

El euro: una arquitectura incompleta

Raymond Torres*

Pese a la reciente mejora de la situación económica, la eurozona se sigue caracterizando por un crecimiento relativamente débil y un paro elevado. Las tendencias son desiguales entre los países que la componen, algo que conlleva un proceso de divergencia que pone en entredicho la sostenibilidad de la moneda única. Estos resultados son un reflejo de las carencias sistémicas que prevalecen desde el inicio del euro. El artículo describe esas carencias, analiza sus consecuencias y examina brevemente las principales soluciones y opciones de reforma. El fortalecimiento de la arquitectura de la eurozona es esencial para la continuidad de la recuperación económica en España, así como para conseguir un crecimiento más inclusivo socialmente.

En el momento de su creación hace casi veinte años, se suponía que el euro traería mayor prosperidad a todos los países participantes. La expectativa era que la moneda única reforzaría la estabilidad financiera y facilitaría la convergencia. Durante algún tiempo esa expectativa se cumplió. Entre 2000 y 2007, la mayoría de los miembros de la eurozona disfrutaron de un crecimiento económico vigoroso y de menores tasas de desempleo.

El proceso de crecimiento y convergencia se vio abruptamente interrumpido con la llegada de la Gran Recesión y la posterior crisis de deuda soberana. Desde entonces, se han empleado grandes esfuerzos en resolver la crisis. Entre ellos cabe destacar la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad y la aplicación por el Banco Central Europeo (BCE) de una batería de medidas no con-

vencionales sin precedentes para evitar la deflación y estabilizar el euro (Comisión Europea, 2015).

Sin embargo, estas medidas, aun siendo importantes, no han bastado para que el euro cumpliera sus promesas. El principal problema reside en el carácter aún incompleto de la arquitectura de la eurozona, lo que lleva al área a enfrentarse a la perspectiva de una evolución económica sin pulso y a divergencias entre los países que podrían poner en cuestión incluso la existencia de la moneda única. En su reciente informe sobre el futuro de Europa, la propia Comisión Europea (2017) consideraba abiertamente este escenario. El objetivo del presente artículo es: a) presentar una visión general de los puntos donde residen las principales debilidades, b) arrojar luz sobre los riesgos potenciales de la inacción y analizar opciones de reformas, y

* Director de Coyuntura y Estadística de Funcas

c) examinar brevemente las implicaciones del presente estado de cosas para España.

Evolución económica en la eurozona: bajo crecimiento y crecientes divergencias entre países

Para empezar, la eurozona muestra un historial mediocre de crecimiento. Durante los años en los que la crisis alcanzó mayor virulencia (de 2008 a 2012), la economía de la eurozona se comportó peor que las de otros países europeos, e incluso peor que la de los EE.UU., el epicentro desde el que se propagó la crisis financiera global.

Asimismo, durante la fase de recuperación posterior a la adopción de las medidas extraordinarias por el Banco Central Europeo, el crecimiento económico ha sido relativamente modesto. Desde 2013, el PIB ha aumentado un total de un 5% en la eurozona, 2,5 puntos porcentuales menos que en otros países de la Unión Europea y un punto menos que en EE.UU. (véase el cuadro 1).

Cuadro 1

Debilidad del crecimiento en la eurozona

Cambio total del PIB a precios constantes, en porcentaje

	2000-2007	2007-2013	2013-2016
Eurozona	14,3	-1,8	5,0
Países fuera de la eurozona (promedio de Dinamarca, Reino Unido y Suecia)	20,2	1,6	7,5
Dinamarca	12,0	-1,2	4,5
Alemania	10,2	3,9	5,3
España	27,7	-7,9	8,0
Francia	13,8	2,0	3,1
Italia	8,5	-8,7	1,8
Países Bajos	14,7	-0,4	5,6
Finlandia	24,4	-4,5	-0,4
Suecia	23,2	3,6	10,3
Reino Unido	20,8	1,6	7,3

Fuente: Eurostat y Funcas.

