contrario, uno de los objetivos principales de las medidas de austeridad es precisamente forzar esa bajada del gasto del sector privado.

Por otra parte, es evidente que una contracción de la demanda interna puede provocar una recesión a menos que se compense con un incremento de la demanda externa, lo que refuerza la necesidad de impulsar las exportaciones.

Las exportaciones dependen de lo competitivo que sea el país y de la demanda externa de sus productos. A su vez, la competitividad depende de cómo evolucione la relación entre los precios propios y los precios de los demás países, tanto clientes como competidores. De estas variables, las autoridades nacionales solo pueden actuar sobre los precios propios, de modo que para impulsar las exportaciones tratarán de que los productos producidos por el país en cuestión sean más baratos en los mercados extranjeros.

Para ello, si un estado conserva su propia moneda lo único que tiene que hacer es devaluar el tipo de cambio respecto a las demás divisas, con lo que los precios se

mantienen en moneda nacional pero son más bajos que antes cuando se expresan en las diferentes monedas de los países clientes.

Ahora bien, un estado miembro de la eurozona no puede manejar el tipo de cambio, pues la cotización del euro queda fuera de su alcance. En consecuencia, la única manera de abaratar sus productos es bajando los precios en su propia moneda, es decir, en euros. Esta contención de los precios internos -y por lo tanto de los salarios- es lo que se conoce como devaluación interna, y es mucho más lenta y costosa en términos de bienestar social que la devaluación externa.

Respecto a la forma de provocar una devaluación interna, una vez más la respuesta es la austeridad fiscal. Ya hemos visto que cuando suben los impuestos y se recortan los gastos públicos hay una contracción del gasto total, lo que fuerza a los productores a contener los precios de venta para intentar mantener el volumen de negocio, y a los trabajadores a moderar los salarios para reducir los costes de producción y evitar cierres.

Valoradas en conjunto, las políticas de austeridad han conseguido reducir el doble déficit, público y exterior, a costa de grandes esfuerzos. En cambio, no han tenido tanto éxito en lo que respecta a la reducción del endeudamiento.

Si las circunstancias fueran otras las políticas de austeridad podrían ser compatibles con un saneamiento razonablemente rápido de las economías de la periferia, y por lo tanto con menores costes sociales. Pero desde el comienzo de la crisis del área del euro las preferencias de los miembros más rigoristas del centro se han impuesto, y toda la eurozona ha adoptado los objetivos de ahorro, austeridad, bajo crecimiento y estancamiento de precios.

En este contexto las medidas destinadas a eliminar los déficits de la periferia no se traducen en una reducción inmediata de su endeudamiento. Por un lado, el crecimiento de la actividad es, en el mejor de los casos, modesto, ya que no es fácil compensar la caída del gasto interno con un aumento de las exportaciones. Por otra parte, deben mejorar su competitividad frente a un centro cuyos precios apenas

crecen, de modo que esa mejora en la competitividad puede exigir caídas en términos absolutos de precios y salarios y por lo tanto entrar en deflación. De esta forma puede ocurrir que el producto interior bruto a precios corrientes apenas crezca o incluso que disminuya, lo que a su vez puede llevar a un aumento de la deuda en relación con el tamaño de la economía.

Eso es lo que explica que, seis años después del primer rescate a Grecia y a pesar de todos los esfuerzos realizados, el proceso de desapalancamiento de las economías más endeudadas apenas haya comenzado. Y la situación no cambiará mientras la eurozona siga instalada en el entorno actual de bajo crecimiento económico y nula inflación.

5. EL MARCO INSTITUCIONAL DEL EURO

Llegados a este punto solo queda por aclarar cuál es el origen real de la crisis de la eurozona, pues la respuesta no es la quiebra de Lehman Brothers, la crisis bancaria española o la ocultación del déficit público griego. Estos tres acontecimientos, como otros muchos, son hitos destacados en esta historia, pero no explican porqué una unión de diecinueve estados, que acumula 335 millones de habitantes y representa el 17% del PIB mundial, ha caído en el estado de postración en que se encuentra en la actualidad.

La causa última de la crisis del área del euro es el propio diseño del euro. La moneda única siempre fue un proyecto político, no un fin en sí mismo sino una etapa más de la construcción europea, y en ese proyecto la economía como ciencia tuvo poco que decir.

