

ANOTACIONES INFORMALES  
DE ECONOMÍA INTERNACIONAL

CURSO 2015 - 2016

Gonzalo Gómez Bengoechea

Universidad Pontificia Comillas - ICADE

Julio 2016



# Índice general

1. Bienvenida.	5
2. La interminable crisis griega.	9
3. ¿El final del Euro?	23
4. ¿Petróleo barato para siempre?	31
5. FMI, World Economic Outlook.	37
6. Elecciones e impacto macro.	45
7. ¿Brexit or Bremain?	49
8. Brexit!	57
9. Cuatro artículos de prensa.	65
10. Conclusiones.	81



# Capítulo 1

Bienvenida.

A principios del curso 2015-2016 decidí que cada vez que hablara en público sobre un tema de actualidad prepararía unas breves notas de consumo interno en formato digital, para poder recurrir a ellas en cualquier momento. Tengo por norma inquebrantable no hablar de aquello de lo que no sé, así que pensé que algunos apuntes podrían ser de ayuda. Estas anotaciones tomaron, desde el primer minuto, la forma de ideas sin desarrollar precedidas de un puntito; lo que los ingleses llaman *bulletpoints*.

Desde el primer momento pensé que este ejercicio sería relevante únicamente para un pequeño grupo de personas. Grande fue mi sorpresa al comprobar, a través del número de descargas desde mi página web, que, en realidad, no le interesaba absolutamente a nadie. Aún así, nunca he dejado de colgar ni uno solo de mis resúmenes, por si alguien lo descargaba por error. Inasequible al desaliento.

El nivel de estas notas no es particularmente técnico. Funcionan como guía rápida para explicar a no economistas diferentes asuntos de la actualidad financiera. No queda más remedio que simplificar... por lo que este libro recopilatorio quizá decepcione a los que busquen más profundidad y algunas ecuaciones. El contenido de cada capítulo es exactamente el mismo que el de su publicación original, con pequeñas correcciones gramaticales y de estilo; ni he exagerado mis aciertos ni he ocultado mis errores.

En las siguientes páginas abordo la crisis griega, el futuro del euro, el mercado del petróleo, la actualidad de la economía mundial, la repetición de las elecciones en España, el (en aquel momento, y quizá todavía hoy) hipotético Brexit y el mercado de trabajo.

Mi objetivo a largo plazo es elaborar un documento como el que tiene usted en sus manos al final de cada curso. Y, al final de cada lustro, un libro que recorra los principales eventos de la economía internacional partiendo de mis apuntes anuales.

Si este “librito” ha llegado a sus manos siéntase libre de compartirlo con toda la humanidad. Si me quiere insultar o consultar cualquier cosa puede encontrarme en mi dirección de correo: [gonzalo.gomez@comillas.edu](mailto:gonzalo.gomez@comillas.edu).

Gracias a la Universidad Pontificia Comillas por dejarme hacer lo segundo que más me gusta en el mundo, justo detrás de ser portero de fútbol: investigar y enseñar.

Que el curso 2016 - 2017 nos encuentre a todos felices y con salud.

Y que usted disfrute de las siguientes páginas.





## Capítulo 2

### La interminable crisis griega.

Junio - Septiembre 2015.

- En el año 2001, Grecia se incorporó a la Unión Monetaria Europea. Esta unión monetaria era imperfecta desde su concepción original. Para que una unión monetaria sea óptima necesita de un cierto grado de convergencia económica y de instituciones adecuadas para ejecutar la política económica (Mundell, 1961).
- En el momento del estallido de la crisis de deuda soberana (año 2010), la eurozona no había convergido ni en términos institucionales ni en términos económicos.
- Desde el punto de vista de las instituciones, en el año 2010 la eurozona carecía de un sistema de compensación fiscal entre estados, de una unión bancaria capaz de proteger los depósitos en toda la zona monetaria y de un Banco Central que actuara como prestamista de última instancia en caso de impago soberano (De Grauwe and Ji, 2012).
- Desde la perspectiva económica, en el período 2000-2007 se generó la falsa expectativa de que la convergencia se estaba dando realmente. Esta expectativa se basó en las altas tasas de crecimiento del Producto Interior Bruto (PIB) y en la disminución de las tasas de desempleo en las economías periféricas. Este potente ciclo expansivo tuvo su origen, sin embargo, en la existencia de tipos de interés reales negativos y no en una convergencia en productividad y flexibilidad.

- De nuevo desde la perspectiva económica, este período de bonanza postergó la puesta en marcha de reformas, no solo en las economías periféricas, sino en toda la eurozona. Sin precios ni salarios flexibles, y sin soberanía sobre tipos de interés ni tipos de cambio, el ajuste económico se vuelve más costoso en las fases contractivas del ciclo económico.
- Resumiendo: en el momento del estallido de la crisis de deuda soberana, ni Grecia ni la eurozona estaban preparados para responder de manera eficaz a su explosión y contagio.
- En el período 2010-2015 se sucedieron reformas institucionales y económicas para tratar de aliviar estos problemas. Las limitaciones de la eurozona sí fueron alertadas por la Academia de manera recurrente (véase Eichengreen and Bayoumi (1993) y Feldstein (2000)).
- En cuanto a lo institucional, se crea el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), un primer paso hacia una unión fiscal más profunda. Se pone en marcha la Unión Bancaria, con sus tres ejes: garantía común de depósitos, mecanismo único de resolución de entidades y supervisión bancaria integrada. Finalmente, el BCE, a través del programa *Outright Monetary Transactions* (OMT) y de *Quantitative Easing* abre el camino para la compra de deuda soberana.

- Desde el punto de vista económico, en el período 2010-2015, Grecia enfrentó una de las peores recesiones de su historia: fuerte contracción del PIB, incremento del desempleo, déficit y deuda pública fuera de control. La viabilidad del Estado griego se vio seriamente amenazada.
- Como consecuencia de las deficiencias institucionales comentadas y de la política económica aplicada por el país, Grecia sufrió un ajuste económico particularmente doloroso; fuertes caídas de salarios, recortes de gasto público, escasa creación de empleo.
- Para aliviar sus problemas de solvencia, el Gobierno de Grecia pidió ayuda a las instituciones europeas y al Fondo Monetario Internacional (FMI). Se financió al estado con 478.000 millones de euros, repartidos de la siguiente manera: 223 mil millones, préstamos Mecanismo Europeo De Estabilidad (MEDE) / Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) + fondos netos de la Unión Europea. 118 mil millones, apoyo del Banco Central Europeo (BCE) a la banca de Grecia. 30 mil millones, préstamos del FMI. 107 mil millones, quitas al sector privado. Muchos observadores calificaron de irresponsables estos créditos, precisamente, por la escasa solvencia del estado griego.