Las tendencias actuales sugieren que la economía de la eurozona está creciendo ligeramente más rápido de lo que se esperaba. Según las últimas proyecciones, el crecimiento económico en 2017 debería situarse en el 1,7%, dos décimas más que en las proyecciones anteriores, pero un nivel todavía relativamente modesto, reflejo de la profundidad de la crisis.

Europa ahorra más de lo que está dispuesta a invertir en su economía. De hecho el exceso de ahorro está creciendo, como muestra el superávit por cuenta corriente, que supera el 2% del PIB de la eurozona. Paradójicamente, parte de este superávit servirá para financiar la inversión en el programa de estímulo anunciado por la nueva Administración de EE.UU.

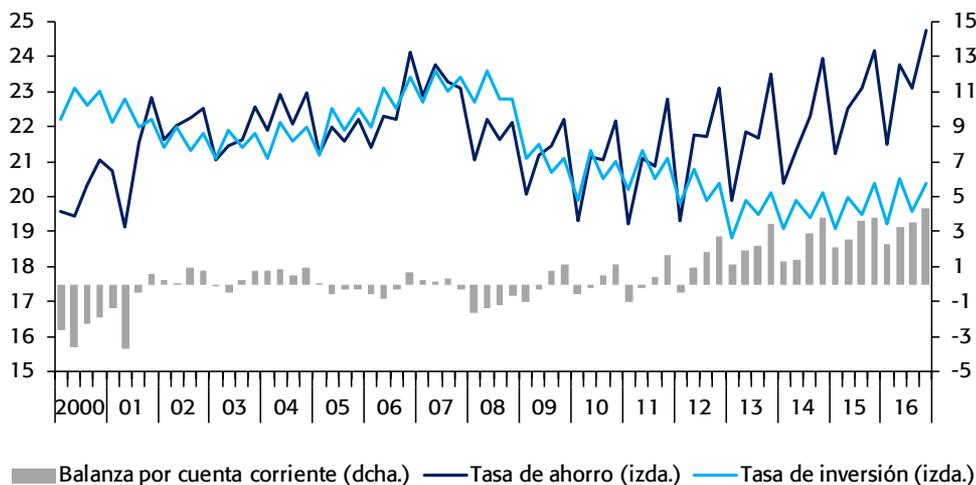
Ello ha tenido como consecuencia un empeoramiento de los datos del mercado de trabajo. El desempleo ha aumentado más en la eurozona que fuera de ella en Europa. En vista de las desalentadoras perspectivas para el empleo, un número muy elevado de personas en edad de trabajar se han desanimado y han abandonado el mercado de trabajo. Y entre quienes han encontrado un empleo, la precariedad no ha dejado de aumentar.

La observación detallada de los componentes del PIB revela que la eurozona se caracteriza por una débil demanda interna, sobre todo en lo que a la inversión se refiere. Hoy en día, el área invierte menos que muchos otros países de Europa, y menos de lo que lo hacía antes de la crisis. Ello se traduce en una situación de exceso de ahorro. Dicho de otro modo, Europa ahorra más de lo que está dispuesta a invertir en su economía. De hecho, el exceso de ahorro está creciendo, como muestra el aumento del superávit por cuenta corriente, que supera los 200.000 millones de euros, más de un 2% del PIB. Paradójicamente, parte de este superávit servirá para financiar la inversión en el programa de estímulo introducido por el nuevo gobierno de EE.UU.

Gráfico 1

Crece el exceso de ahorro en la eurozona

(en porcentaje del PIB)



Fuente: Banco Central Europeo y Eurostat.

En segundo lugar, la eurozona afronta divergencias significativas. Los países que forman el núcleo, como Alemania, Austria y los Países Bajos, muestran una buena trayectoria, con tasas de crecimiento sólidas y una situación cercana al pleno empleo.

De persistir la creciente brecha de productividad entre las economías centrales y periféricas de la eurozona, parece inevitable un replanteamiento del compromiso entre dos objetivos: mantener un área monetaria única y mejorar la prosperidad económica de sus miembros.