Una unión monetaria es un acuerdo entre estados independientes para compartir una moneda. Con ello renuncian a llevar a cabo políticas monetaria y de tipo de cambio propias, delegando su gestión en organismos supranacionales que atienden a la evolución del conjunto de la unión, y no a las circunstancias particulares de países concretos.

Ahora bien, el tipo de interés y el tipo de cambio son herramientas esenciales para contrarrestar el impacto negativo de los shocks exógenos sobre la economía nacional, y renunciar a su utilización cuando los shocks afectan a los distintos territorios de diferente manera -shocks asimétricos- puede acarrear costes importantes en términos de caídas de la actividad y aumento del desempleo.

De ahí que la teoría económica haya estudiado con todo detalle los requisitos que deben cumplir los países que quieran formar una unión monetaria. Resumiendo muy brevemente una extensa literatura, la unión tendrá éxito cuando sus miembros tengan estructuras productivas similares, comercien mucho entre ellos, haya una alta movilidad de los factores de producción y especialmente de trabajadores, y sus precios y salarios sean muy flexibles. Cuando estas condiciones se cumplen se dice que los países forman un área monetaria óptima.

Ese no era el caso de los once países fundadores del euro, que constituían un grupo heterogéneo con economías muy diferentes. En esas circunstancias, para que la zona euro se pareciera a un área monetaria óptima se debería haber actuado en dos frentes:

- 1) Haber desarrollado un fuerte entramado institucional que garantizase el reparto de riesgos entre los estados miembros, lo que incluía contemplar posibles transferencias fiscales entre países.
- 2) Haber puesto en marcha reformas estructurales en los países menos preparados para incorporarse al euro, con el fin de eliminar rigideces y mejorar su competitividad.

Al contrario, la eurozona se inauguró en 1999 con un marco institucional mínimo: un banco central cuyo objetivo principal y casi exclusivo era mantener la inflación en el conjunto de la unión en el objetivo fijado; y un Pacto de Estabilidad y Crecimiento que en esencia consistía en un compromiso de los miembros de no superar determinados umbrales de déficit público y de deuda pública. Eso no cambió en los primeros años de vida del euro: entre 1999 y 2007 ni se tomaron medidas que dieran una mayor solidez institucional a la eurozona, ni se garantizó que las economías de los países miembros estuviesen mejor preparadas para enfrentarse a shocks asimétricos.

La consecuencia natural de esta inacción es que cuando aparecieron los problemas no había instituciones, no había instrumentos de política económica, y no había procedimientos explícitos y eficientes para la toma de decisiones. Se había creado una Unión Monetaria incompleta y extremadamente frágil, que no cortó a tiempo la acumulación de desequilibrios durante la expansión, y que no supo cómo actuar cuando se descubrió la verdadera situación de las cuentas públicas griegas.

Cuando la crisis de deuda pública se agravó y las autoridades europeas no tuvieron más remedio que reconocer que al menos parte de los problemas se debían a la fragilidad institucional del euro, se pusieron en marcha diversas iniciativas para gestionar los conflictos con una visión de conjunto: el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza de la Unión Económica y Monetaria, el Pacto Fiscal Europeo, el Six Pack, el Two Pack, el Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos, el Semestre Europeo, el Mecanismo Europeo de Estabilidad, la Unión Bancaria y la Unión de los Mercados de Capitales.

En la práctica los resultados logrados hasta ahora son bastante discretos: las nuevas medidas son complejas y difíciles de entender, incluso para los que están en el día a día de la gestión de la moneda única; algunas iniciativas se aplican a toda la Unión Europea, otras solo a la eurozona; algunas son voluntarias, otras son obligatorias; en determinadas circunstancias se acordaron cláusulas de exclusión que eximen a ciertos países de acatar reglas que son obligatorias para el resto; y las reformas que necesariamente hay que emprender -Unión Bancaria, Unión de los Mercados de Capitales, algún tipo de Unión Fiscal- fueron parciales, progresan lentamente o están paradas.

6. CONCLUSIONES

En muchos aspectos la crisis de la eurozona es consecuencia de haber hecho caso omiso de lo que nos dice la ciencia económica. Siempre se supo que lo que ha pasado podría ocurrir, pero en su momento los posibles problemas se ignoraron deliberadamente porque lo que importaba eran las implicaciones políticas de la

construcción europea. Se confiaba en que cuando llegaran las dificultades las instituciones europeas y los estados nacionales sabrían reaccionar de manera adecuada, siguiendo la conocida máxima de Jean Monnet de que "Europa se forjará en las crisis, y será la suma de las soluciones que se tomen para dichas crisis". Obviamente en este caso no ha sido así.