- A cambio de estas ayudas, las instituciones europeas y el FMI, reclamaron a Grecia reformas que profundizaran en la necesaria convergencia económica. Las medidas de política económica se sucedieron en el período 2010-2015, a diferentes ritmos, según los observadores. Pese al impacto negativo que las reformas tuvieron a corto plazo, las previsiones se fueron tornando más positivas a lo largo de 2013 y 2014: superávit primario, crecimiento del PIB y caída del desempleo... a ritmo lento, pero positivo.
- En este contexto, Syriza ganó las elecciones en enero de 2015. Desde entonces, su objetivo es rebajar la condicionalidad del crédito (demasiado dura) y aliviar el peso de la deuda. Las instituciones europeas quieren seguir en la misma línea reformista como condición previa a una renegociación de la deuda.
- Ambas partes tienen algo de razón. La deuda griega es a todas luces impagable. Las reformas de su economía son una condición necesaria para su supervivencia y continuidad en el Euro. Otras economías (Italia, Portugal...) necesitan medidas de política económica de similares características.
- Ante la constante interrupción de las negociaciones, en junio de 2015, Grecia afrontó dos problemas. Primero, falta de liquidez bancaria. La falta de confianza en la continuidad de Grecia en la eurozona llevó a los ciudadanos a retirar sus depósitos bancarios. Sin el apoyo del BCE, los bancos debieron establecer límites a la retirada de depósitos y controlaron la salida de capitales fuera del país.

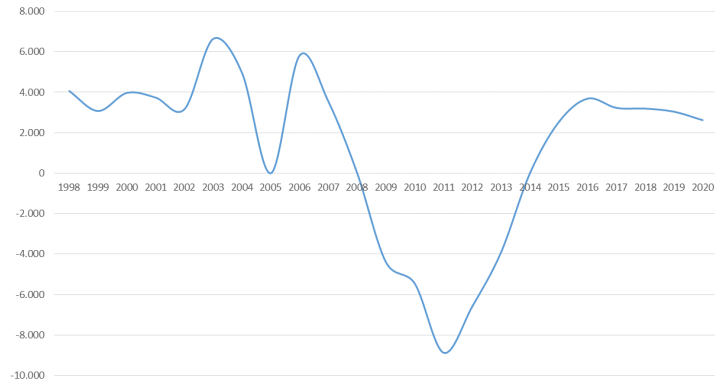
- Segundo, falta de liquidez del Estado. La ruptura de las negociaciones con la llamada *Troika* implicó el final de la asistencia financiera de las instituciones europeas y del FMI. El poder de negociación de Grecia era, a todas luces, menor que el de sus acreedores. En este contexto, se propuso la consulta del domingo 5 de Julio de 2015.
  
- En dicha consulta se votó la última propuesta de acuerdo de las instituciones europeas y del FMI. El acuerdo profundizaba en las reformas y no incluía la posibilidad (admitida extraoficialmente) de una reestructuración de la deuda. Ante este voto, se dieron los dos siguientes escenarios.
  
- Escenario I: los ciudadanos de Grecia rechazan el plan. En ese caso, las posibilidades de una salida de Grecia del Euro aumentarían. El pánico financiero y el default sería difícil de evitar. Este escenario abre la puerta a nuevas preguntas: ¿Llegaría Grecia a salir de la eurozona? ¿Podría evitarse el contagio a otras economías periféricas?
  
- Escenario II: los ciudadanos de Grecia aprueban el plan. Su aceptación podría interpretarse como un apoyo a la pertenencia a la eurozona y como un voto de castigo al Gobierno. Este escenario abre la puerta a nuevas elecciones y a una renegociación de los acuerdos.

- Bajo el primer escenario, y en caso de salida de la eurozona, Grecia tendría que emitir una nueva moneda y establecer nuevos controles de capital. Un sistema con dos monedas es complicado de mantener. El incentivo a realizar depósitos en la nueva moneda y a retirar euros a cambio es alto, lo que restaría estabilidad al sistema financiero.
- Ambos escenarios tenían ventajas e inconvenientes. La salida y default de Grecia permitiría un ajuste vía tipo de cambio y su impacto podría ser absorbido por el resto de socios, no sin coste. Su permanencia eliminaría mucha incertidumbre para el país, pero tendría que ir de la mano de una mayor convergencia económica.
- Mundell (1961) establece otra condición como fundamental para el buen funcionamiento de un área monetaria: la visión compartida. En aquellos momentos, ésta era la principal barrera. Desde el punto de vista económico, el acuerdo y la continuidad de Grecia sigue siendo el escenario ideal. La política, sin embargo, tiene caminos que no soy capaz de comprender.
- Los resultados del referéndum que tuvo lugar el 5 de julio de 2015 arrojaron como resultado una clara victoria del no. El 61 por ciento de los votantes optaron por esta opción.

- En agosto de 2015 Tsipras acordó la puesta en marcha de un tercer proceso de “rescate” para el país. El nuevo plan incluía financiación adicional por valor de 86 mil millones de euros e implicaba tomar medidas como: subidas de impuestos, reformar el sistema de pensiones y acelerar los procesos de privatización de empresas públicas.
- Una semana después de haber alcanzado un acuerdo sobre el tercer programa de rescate y financiación del Gobierno de Grecia, Alexis Tsipras convocó un nuevo proceso electoral. Las elecciones, que tuvieron lugar el 20 de septiembre de 2015, volvieron a dejar a Syriza en la jefatura del Gobierno. Nueva Democracia quedó posicionada como segunda fuerza política.
- Desde entonces, el gobierno de Grecia parece haberse acercado a posturas más ortodoxas, desde el punto de vista económico. La retórica ha pasado, literalmente, de “resistencia” a “persistencia”. Syriza ha dejado fuera del gobierno a algunos de sus miembros más radicales y ha adaptado sus políticas a los requerimientos europeos.
- Sigue lejos de ser una fuerza social-demócrata al uso. Su nuevo socio de gobierno son los independientes griegos, una fuerza de extrema derecha. El nuevo ministro de economía es Euclid Tsakalotos, marxista, pero educado en Oxford como economista.
- Las Figuras 2.1 a 2.7 recogen los principales datos macroeconómicos de Grecia para el período objeto de estudio, así como un diagrama (Figura 2.8) de los cuatro escenarios que enfrenta la Eurozona en los próximos años.



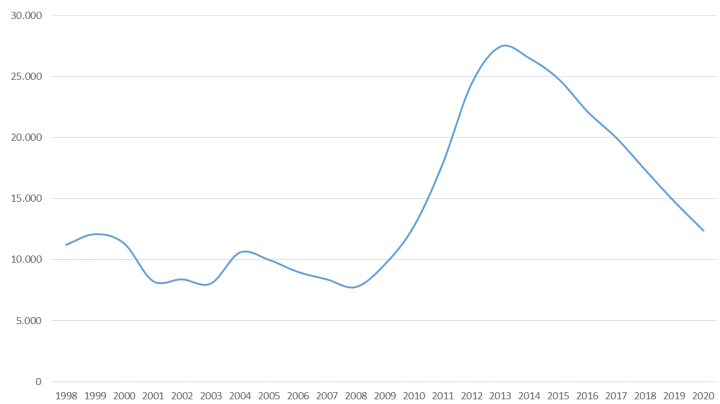
Figura 2.1: Crecimiento interanual PIB.



---

Fuente: Elaboración propia en base a FMI.