Tales divergencias internas, de no abordarse, harán insostenible la unión monetaria. De hecho, los países con crecimiento bajo son incapaces de ofrecer suficientes oportunidades de empleo y corren riesgos de ruptura social y fragmentación política. Estas tendencias ya están haciéndose visibles en algunos países. Además, la emigración de jóvenes cualificados a zonas más prósperas es un hecho que se repite cada vez más, lo que supone un subsidio por parte de los países menos ricos a los más ricos.

En teoría, los países menos prósperos podrían superar sus dificultades atrayendo inversión. Pero para que esto suceda deben presentar costes de producción más competitivos, y en un entorno de inflación baja, mejorar la competitividad en costes pasa por recortar salarios e ingresos nominales. Esto no resulta fácil de conseguir, y es socialmente dañino. Además, las políticas de recortes de costes afectan a la demanda interna a corto plazo, mientras que los posibles beneficios, en términos de competitividad externa –ganancia de cuota en los mercados de exportación y mejora del atractivo para la inversión–, solo se manifiestan en el medio y largo plazo.

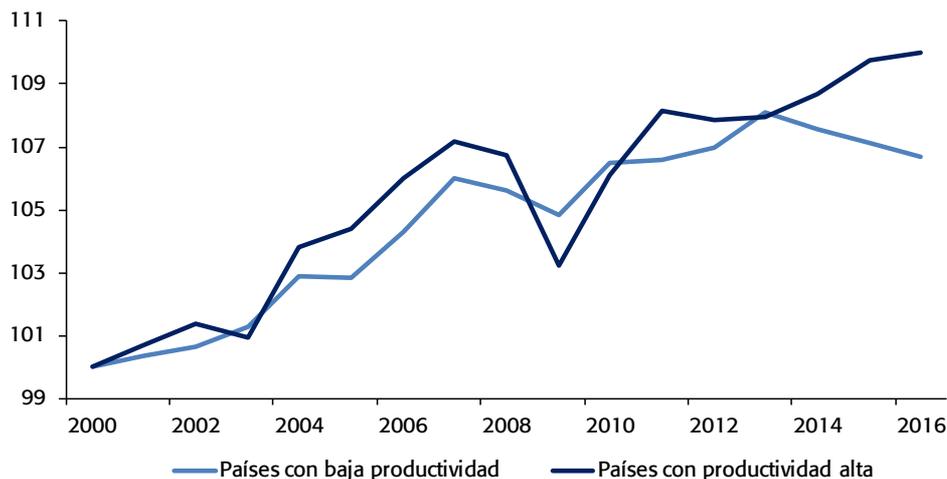
El resultado es una creciente brecha de productividad. Las economías centrales no solo son más productivas que las periféricas, sino que, además, disfrutan de ganancias de productividad relativamente sólidas. De persistir estas tendencias, parece inevitable un replanteamiento del compromiso entre dos objetivos que se habrán demostrado contrapuestos: mantener un área monetaria única y mejorar la prosperidad económica de sus miembros.

En general, los países con resultados más débiles son más vulnerables a perturbaciones que sus homólogos más fuertes de la moneda única. La

Gráfico 2

La productividad diverge entre países de la eurozona

(Base 100 en 2000)



Nota: El gráfico muestra el crecimiento de la productividad (PIB por persona ocupada) en los países con productividad alta al inicio del euro (Alemania, Austria, Bélgica, Francia y Países Bajos) y en los países con baja productividad (España, Grecia, Italia y Portugal).

Fuente: Estimaciones de Funcas.

estructura de las distintas economías europeas sigue siendo heterogénea, y ello acentúa aún más la probabilidad de dichas perturbaciones. Así, las economías que forman el núcleo están especializadas en sectores de relativamente alto valor añadido; también están más integradas y, por tanto, sus ciclos tienden a sincronizarse. En cambio, la ventaja comparativa de las economías de la periferia procede de fuentes distintas, lo que hace que su comportamiento cíclico difiera del de los países centrales.