El final de la crisis aún está lejos, porque los problemas de fondo siguen ahí. Desde el punto de vista económico falta mucho para llegar a una auténtica integración económica y financiera. Existe una asimetría en la toma de decisiones que permite que los países que están en mejor situación económica impongan sus preferencias a los países más vulnerables, aunque esto suponga retrasar su recuperación. Hay una fractura política y social entre acreedores y deudores, que reduce todos los debates a un conflicto de intereses que dificulta la acción colectiva. Por último, pero no menos importante, los ciudadanos no solo son contrarios a aumentar los poderes de las instituciones supranacionales, sino que muchos reclaman volver atrás y que los estados nacionales recuperen el control de competencias ya transferidas.

REFERENCIAS

- Baldwin, R., Beck, T., Bénassy-Quéré, A., Blanchard, O., Corsetti, G., de Grauwe, P., den Haan, W., Giavazzi, F., Gros, D., Kalemli-Ozcan, S., Micossi, S., Papaioannou, E., Pesenti, P., Pissarides, C., Tabellini, G. y Weder di Mauro, B. (2015): *Rebooting the Eurozone: Step I - Agreeing a Crisis Narrative*, *Centre for Economic Policy Research, Policy Insight No. 85*.

- Baldwin, R. y Giavazzi, F. (2016): Introduction, en R. Baldwin, y F. Giavazzi (eds.), *How to Fix Europe's Monetary Union: Views of Leading Economists*, 23-30, CEPR Press, Londres.

- Bénassy-Quéré, A. (2016): A Sovereignless Currency, en R. Baldwin, y F. Giavazzi (eds.), *How to Fix Europe's Monetary Union: Views of Leading Economists*, 62-74, CEPR Press, Londres.

- Canton, E., Grilo, I., Monteagudo, J., Pierini, F. y Turrini, A. (2014): The Role of Structural Reform for Adjustment and Growth, *ECFIN Economic Brief issue 34*.
- Constâncio, V. (2014): The European Crisis and the Role of the Financial System, *Journal of Macroeconomics*, 39, Part B, 259-259.
- de Grauwe, P. (2012): *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford.
- de Grauwe, P. y Ji, Y. (2014): How Much Fiscal Discipline in a Monetary Union?, *Journal of Macroeconomics*, 39, Part B, 348-360.
- de Grauwe, P. y Mongelli, F. P. (2005): Endogeneities of Optimum Currency Areas: What Brings Countries Sharing a Single Currency Close Together?, *European Central Bank, Working Paper Series No. 468*.
- Drudi, F., Durré, A. y Mongelli, F. P. (2012): The Interplay of Economic Reforms and Monetary Policy: The Case of the Eurozone, *Journal of Common Market Studies*, 50, 6, 881-898.
- Eichengreen, B. (1993): European Monetary Unification, *Journal of Economic Literature*, XXXI, September, 1321-1357.
- Eichengreen, B., Jung, N., Moch, S. y Mody, A. (2014): The Eurozone Crisis: Phoenix Miracle or Lost Decade, *Journal of Macroeconomics*, 39, Part B, 288-312.
- Eichengreen, B. y Panizza, U. (2016): A Surplus of Ambition: Can Europe Rely on Large Primary Surpluses to Solve its Debt Problem?, *Economic Policy*, 31, 85, 7-49.
- Eichengreen, B. y Wyplosz, C. (2016): Minimal Conditions for the Survival of the Euro, en R. Baldwin, y F. Giavazzi (eds.), *How to Fix Europe's Monetary Union: Views of Leading Economists*, 34-45, CEPR Press, Londres.
- European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs (2013): The Euro Area's Growth Prospects over the Coming Decade, *Quarterly Report on the Euro Area*, 12, 4, 7-16.
- European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs (2013): The Growth Impact of Structural Reforms, *Quarterly Report on the Euro Area*, 12, 4, 17-27.
- European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs (2014): Growth Differences between EA Member States since the Crisis, *Quarterly Report on the Euro Area*, 13, 2, 7-20.