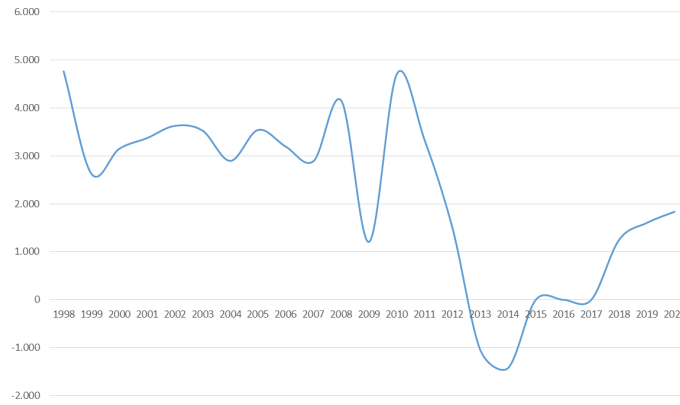
Figura 2.2: Tasa de desempleo.



---

Fuente: Elaboración propia en base a FMI.

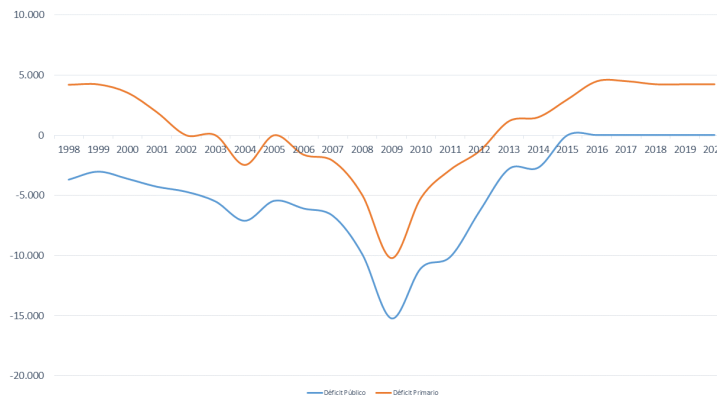
Figura 2.3: Inflación interanual.



---

Fuente: Elaboración propia en base a FMI.

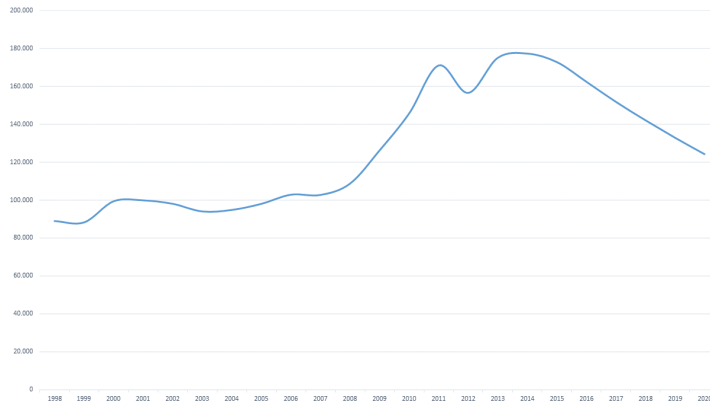
Figura 2.4: Déficit público total y primario sobre PIB.



---

Fuente: Elaboración propia en base a FMI.

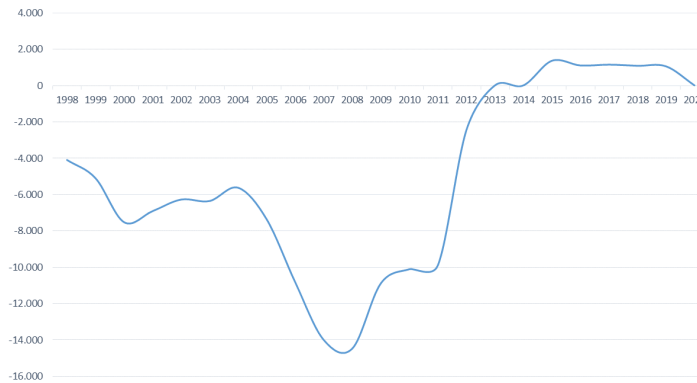
Figura 2.5: Deuda pública bruta sobre PIB.



---

Fuente: Elaboración propia en base a FMI.

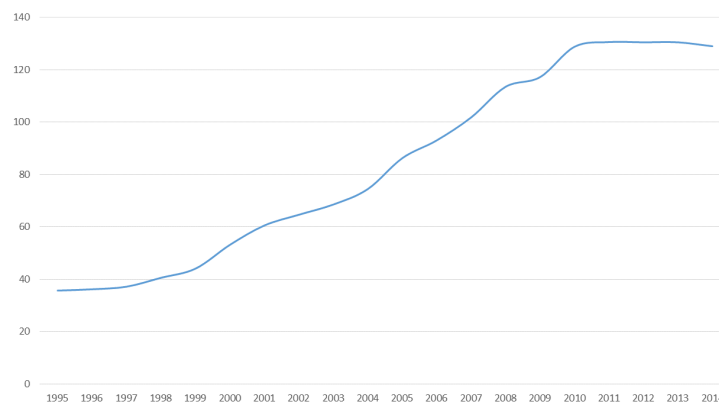
Figura 2.6: Balanza por Cuenta Corriente sobre PIB.



---

Fuente: Elaboración propia en base a FMI.

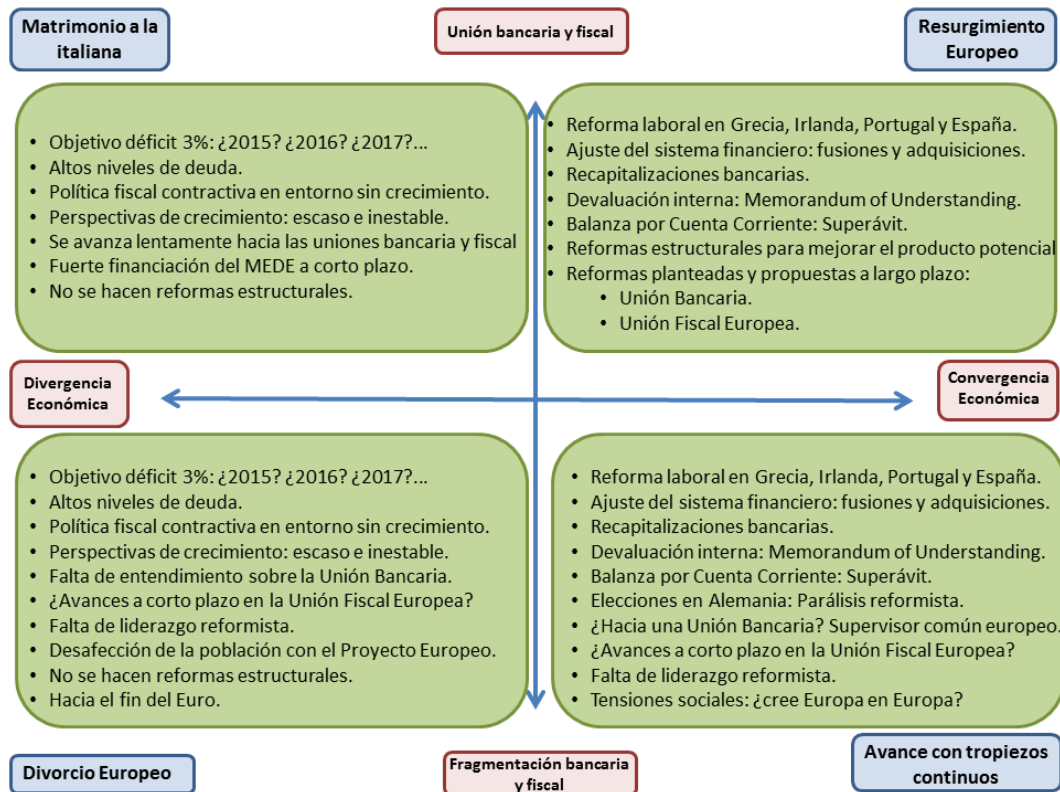
Figura 2.7: Deuda privada sobre PIB.