Las deficiencias en la arquitectura del euro y posibles opciones de reforma

Es indudable que la situación de bajo crecimiento y crecientes divergencias es reflejo de las condiciones de la política económica interna. Algunos países cuentan con instituciones más sólidas, incluyendo unos mercados de productos y de trabajo eficientes, unos sistemas educativos y de protección social bien diseñados, un diálogo participativo entre los representantes de trabajadores y

empresarios, y una estricta supervisión financiera. Como resultado, presentan un mejor comportamiento económico (BCE, 2016). Pero incluso el hecho de contar con unas políticas bien diseñadas a nivel nacional no garantiza que se eviten las divergencias observadas en cuanto a evolución económica.

El problema fundamental es que el euro es una moneda débilmente conectada a los Estados de los países participantes. En consecuencia, no ofrece las garantías que un Estado normalmente presta en cuanto al suministro de un nivel de liquidez adecuado, la actuación para amortiguar las perturbaciones y la reducción del riesgo de desconfianza en el sistema bancario (Eichengreen y Wyplosz, 2016).

El primer problema radica en que *el banco central no tiene encomendada la función de prestamista de última instancia* (Pisani-Ferry, 2012). Por tanto, los gobiernos tienen que financiar sus déficits en una moneda sobre la que no ejercen control (una situación semejante a la de un deudor privado). La experiencia demuestra que este frágil vínculo entre la moneda y los soberanos

puede provocar interrupciones súbitas de los flujos de capitales privados por el temor de los inversores a que los gobiernos sean incapaces de devolver la deuda contraída. Este brusco frenazo, a su vez, obliga a los gobiernos a adoptar medidas de austeridad a fin de mejorar rápidamente el saldo presupuestario, lo que agrava nuevamente la crisis y hace necesaria más austeridad (la denominada trampa de la austeridad).

Justamente esto fue lo que ocurrió en 2010, cuando las primas de riesgo se dispararon de forma exponencial. De repente, los inversores, incluidos los bancos, se dieron cuenta de que los bonos y obligaciones emitidas por los gobiernos no estaban respaldadas por el banco central. Así, los gobiernos se vieron en la tesitura de devolver sus obligaciones de deuda con sus propios medios, es decir, una combinación de mayores impuestos, menores gastos y financiación en los mercados. De lo contrario corrían el riesgo de declararse en suspensión de pagos.

Este problema ha quedado en parte resuelto a través del anuncio realizado por el BCE, en 2012, de que haría lo que hiciera falta para salvar la moneda única. Inicialmente esto se tradujo en un programa de operaciones monetarias de compra-venta (OMT, en sus siglas en inglés), por el que el BCE podía adquirir deuda pública en los mercados secundarios. En esta fase inicial, las OMT estuvieron limitadas a países objeto de programas de rescate (con la Facilidad Europea de Estabilización Financiera y el Mecanismo Europeo de Estabilidad). En 2015, el alcance del programa se amplió para incluir las compras directas de valores de deuda pública, así como de bonos de empresas.

Una limitación de este instrumento es que solo se aplica a deuda pública que tiene asignada una determinada calificación crediticia. Actualmente, el programa excluye a la deuda griega, pues se considera que su gobierno es virtualmente insolvente. Lo mismo podría suceder en el caso de una futura crisis con origen en un país específico, lo que contrasta con un banco central “normal”, que puede

actuar como prestamista de última instancia de su gobierno, cualesquiera que sean las circunstancias.

De cara al futuro, debería aprobarse alguna forma de mutualización de la deuda a nivel de toda la eurozona. Si bien se han barajado diversas ideas a este respecto, de momento no se ha adoptado ninguna decisión.