- European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs (2016): An Overview of Market-Based Adjustment in the Euro Area in the Light of the Crisis, *European Economy, Institutional Paper 016*, 7-17.
- European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs (2016): Revisiting the Relative Price Mechanism, *European Economy, Institutional Paper 016*, 19-32.
- European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs (2016): Deleveraging and Adjustment, *European Economy, Institutional Paper 016*, 49-58.
- Feld, L. P., Schmidt, C. M., Schnabel, I. y Wieland, V. (2016): Maastricht 2.0: Safeguarding the Future of the Eurozone, en R. Baldwin, y F. Giavazzi (eds.), *How to Fix Europe's Monetary Union: Views of Leading Economists*, 46-61, CEPR Press, Londres.
- Feldstein, M. (2015): Ending the Euro Crisis, *Journal of Policy Modeling*, 37, 3, 423-427.
- Frankel, J. (2015): The Euro Crisis: Where to from here?, *Journal of Policy Modeling*, 37, 3, 428-444.
- Gibson, H. D., Palivos, T. y Tavlas, G. S. (2014): The Crisis in the Euro Area: An Analytic Overview, *Journal of Macroeconomics*, 39, Part B, 233-239.
- Gros, D. y Alcidi, C. (2013): Country Adjustment to a 'Sudden Stop': Does the Euro Make a Difference?, *European Economy Economic Papers*, 492.
- Honkapohja, S. (2014): The Euro Area Crisis: A View from the North, *Journal of Macroeconomics*, 39, Part B, 260-271.
- Holinski, N., Kool, C. y Muysken, J. (2012): Persistent Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Causes and Consequences, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 94, 1, 1-20.
- Kalemli-Ozcan, S. (2016): The EZ Crisis: What Went Wrong with the European Financial Integration?, en R. Baldwin, y F. Giavazzi (eds.), *How to Fix Europe's Monetary Union: Views of Leading Economists*, 108-117, CEPR Press, Londres.
- Kang, J. S. y Shambaugh, J. C. (2016): The Rise and Fall of European Current Account Deficits, *Economic Policy*, 31, 85, 155-199.
- Lane, P. R. (2012): The European Sovereign Debt Crisis, *Journal of Economic Perspectives*, 26, 3, 49-68.

- Manasse, P. y Rota Baldini, I. (2013): What's Wrong with Europe?, *Centre for Economic Policy Research, Policy Insight No. 67*.
- Micossi, S. (2013): How the EZ Crisis is Permanently Changing EU Institutions, *Centre for Economic Policy Research, Policy Insight No. 65*.
- Micossi, S. (2016): Balance-of-payments Adjustment in the Eurozone, en R. Baldwin, y F. Giavazzi (eds.), *How to Fix Europe's Monetary Union: Views of Leading Economists*, 188-206, CEPR Press, Londres.
- Monacelli, T. (2016): Asymmetries and Eurozone Policy Making, en R. Baldwin, y F. Giavazzi (eds.), *How to Fix Europe's Monetary Union: Views of Leading Economists*, 161-173, CEPR Press, Londres.
- Mongelli, F. P. (2005): What is European Economic and Monetary Union Telling Us About the Properties of Optimum Currency Areas?, *Journal of Common Market Studies*, 43, 4, 607-635.
- Mongelli, F. P. (2013): The Mutating Euro Area Crisis: Is the Balance Between 'Sceptics' and 'Advocates' Shifting?, *European Central Bank, Occasional Paper Series No. 144*.
- Obstfeld, M. (2013): Finance at Center Stage: Some Lessons of the Euro Crisis, *European Economy, Economic Papers* 493.
- Pisani-Ferry, J. (2013): The Known Unknowns and Unknown Unknowns of European Monetary Union, *Journal of International Money and Finance*, 34, 6-14.
- Shambaugh, J. C. (2012): The Euro's Three Crises (con discusión), *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, 157-231.
- Tavlas, G. S. (2009): Optimum-Currency-Area Paradoxes, *Review of International Economics*, 17, 3, 536-551.
- Working Group on Econometric Modelling of the ESCB (2012): Competitiveness and External Imbalances within the Euro Area, *European Central Bank, Occasional Paper Series No. 139*.
- Wyplosz, C. (2006): European Monetary Union: The Dark Sides of a Major Success (con discusión), *Economic Policy*, 21, 46, 208-261.