---

Fuente: Elaboración propia en base a FMI.

Figura 2.8: Escenarios para el futuro del Euro.



Fuente: Arahuetes (2015).



## Capítulo 3

### ¿El final del Euro?

Marzo 2016.

## Sobre el origen de la crisis...

Las ideas contenidas en este Capítulo están inspiradas y tomadas de Baldwin and Giavazzi (2015), fundamentalmente.

- El consenso de la literatura señala que la crisis de la eurozona es consecuencia de un *sudden stop* de los flujos de capital, derivado de la crisis financiera del período 2008-2009.
- Los desequilibrios de balanza de pagos originados en el período 2000-2008 favorecieron excesos de endeudamiento privado, que se trasladaron al sector público posteriormente.
- Este *sudden stop* se vio favorecido por una arquitectura institucional deficiente del área monetaria europea. En concreto, por la ausencia de mecanismos de control capaces de evitar desequilibrios intra-eurozona en balanza de pagos, así como excesivos stocks de deuda pública y privada.
- La inexistencia de instituciones capaces de gestionar una crisis de estas características favoreció su expansión y contagio.
- Por su diseño, la eurozona carece de un comprador de última instancia de deuda pública y privada problemática (*backstop*), al contrario que los Estados Unidos. Como consecuencia de ello, los problemas de liquidez bancarios y soberanos se transformaron en problemas de solvencia en el período 2010-2015 (De Grauwe and Ji, 2012).



- Los problemas institucionales advertidos en la literatura desde los años 60 y 70 fueron ignorados en el período inicial de vida de la eurozona (2000-2009).

## Problemas persistentes

- La eurozona sigue siendo una unión monetaria sin ser una unión política o soberana. Se sigue basando en la promesa de “no abusar” del sistema a través de la política fiscal.
- Los *policy-makers* europeos reconocen la necesidad de corregir los problemas descritos en el primer punto. En clave doméstica, existen mayores discrepancias, en función de ideologías políticas, respecto de una mayor integración europea.
- El Euro tiene metas irreales a largo plazo y objetivos poco ambiciosos a corto. Sigue sin darse la “visión compartida” exigida por Mundell (1961).

## Progresos realizados hasta la fecha

Desde mayo de 2010, se han realizado progresos en cuatro ámbitos fundamentales: la unión bancaria, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), el control de los intereses de la deuda pública a través del programa *Outright Monetary Transactions* (OMT), y el incremento de los controles sobre la política fiscal.

## Unión Bancaria

- Todavía incompleta. Ayuda a reducir el riesgo sistémico de la Eurozona. Eleva el riesgo bancario (y la supervisión y el control) de lo doméstico a lo Europeo.
- El riesgo soberano – financiero queda amortiguado cuando los vínculos entre países con la misma moneda son supervisados por un mismo ente supranacional. La inexistencia de riesgo cambiario dentro de la unión obliga a que esta tarea sea elevada y se realice de manera compartida.
- La unión bancaria ha avanzado, desde 2010, en sus tres dimensiones: Mecanismo Único de Supervisión (MUS), Mecanismo Único de Resolución (MUR) y Mecanismo Único de Garantía de Depósitos (MUGD).

## El Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE)

- Se trata de un primer esbozo de unión fiscal. El objetivo es facilitar financiación a los estados miembros que estén en dificultades financieras, repartiendo el riesgo de hipotéticos shocks asimétricos.
- El MEDE tiene tres grandes limitaciones: Primero, su uso debe ser aprobado por los parlamentos de los estados miembros, lo que ralentiza su puesta en funcionamiento. Segundo, No parece capaz de solventar crisis provocadas por un *sudden-stop*. Tercero, su disponibilidad de recursos podría no ser suficiente para evitar crisis sistémicas.

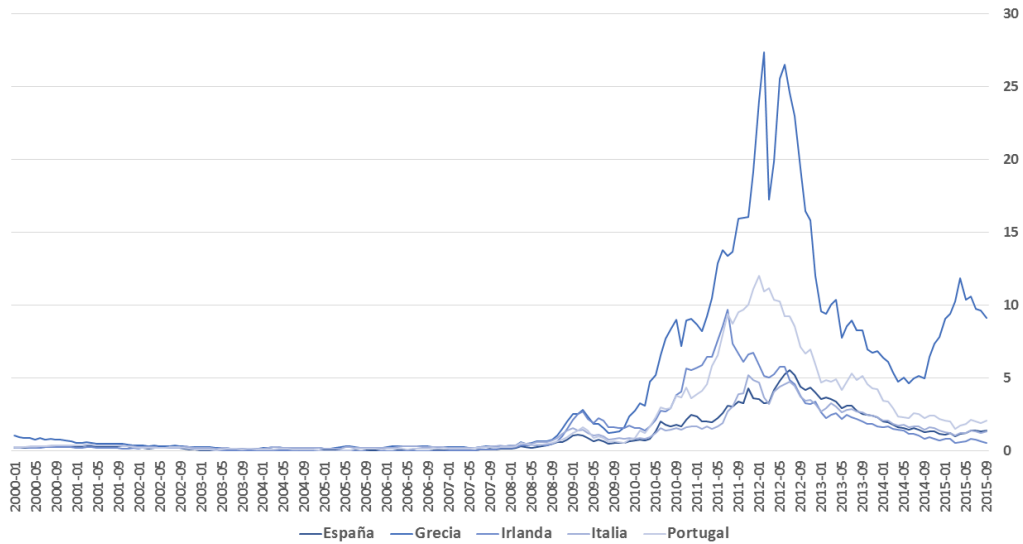
## El Programa de Outright Monetary Transactions (OMT)

- Desde mayo de 2010, países como Grecia, Portugal, España o Irlanda se vieron atrapados en una espiral de deuda pública explosiva. El círculo gasto-déficit-deuda-intereses-ratings llevó cerca del default a varios países de la eurozona. Con el diseño institucional existente en ese momento resultaba imposible romper dicha espiral.
- El programa OMT proporcionó al BCE una herramienta capaz de solventar este problema mediante la intervención en los mercados secundarios de deuda, con la adecuada condicionalidad. Nunca se ha utilizado, pero ha contribuido de manera decisiva a solventar los problemas de financiación de los estados.
- El programa OMT tiene dos problemas fundamentales: Primero, se establece en algún lugar intermedio entre la política fiscal y la política monetaria. La responsabilidad de su uso está diluida entre lo doméstico y lo europeo. Segundo, solo la mutualización de deuda puede solucionar los problemas fiscales de solvencia de los estados a medio plazo. El impacto del OMT puede observarse claramente en la Figura 3.1, a partir del segundo semestre de 2012.