Más en general, existen dudas sobre la capacidad del BCE para mantener sus medidas de política monetaria no convencional más allá de un determinado periodo (Borio y Zabai, 2016 y Borio, 2017). De hecho, hay efectos colaterales asociados a dichas intervenciones, que se manifiestan sobre todo en términos de una asignación del ahorro ineficiente, distorsiones en la estructura de los precios de los activos, aparición de nuevas burbujas y crecientes dificultades para abandonar la política a medida que el volumen de la deuda adquirida por el BCE se haga más y más significativo. El BCE ya ha anunciado una reducción gradual de sus compras de activos a lo largo de 2017.

De cara al futuro, debería aprobarse alguna forma de mutualización de la deuda a nivel de toda la zona del euro. Si bien se han barajado diversas ideas a este respecto, de momento no se ha adoptado ninguna decisión.

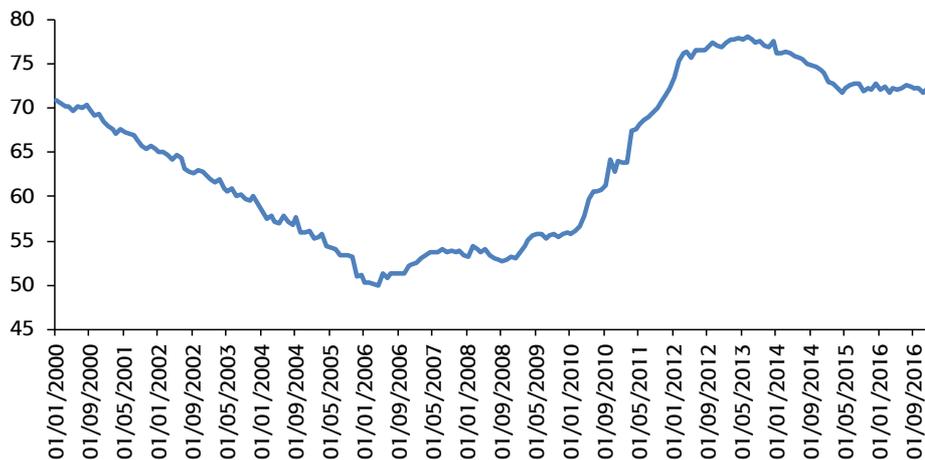
La segunda debilidad sistémica de la eurozona radica en la fuerte *exposición de los bancos a las perturbaciones nacionales* (Gros, 2013). En concreto, los bancos tienden a mantener carteras de deuda pública de su propio país en una elevada proporción, de modo que un incremento significativo de la prima de riesgo tiende a agravar la posición de balance de los bancos nacionales, dificultándoles la provisión de crédito a la economía real. A su vez, esto tiende a agravar la crisis y la posición fiscal de su gobierno.

Este círculo de retroalimentación negativa entre bancos y gobiernos nacionales se puso en marcha en Irlanda y una serie de países del sur de Europa,

Gráfico 3

Crece el peso de la deuda nacional en el balance de los bancos

Deuda pública nacional que tienen los bancos en porcentaje del total de deuda pública de la eurozona en el balance de los bancos



Nota: Este gráfico muestra que, a partir del 2009, los bancos comerciales han incrementado sus compras de deuda pública nacional, mientras que las compras de deuda emitida por otros gobiernos de la eurozona se reducía. Los datos excluyen el BCE.

Fuente: Banco Central Europeo y Funcas.

y solo se vio interrumpido cuando el BCE intervino para calmar a los mercados y reducir las primas de riesgo. Por otro lado, la regulación bancaria se ha reforzado a través del establecimiento de un mecanismo único de supervisión y la realización de pruebas de resistencia, concebidas como dispositivo de prevención.

Aun así, la fiabilidad de las pruebas de resistencia ha sido puesta en duda. Además, el proceso de creación del Mecanismo Único de Supervisión ha sido lento, y aún debe encontrar una adecuada articulación con los organismos de supervisión nacionales, lo que tardará algún tiempo. Lo que es más importante, mientras los bancos no diversifiquen sus activos de deuda pública, seguirán expuestos al riesgo de retroalimentación negativa. Por tanto, imponer nuevas reglas prudenciales sobre la composición de los activos bancarios es una asignatura que sigue pendiente.