### Mayores controles sobre la política fiscal.

- El *Fiscal Compact*, como sustituto del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, propone un conjunto de reglas más estrictas para el uso de la política fiscal en la eurozona.

Figura 3.1: Intereses deuda pública a diez años.



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Central Europeo (BCE).

- El uso del *Macroeconomic Imbalance Procedure* (MIP) como herramienta de alerta temprana de crisis incipientes, es también un paso adelante en este sentido.
- El exceso de reglas y normas, así como la poco probable puesta en marcha de sanciones, hace que este sistema sea de dudosa utilidad para muchos autores (véase ?).

## Lo que falta por hacer

- Para De Grauwe (2016), la eurozona sigue sin tener una manera de lidiar con shocks asimétricos.

- La eurozona carece de los mecanismos adecuados para repartir el riesgo entre los países miembros en tres dimensiones diferentes: estabilidad de las finanzas públicas (estabilizadores automáticos), backstopping de la deuda pública (pese al aporte positivo de *Quantitative Easing*) y coste privado de los shocks en los mercados de capitales y financieros.
  
- Las tareas pendientes para acercar a la eurozona al óptimo descrito en la literature pueden resumirse en los siguientes ocho aspectos:
  1. Completar la Unión Bancaria.
  2. Romper el círculo soberano-financiero.
  3. Asegurar un reparto equitativo del riesgo derivado de los shocks asimétricos.
  4. Corregir los excesos de deuda acumulados desde la entrada en vigor del Euro.
  5. Coordinar las políticas fiscales europeas.
  6. Mantener el control de las políticas fiscales domésticas, asegurando el cumplimiento de objetivos.
  7. Proseguir en las reformas estructurales necesarias para profundizar en el correcto funcionamiento de la eurozona.
  8. Favorecer la convergencia económica, más allá de debates institucionales y políticos. El incremento de la productividad de la eurozona será clave para que la unión, además de existir formalmente, pueda ser útil y exitosa.



## Capítulo 4

# ¿Petróleo barato para siempre?

Abril 2016.

- Los precios del petróleo no han dejado de caer desde hace más de un año y medio. Desde junio de 2014 el precio del barril brent ha caído alrededor de un 65 por ciento, medido en dólares de los Estados Unidos.
- En ese mismo período, el crecimiento económico global se ha visto ralentizado en un buen número de países. Pese a que hay otros factores implicados, existe un cierto grado de consenso respecto del efecto netamente negativo que la caída del precio del petróleo está teniendo sobre el crecimiento global.
- En Julio de 2015, un estudio del Fondo Monetario Internacional (IMF, 2015), preveía un impacto netamente positivo de la caída del precio del petróleo para el crecimiento mundial.
- La razón por la que se pensaba que los beneficios para los países importadores superaría a los costes para los exportadores radica en los comportamientos de los consumidores / ahorradores. Los consumidores de los países importadores de petróleo tienen una mayor propensión marginal a consumir que la de los consumidores en países exportadores.
- Actualmente, Obstfeld (2016) cree que los beneficios derivados de los menores precios del petróleo no llegarán hasta que se recuperen ligeramente y hasta que las economías avanzadas hayan sido capaces de corregir sus políticas monetarias acomodaticias.



- Los mercados también creen que los costes de la caída del petróleo superan a los beneficios, como se deduce de la correlación observada entre precios e índices desde agosto de 2015.
- Desde el punto de vista de la demanda, la contracción se debe a los siguientes factores: desaceleración en China, ralentización en economías emergentes, débil recuperación europea, amenaza de subida de tipos en Estados Unidos...
- Desde el punto de vista de la oferta, en los últimos años se ha producido un incremento sin parangón en los países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). A esto debemos añadirle el final del embargo a Irán y el incremento de la producción de otros países no-OPEP. Además, la producción de *shale-oil* de los Estados Unidos se mostró inicialmente muy resistente a los bajos precios. Los datos muestran que, al contrario de lo que ha sucedido en otros ciclos, la OPEP sigue incrementando su producción pese a la caída de los precios.
- Para comprender la razón del impacto netamente negativo para la economía mundial de la caída del precio del petróleo es necesario comprender la dinámica de la demanda interna en las regiones implicadas.

- **Demanda doméstica en países exportadores:** En 2015 la demanda doméstica en los países exportadores de petróleo fue muy inferior a la inicialmente proyectada. La caída de los ingresos públicos redujo el gasto de manera consecuente. Esta reducción fue mayor en las economías exportadoras más pobres, donde el espacio fiscal es menor debido a su mayor apalancamiento. Además, los exportadores de petróleo más vulnerables se han visto perjudicados por una coyuntura económica desfavorable (subida de tipos en Estados Unidos) y por factores geopolíticos (terrorismo, crisis en Rusia...)
- **Demanda doméstica en países importadores:** El impacto positivo en las economías importadoras ha sido menor del inicialmente esperado por dos razones. La primera es que las propensiones marginales a consumir han sido menores de lo proyectado, como consecuencia del proceso de desapalancamiento de sus sectores privados. La segunda es la caída de la inversión en energía y en materias primas que las empresas del sector están experimentando, debido a la reducción de sus márgenes operativos.

- **La política monetaria en los países exportadores:** Existe un factor adicional que impide la recuperación de la demanda en los países importadores. En comparación con ciclos anteriores de caída de precios del petróleo, los bancos centrales no tienen espacio monetario para rebajar los tipos de interés. En teoría, los menores precios del petróleo deberían incrementar los márgenes, aumentar las contrataciones y disparar la inversión, manteniendo la inflación bajo control. Este canal no está funcionando pues la falta de espacio para reducir los tipos de interés, pese a la baja inflación, mantiene los tipos reales en positivo. No se produce el deseado y esperado incremento en la inversión que se derivaría de un episodio de inflación controlada y de menores tipos de interés.
- **El papel de la OPEP y los próximos meses:** La Agencia Internacional de la Energía (AIE) espera que el exceso de oferta se reduzca y se controle en los próximos meses. El exceso se reducirá en 200.000 barriles al día en los segundos seis meses de 2016. El FMI espera un incremento de los precios del 17.9 por ciento en 2017, si bien para 2016 pronostica todavía una reducción del 31.6 por ciento. Dicha reducción se habría producido, según los datos de la AIE, fundamentalmente en la primera mitad del año.
- El consenso habla de una recuperación hasta el entorno de los 50-60 dólares por barril para finales de 2016 / principios de 2017.

- Las luchas internas y las discusiones políticas en el seno de la OPEP frenan una recuperación más rápida de los precios. Irán sigue manteniendo su intención de incrementar su producción para recuperar el terreno perdido durante el embargo. Dentro de la OPEP también se ve, con cierta simpatía contenida, un bajo precio del barril que pueda seguir dañando a los competidores norteamericanos. El recorte de la producción deberá venir, por tanto, de fuera de la OPEP.