Otro elemento que falta en la arquitectura de la unión bancaria es un seguro europeo de depósitos. En la actualidad, los depósitos bancarios están garantizados por cada gobierno, normalmente hasta un máximo de 100.000 euros por cuenta bancaria. Esto implica que, en caso de crisis de deuda, el sistema de garantía de depósitos no

sería creíble, lo que podría desembocar en episodios de pánico y fugas masivas de depósitos a jurisdicciones consideradas más seguras. Por tanto, es importante establecer un esquema de garantía de depósitos único para el conjunto de la eurozona, que complemente a los sistemas de seguro nacionales. Esto tendría que ir en paralelo a unos mecanismos estrictos de supervisión del sector bancario, conforme a lo descrito anteriormente, y a una sólida gestión de las finanzas públicas en cada país. Las dudas sobre la capacidad de los distintos países participantes para lograr este objetivo podrían explicar por qué el esquema europeo de garantía de depósitos no se ha promulgado hasta ahora, a pesar de la propuesta legislativa de la Comisión Europea en tal sentido.

La fiabilidad de las pruebas de resistencia ha sido puesta en duda. Además, el proceso de creación del Mecanismo Único de Supervisión ha sido lento, y aún debe encontrar una adecuada articulación con los organismos de supervisión nacionales.

El último elemento que falta de la unión monetaria es un instrumento para la *estabilidad*

macroeconómica en la zona del euro. Sigue sin haber herramientas efectivas para responder a las perturbaciones, tanto adversas como favorables. En su lugar, Europa confía principalmente en medidas preventivas, como herramientas de supervisión macroeconómicas (el Semestre Europeo, los Procedimientos de Desequilibrios Macroeconómicos) dirigidas a evitar la formación de desequilibrios excesivos. En general esto es bienvenido, si bien las herramientas operan a nivel de países y no tienen en cuenta la situación global europea (que en las actuales circunstancias puede describirse como de escasez de demanda agregada). También tienden a aplicarse de forma asimétrica, en la medida en que el sistema se enfoca en disciplinar a los países con déficit, al tiempo que trata con clemencia a aquellos con situación de superávit. Europa también pone un considerable énfasis en las reformas estructurales, que si bien son importantes, han de diseñarse cuidadosamente y tener en cuenta las preferencias de la sociedad del país en cuestión. Con todo, sus efectos tardan en trasladarse a la economía y, en cualquier caso, el cometido de las reformas estructurales no es responder a grandes perturbaciones macroeconómicas (aunque sí puedan, lógicamente, contribuir a los ajustes ante dichas perturbaciones a largo plazo). Incluso, a corto plazo, determinadas reformas estructurales son deflacionarias y por tanto agravan la crisis, como por ejemplo cuando imponen recortes en los salarios.

La aprobación en 2014 del Plan de Inversiones para Europa (también conocido como Plan Juncker) supuso un cierto avance en la corrección de estas debilidades. Su objetivo es movilizar recursos financieros públicos y privados para invertir en los distintos países en áreas con grandes externalidades, como las infraestructuras, o para las que la financiación normal no se encuentra fácilmente accesible, por ejemplo, las pequeñas y medianas empresas. No obstante, el importe es relativamente modesto, 315.000 millones de euros, o menos del 3% del PIB conjunto de la eurozona, distribuido a lo largo de tres años. Además, el Plan Juncker actúa como agregación de los planes nacionales de inversión; esto significa que, pese a

su utilidad, no está concebido como instrumento de respuesta ante perturbaciones asimétricas.

La ampliación del sistema de garantía juvenil podría funcionar como una especie de estabilizador automático y posiblemente chocaría con menor hostilidad que un sistema europeo de prestación de desempleo en toda regla. La propuesta tendría la ventaja añadida de que, al existir ya, no exigiría una profunda reforma de la protección social.