# Capítulo 5

## FMI, World Economic Outlook.

Abril 2016.

Este Capítulo sintetiza las ideas principales de las perspectivas de la economía mundial publicadas por el FMI en Abril de 2016 (IMF, 2016).

- Los ajustes de la economía internacional, tras la crisis del período 2007-2015, están afectando de manera desigual a los distintos países.
- Los datos disponibles sugieren una desaceleración del crecimiento mundial en la segunda mitad de 2015. El PIB mundial habría crecido un 3.1 por ciento en 2015, siendo su crecimiento en la segunda mitad del año del 2.8 por ciento.
- Las previsiones sugieren un crecimiento del PIB mundial del 3.2 por ciento y del 3.5 por ciento en 2016 y en 2017. Dichas previsiones son dos décimas y una décima inferiores a la realizadas en enero de 2016.

## **Análisis Regional**

- Las economías avanzadas han visto su crecimiento ralentizarse en la segunda mitad de 2015. Las previsiones muestran un crecimiento del 1.9 por ciento en 2016 y del 2.0 por ciento en 2017, dos décimas y una décima menos de lo previsto en enero de 2016.
- Estados Unidos es la economía avanzada que muestra un mejor comportamiento. Su crecimiento está estancado en el entorno del 2.5 por ciento, pero su mercado de trabajo muestra un gran dinamismo, con una tasa de paro cercana a la estructural.

- La eurozona mantiene un crecimiento más lento, e igualmente revisado a la baja. El crecimiento del 1.5-1.6 por ciento previsto en el período 2015-2017 es posible gracias a que la demanda interna será capaz de compensar el menor impulso del sector exterior.
- España es una de las economías que más dinamismo muestra. Crecerá un 2.6 por ciento y un 2.3 por ciento en 2016 y 2017.
- China se está mostrando más robusta que lo esperado por el FMI en sus previsiones de enero. La demanda doméstica está comportándose de manera resistente, en particular el consumo.
- América Latina muestra un comportamiento peor de lo esperado. En 2016 el PIB de la región se contraerá un 0.5 por ciento, lastrado por el problema brasileño (PIB 2017 = -3.8 por ciento). La apreciación del dólar y la subida de tipos de interés hace que el peso de la deuda contraída en dólares aumente.
- Pese al empeoramiento de sus previsiones, los países emergentes serán el motor de la economía mundial en 2016 y 2017. Crecerán al 4.1 y al 4.6 por ciento este año y el siguiente. Más de dos puntos por encima de lo esperado para las economías avanzadas.
- La región del “Asia emergente” crecerá al 6.4 y al 6.3 por ciento. Mantiene su tradicional dinamismo.

# Características del crecimiento mundial

- Baja inflación. Los datos de inflación general muestran un incremento del 0.3 por ciento en las economías avanzadas, de media. La inflación subyacente se mantiene estable en torno al 1.6 - 1.7 por ciento.
- Precios de materias primas cayendo. Los precios del petróleo han caído un 32 por ciento entre agosto de 2015 y febrero de 2016.
- Tendencia a la apreciación del dólar y del euro, frente a una caída sostenida de las monedas pertenecientes a economías emergentes.<sup>1</sup>
- Volatilidad de los mercados financieros. La incertidumbre por la carencia de espacio monetario y fiscal para hacer frente a una hipotética crisis económica ha favorecido la caída de los mercados de valores entre octubre de 2015 y enero de 2016. A partir de febrero se ha observado una cierta recuperación, pese a que las mismas dudas persisten.
- Crecimiento desigual por regiones, países y mercados. Se ha roto el tradicional marco de crecimiento del período 2000 - 2008. Las economías emergentes siguen mostrándose fuertes, en conjunto, pero con enormes diferencias entre países tradicionalmente muy dinámicos. Brasil hoy cae con fuerza, mientras que la India sigue creciendo de manera robusta (7.5 por ciento).

---

<sup>1</sup>Este pronóstico se verá particularmente resentido por la salida del Reino Unido de la Unión Europea. Es previsible que el euro se vea arrastrado por la libra en una tendencia hacia la depreciación.



## Consecuencias macro de los ajustes globales

- Contagio desde China a través de vínculos comerciales. La desaceleración China tiene su origen en la caída de la inversión y de las exportaciones. Esto trae consecuencias comerciales (por su papel clave en las cadenas de valor globales), para el precio de las materias primas (cuya demanda es fundamental para el sostenimiento de los precios) y para las manufacturas (muchas de las cuales, como el acero, tenderían a incrementar su precio).
- Caída del precio de las materias primas y de la renta disponible. Las economías dependientes de la exportación de materias primas están sufriendo un importante efecto pobreza derivado de la caída de los precios. Para los países importadores esta caída se está traduciendo en una mayor renta disponible. El FMI estima que en 2015 la renta disponible fue un 0.5 por ciento del PIB mayor gracias a ello. Además, prevé que en 2016 este efecto aumente hasta un punto del PIB.
- Caída de la inversión global. El canal principal a través del cual la caída del precio de las materias primas lastra el crecimiento global es su impacto en la inversión. Los sectores de energía y minería ya lo están sufriendo de manera importante. La caída de la inversión va de la mano de una caída de las importaciones y, por tanto, del comercio internacional.

- Caída del precio del petróleo...más negativa que positiva. En teoría la caída del precio del petróleo debería favorecer un mayor crecimiento de la economía mundial, como se dijo en el Capítulo 4. La razón para ello estribaría en la mayor propensión marginal a consumir en las economías importadoras de petróleo, en comparación con las exportadoras. Esto no está sucediendo, sin embargo, por la incapacidad de las economías exportadoras de absorber el shock, por el menor incremento de las propensiones marginales a consumir respecto de lo esperado y, finalmente, por la menor inversión en capital.

Desde el punto de vista de las previsiones a medio plazo, el FMI espera:

- Una recuperación gradual de las economías sometidas a un mayor estrés (Brasil, Grecia, Italia...).
- Un reajuste satisfactorio de la economía China, con un crecimiento dinámico.
- La recuperación de la actividad en las economías exportadoras de materias primas. Lo lógico es esperar un aumento de los precios y una paulatina vuelta a un mayor dinamismo.
- Crecimiento relativamente robusto en el resto de economías emergentes y avanzadas.

Persisten dudas sobre algunos aspectos fundamentales. En primer lugar, el impacto de la subida de tipos de interés prevista por la Reserva Federal para los próximos meses. En segundo lugar, el comportamiento de los mercados financieros, temerosos de repetir experiencias como la de 2008. En tercer lugar, el proceso de adaptación y ajuste de la eurozona al nuevo marco institucional derivado de la reciente crisis económica. En cuarto lugar, la salud de los bancos europeos sigue siendo motivo de preocupación para analistas y mercados. Finalmente, el FMI alerta de los riesgos geopolíticos que podrían aparecer en la segunda mitad del año (referéndum en Reino Unido para la salida de la Unión Europea, elecciones en Estados Unidos...).



# Capítulo 6

## Elecciones e impacto macro.

Mayo 2016.

- La repetición de las elecciones es una fuente de incertidumbre por dos razones. Primero, por el propio ejercicio de la repetición, poco habitual en economías avanzadas (excepto en segundas vueltas) y por falta de experiencia en el caso español. Segundo, por lo incierto del resultado y, una vez existiendo un resultado, por lo difícil de los acuerdos. La escasa experiencia pactista también contribuye al incremento de esta incertidumbre.
  
- Esta incertidumbre golpea a la economía española a través de los siguientes canales, principalmente: la inversión privada, el ajuste del sector público, la carencia de un interlocutor institucional válido y la repercusión en los mercados financieros.
  
- El primer canal es el de la inversión privada. Muchas iniciativas se paralizan, posponen, alteran... a la espera de la formación de gobierno. Gobiernos de un signo u otro pueden priorizar o reducir la inversión pública, variar las tasas impositivas en un sentido u otro... Esta incertidumbre sobre las decisiones futuras inhibe parte de la inversión privada en el momento presente. En ese mismo sentido, el consumo en bienes duraderos puede verse también alterado por motivo precaución. La equivalencia ricardiana puede operar dado el previsible aumento de la deuda pública en caso de no existir un gobierno fuerte capaz de tomar medidas de ajuste del sector público.

- El segundo canal es el del sector público. España tiene comprometido un déficit público del 3.6 por ciento en 2016. España cerró 2015 con un déficit del 5.1 por ciento. El ajuste de 1.5 puntos es mayor al realizado entre 2014 y 2015, donde el ajuste fue de menos de un punto (0.8 décimas). El PIB creció en 2015 al 3.2 por ciento, mientras que se espera que en 2016 lo haga al 2.7, según el Gobierno (en línea con FMI). Con menos crecimiento es necesario ajustar los gastos y los ingresos para cumplir los compromisos alcanzados con la Unión Europea y transmitir confianza a los mercados. Entre septiembre y diciembre podría no haber tiempo material para poner en marcha los ajustes que, necesariamente, habrá que realizar.
- La ausencia de Gobierno frena visitas oficiales y ralentiza las interlocuciones con el sector público. Se pierde peso exterior (político) que dificulta inversiones privadas y acuerdos de inversión.
- Existe un cuarto canal: el financiero. La incertidumbre puede traducirse en ventas y en reducciones de posiciones sobre activos privados españoles y sobre la deuda pública del estado. Un cierto efecto pobreza golpearía así al sector privado doméstico, mientras que el público podría experimentar mayores costes de financiación.

Figura 6.1: Perspectivas de crecimiento y saldos sectoriales.

**Cuadro 3.3.1. Perspectivas macroeconómicas**  
Índices de volumen encadenados  
Año 2010=100, salvo indicación en contrario

	ESA Code	2015 (A)	2015 (A)	2016 (F)	2017 (F)	2018 (F)	2019 (F)
		Nivel	Variación anual en %				
1. PIB real	B1*g	99,2	3,2	2,7	2,4	2,5	2,5
2. PIB nominal. Miles de millones de euros	B1*g	1081,2	3,8	3,7	3,7	4,0	4,4
<b>Componentes del PIB real</b>							
3. Gasto en consumo final nacional privado (*)	P.3	95,3	3,1	3,2	2,6	2,4	2,4
4. Gasto en consumo final de las AA.PP.	P.3	95,0	2,7	1,0	0,9	0,7	0,7
5. Formación bruta de capital fijo	P.51	92,9	6,4	5,6	4,6	4,7	4,8
6. Variación de existencias (% del PIB)	P.52 + P.53	53,7	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
7. Exportación de bienes y servicios	P.6	125,4	5,4	5,3	5,7	5,6	5,7
8. Importación de bienes y servicios	P.7	106,1	7,5	7,0	6,7	6,3	6,1
<b>Contribuciones al crecimiento del PIB real</b>							
9. Demanda nacional final		-	3,6	3,1	2,6	2,5	2,5
10. Variación de existencias	P.52 + P.53	-	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
11. Saldo exterior	B.11	-	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,0

(\*) Incluye a los hogares y a las ISFLSH (instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares).  
(A) Avance; (F) Previsión.  
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Economía y Competitividad.

**Cuadro 3.3.4. Saldos sectoriales**

% del PIB	ESA Code	2015 (A)	2016 (F)	2017 (F)	2018 (F)	2019 (F)
1. Cap.(+)/Nec.(-) de financiación frente al resto del mundo	B.9	2,1	2,4	2,2	2,2	2,3
- Saldo de intercambios exteriores de bienes y servicios		2,5	2,8	2,9	3,1	3,4
- Saldo de rentas primarias y transferencias corrientes		-1,1	-1,1	-1,4	-1,6	-1,7
- Operaciones netas de capital		0,7	0,7	0,7	0,6	0,6
2. Cap.(+)/Nec.(-) de financiación del sector privado	B.9	7,2	6,1	5,2	4,4	3,9
3. Cap.(+)/Nec.(-) de financiación del sector público (*)	EDP B.9	-5,1	-3,6	-2,9	-2,2	-1,6

(\*) La cifra de 2015 incluye ayudas financieras.  
(A) Avance; (F) Previsión.  
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Economía y Competitividad.

Fuente: Programa de Estabilidad del Reino de España, 2016-2019.



# Capítulo 7

## ¿Brexit or Bremain?

Junio 2016.

- El referendun del 23 de junio<sup>1</sup> sobre la permanencia o la salida del Reino Unido de la Unión Europea es una de las principales fuentes de incertidumbre que afecta negativamente a la economía mundial.
- La Unión Europea ofrece a los países miembros un entorno con libertad de movimiento de bienes y servicios, capitales, personas... La salida de la Unión significaría, por tanto, la necesaria renegociación de estos términos.
- Según David Cameron, si el sí resulta vencedor, invocará el Artículo 50 del Tratado de Lisboa que establece los pasos necesarios para negociar la salida de un país miembro. Si en dos años no hubiera acuerdo sobre el nuevo estatus de Reino Unido, la relación bilateral tendría que articularse en torno a las reglas de la Organización Mundial del Comercio (OMC). Como si de un “nuevo” país exterior se tratara (The Economist, 2016).
- El hipotético acuerdo podría tomar varias formas. La más probable, a mi juicio, sería una salida de Reino Unido en la que el país permaneciera dentro del mercado único. Una situación similar a la de Noruega. Noruega acepta la libre circulación de trabajadores (no está claro que los partidarios del Brexit aceptaran esta idea) y el cumplimiento de casi todas las normativas europeas. Este estatus “especial” es pagado con fuertes contribuciones al presupuesto comunitario.

---

<sup>1</sup>Este capítulo fue escrito días antes de que se conocieran los resultados del referéndum del día 23 de junio.