A fin de hacer frente a este problema, se han presentado varias propuestas, entre ellas el establecimiento de un Tesoro europeo (Bénassy-Quéré *et al.*, 2016). Una opción atractiva a este respecto es un sistema europeo de seguro contra el desempleo. Ello plantea cuestiones sobre rendición de cuentas política y devolución de soberanía a los países, que son complejas de abordar a la luz del creciente euroescepticismo y la reticencia por parte de los países centrales a dar pasos en esta dirección. Dos vías prácticas que podrían seguirse serían la expansión del Plan Juncker con una modificación de los criterios para su implementación, de forma que los países más afectados recibieran más apoyo, o bien ampliar el Sistema de Garantía Juvenil que ya existe. Esto funcionaría como una suerte de estabilizador automático y posiblemente chocaría con menor hostilidad que un sistema de prestación de desempleo en toda regla. La propuesta tendría la ventaja añadida de que, al existir ya, no exigiría una profunda reforma de la protección social. En los dos casos citados, no obstante, se requerirían recursos.

En general, una moneda única requiere movilidad del ahorro privado entre los países. En la actualidad, hay numerosas oportunidades de inversión en países con bajos costes afectados por la crisis, como Portugal. Al mismo tiempo, otros países no son capaces de movilizar internamente todo el ahorro del que disponen. Teóricamente, sería ventajoso para ellos colocar el excedente de ahorro en países con bajos costes que se han

visto golpeados por la crisis. Sin embargo, esto no está sucediendo. Los bancos, por ejemplo, exhiben una clara preferencia por comprar deuda del propio país, en lugar de deuda emitida por otros gobiernos de la eurozona o por empresas fuera de sus fronteras.

Implicaciones para España

El caso de España es importante. El país ha puesto gran empeño en corregir algunos de los desequilibrios macroeconómicos que incubó antes de la crisis (Torres y Fernández, 2017). Pero la incompleta arquitectura del euro sigue amenazando los progresos conseguidos hasta ahora.

La magnitud de los desequilibrios previos a la crisis se ha reducido significativamente:

- La posición de balance de las sociedades no financieras ha mejorado considerablemente. Su ratio de deuda en relación a los ingresos ha retornado cerca del nivel de principios del siglo, antes de que empezara a formarse la burbuja crediticia. Los hogares, a su vez, se han desendeudado, aunque en menor medida que las empresas. Empresas y hogares se encuentran ahora en posición de solicitar crédito de forma sostenible, lo que es un buen augurio para la fortaleza de la recuperación de España.
- Las entidades de crédito, por su parte, han acometido una profunda reestructuración. El proceso ha sido costoso para los contribuyentes, pues ha requerido cuantiosas inyecciones de fondos públicos, junto con un apoyo significativo del Mecanismo Europeo de Estabilidad. Ahora bien, ha rendido importantes dividendos en forma de unos colchones de capital mejorados, unas estructuras de gobernanza reforzadas y una supervisión más estricta. El hecho es que el flujo de nuevo crédito a las nuevas empresas ha recobrado la tendencia al alza, sustentando así la recuperación económica.
- El saldo por cuenta corriente presenta un holgado superávit. Y lo hace pese a que la economía nacional crece más rápido que la de los países vecinos. Ello es resultado del gran dinamismo de las exportaciones, que aumentan a mayor ritmo que el resto de mercados mundiales, y de la ganancia de cuota de mercado interno frente a los importadores. La economía española es mucho más abierta de lo que era antes de la crisis, tanto en términos de flujos comerciales como de inversión exterior directa. Como consecuencia, el grado de sincronización cíclica respecto a los países del centro de Europa se ha incrementado.
- La economía real también parece continuar por la senda de una expansión sostenible. La burbuja inmobiliaria se ha pinchado; la inversión en vivienda ha descendido hasta niveles modestos en comparación con el pasado y con estándares internacionales; el sector de la construcción no tiene ya un peso excesivo en la fase de recuperación; esta ahora se ha generalizado a todos los sectores, y está liderada por un diversificado sector manufacturero y por el sector servicios, incluido un dinámico sector de servicios no turísticos.
- La competitividad en costes ha mejorado. Así, prácticamente ha desaparecido la brecha que se había ampliado en términos de costes laborales unitarios respecto a la eurozona.

Estas ganancias se han logrado con un alto coste en términos de quiebras de empresas, pérdidas de empleo, precariedad laboral y desigualdad en los ingresos. La imagen de Europa también ha palidecido. Y la deuda pública ha ocupado el lugar de la deuda privada.

Por tanto, España necesita continuar con las medidas para resolver la herencia de la crisis. Sus esfuerzos también deben ser acompañados por reformas institucionales en la eurozona. De hecho, el país sigue siendo excesivamente vulnerable a las perturbaciones. Un frenazo en seco de los flujos de capitales presionaría al alza su prima de

riesgo, algo más probable si cabe dado el nivel de deuda pública actual. Ello empeoraría automáticamente las cuentas del sector financiero, que sigue expuesto en demasía a la deuda del propio gobierno. Además, y más fundamental, España, como otros países, adolece de la falta de un instrumento macroeconómico efectivo para abordar las perturbaciones.

En este sentido, la retirada progresiva de las compras de deuda pública por el BCE supondrá una prueba importante. España se ha beneficiado notablemente del giro en la política del BCE, decidido a hacer "lo que haga falta" para salvar al euro. Pero hay consenso general en que esta política no puede durar indefinidamente.

Observaciones finales

Si bien la necesidad de reparar los fallos sistémicos de la eurozona es cada vez más patente, se mantienen importantes discrepancias en cuanto a los remedios que habría que aplicar. Algunos países insisten en una acción preventiva, que consiste en que cada país aplique reformas estructurales y medidas de contención del déficit público, so pena de sanciones europeas. Otros países prefieren actuar a nivel europeo, mediante una política macroeconómica anticíclica y la creación de instituciones necesarias para el buen funcionamiento de la moneda única. Sin duda se requiere de una estrategia inspirada en ambas visiones, pero conviene recordar que la situación exige una acción a la vez contundente y urgente. La política heterodoxa del BCE, que ha tapado los defectos de construcción del euro, tiene fecha de caducidad y la mayoría de los analistas considera que los estímulos no se prolongaran más allá de 2018. Este es el límite temporal que marca a los líderes europeos la oportunidad de convertir la eurozona en un espacio de prosperidad compartida.

Referencias

- BÉNASSY-QUÉRÉ, A.; RAGOT, X, y G. WOLFF (2016), "Which Fiscal Union for the Euro Area?", *Bruegel Policy Contribution*, Bruselas.
- BORIO, C. (2017), "Secular stagnation or financial cycle drag?", Keynote speech, National Association for Business Economics, *33rd Economic Policy Conference*, 5-7 March 2017, Washington DC.
- BORIO, C., y A. ZABAI (2016), "Unconventional monetary policies: a re-appraisal", *BIS Working Papers*, NO 570, Basilea.
- COMISIÓN EUROPEA (2015), "Realizar la Unión Económica y Monetaria Europea", *Informe de los Cinco Presidentes*, Bruselas
- (2017), *Libro Blanco sobre el futuro de Europa. Reflexiones y escenarios para la Europa de los Veintisiete en 2025*, Bruselas
- EICHENGREEN, B., y C. WYPLOSZ (2016), "Minimal Conditions for the Survival of the Euro", *Intereconomics* (51)1, enero-febrero.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2016), "Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU", *ECB Economic Bulletin*, 5/2016.
- GROS, D. (2013), "Banking Union with a sovereign virus", *CEPS Policy Brief* No 289, CEPS, Bruselas.
- PISANI-FERRY, J. (2012), "The euro crisis and the new impossible trinity", *Moneda y Crédito*, 234.
- TORRES, R., y M. J. FERNÁNDEZ (2017), "La economía española: evolución reciente y previsiones para 2017", *Cuadernos de Información Económica*, 256: 1-13.