- Las estimaciones del Tesoro del Reino Unido hablan de tres grandes efectos domésticos en los dos primeros años tras la salida: contracción del Producto Interior Bruto de 3.6 puntos, destrucción de 520.000 empleos y depreciación de la libra de un 12 por ciento. En el escenario más pesimista, el PIB se contraería un 6 por ciento, se destruirían 800.000 empleos y la libra caería un 15 por ciento (Treasury, 2016).
- Desde el punto de vista fiscal, se estima un impacto negativo sobre el déficit público de entre 20.000 y 40.000 millones de libras. Serían necesarios ajustes equivalentes a esa cantidad para que el déficit y la deuda no crecieran. El Gobierno no tendría más remedio que articular subidas de impuestos y recortes del gasto público, con el consiguiente efecto contractivo.
- En el actual contexto macroeconómico del Reino Unido, no existe apenas espacio para políticas fiscales o monetarias expansivas que “compensaran” el coste de la salida. El déficit público en 2015 alcanzó, según el FMI, en el 4.4 por ciento del PIB con una deuda pública de casi el 90 por ciento del PIB. El tipo de interés de referencia se sitúa en el 0.5 por ciento.
- Según Wolf (2016), los canales a través de los cuales se produciría un shock negativo sobre la economía del Reino Unido pueden agruparse en cinco grandes categorías: efecto pobreza, efecto incertidumbre, efecto financiero, efecto exterior y efecto político.

- Efecto pobreza: Se deriva de la contracción de la actividad y del incremento del desempleo descrito anteriormente. La salida del Reino Unido generaría un coste seguro en el corto plazo. Sus hipotéticos beneficios se dejarían sentir a medio o largo plazo por lo que el coste, en un primer momento, sería notable.
- Efecto incertidumbre: ¿Cómo se articula el régimen post-Brexit? ¿Cuál es el estatus de un país en proceso de abandono de la Unión Europea? La falta de precedentes incrementa las dudas. ¿Cómo se integrará / no integrará Reino Unido con sus ex socios?
- Efecto financiero: La falta de estabilidad, el incremento de las dudas... harían del Reino Unido un destino menos atractivo para la inversión exterior. La financiación bancaria se encarecería y el crédito al sector privado disminuiría.
- Efecto exterior: Reino Unido tiene un déficit por cuenta corriente del 4.3 por ciento del PIB. Se espera que se mantenga en ese entorno durante los próximos años. ¿Cómo se financiará ese déficit con el menor peso de la inversión Europea? Casi el 50 por ciento de la inversión extranjera que llega a Reino Unido proviene de Europa. El impacto positivo de la libra devaluada en las exportaciones no sería tan notorio tras la salida del mercado único. Sí se notaría su impacto en la inflación, vía importaciones.
- Efecto político. El partido conservador mantiene una mayoría mínima y se encuentra fuertemente dividido por el Brexit. El partido laborista sufre una división similar... por muchos otros asuntos. La gobernabilidad del país se complicaría en un escenario de salida.

- La estrategia de Cameron parece clara. Si vence la permanencia en la Unión, habrá conseguido un doble objetivo: ganar poder de negociación con la Unión Europea y enterrar el argumento del Brexit como arma política en su contra por unos cuantos años. La derrota abriría un escenario muy preocupante para él, su partido y su país.
- El impacto de una salida del Reino Unido sobre el resto de la Unión y de la economía mundial es incierto. Es posible que se esté exagerando. En realidad, dependerá en gran medida del nuevo estatus que tenga Reino Unido como socio comercial y de inversión, en caso de consumarse su salida.
- El principal riesgo de contagio tiene que ver con la confianza. La salida del Reino Unido enviaría un doble mensaje preocupante desde el punto de vista de los inversores. Primero, la Unión Europea podría ser vista como un barco que se hunde del que empiezan a saltar los primeros tripulantes. La gestión política de los últimos años no ayuda a mitigar este riesgo. Segundo, mostraría al mundo la fuerza de las posiciones populistas en Europa.

- Las autoridades europeas deben estar preparadas para una posible victoria del sí. En caso de producirse deben tomarse medidas a corto y a largo plazo. A corto plazo debe intervenir con fuerza en el mercado de deuda pública, como ya se ha anticipado, para evitar que las primas de riesgo se disparen. A largo plazo, debe continuarse con el proceso de expansión de la Unión y de profundización en una unión política desde el área monetaria. El Euro, y la Unión, solo sobrevivirán con mayor integración. Sin ella, experimentos como el inglés se repetirán con resultados imprevisibles.
- En caso de Brexit, Reino Unido no debe esperar ningún trato de favor por parte de sus antiguos socios Europeos. Wolfgang Schäuble advirtió de que la presencia en la Unión para el Reino Unido es un suceso dicotómico: “o están dentro o están fuera”.
- Es probable que la victoria del “sí” se tradujera en una cierta incertidumbre financiera. España se vería contaminada por ese problema, en particular por su pertenencia a una eurozona debilitada. No serían descartables incrementos de los costes de financiación de la deuda pública y problemas de liquidez en determinadas instituciones financieras, dependiendo de su exposición al Reino Unido. De nuevo, la celeridad del BCE y de las autoridades europeas será importante para frenar la incertidumbre.

- La salida de la Unión Europea no tiene una gran lógica desde el punto de vista económico. La racionalidad debería imperar sobre la ideología y la exaltación patriótica. Las últimas encuestas (The Economist Poll Tracker) hablan de un 44 por ciento a favor de salir, un 42 por ciento a favor de permanecer y un 14 por ciento de indecisos. Las casas de apuestas, sin embargo, se posicionan más a favor de la permanencia que de la salida.





# Capítulo 8

## Brexit!

Junio 2016.

Nunca creí que los partidarios de la salida del Reino Unido de la Unión Europea fueran a imponerse a los defensores de la permanencia. El resultado fue una sorpresa que resumí, en la misma mañana en la que se conocieron los resultados, en los siguientes puntos:

- El resultado del referéndum sobre la salida del Reino Unido de la Unión Europea ha concluido con la victoria del “sí” por cuatro puntos de diferencia (52-48). En este contexto hay más incertidumbres que certezas. Por fuerza, algunas de las ideas de este Capítulo son ligeramente tentativas y escasamente apoyadas en referencias.
- David Cameron ha presentado su dimisión y, a partir de Octubre, el nuevo Presidente del Reino Unido tendrá que dirigir la negociación con la Unión Europea a partir del Artículo 50 del Tratado de Lisboa. Será un proceso de, al menos, dos años. Hay que desanudar cada vínculo jurídico entre ambos actores.
- Las primeras reacciones en los mercados han sido las esperadas: fuertes caídas de la libra y de las bolsas.

- Mi interpretación de los resultados es que los ciudadanos británicos no han votado contra la Unión Europea sino contra la misma globalización. Los partidarios del Brexit lamentan la llegada de trabajadores inmigrantes, la caída de los sueldos y los competidores internacionales. Es cierto que la movilidad de trabajadores y el incremento de la competencia internacional han reducido salarios y generado desempleo en los sectores menos cualificados en las economías avanzadas...pero también lo es que ha mejorado espectacularmente los estándares de vida en la mayor parte de las economías en desarrollo y en el Reino Unido.
- La expectativa de una vuelta a los anteriores y más elevados estándares de vida en el Reino Unido ha movido el voto hacia el Brexit. La creencia errónea de que a través de la independencia se recuperará el dinamismo y el protagonismo pasado del Reino Unido es una ilusión. Existe una coincidencia casi total en este punto entre los economistas y analistas de todo el mundo. Esto debería ser una noticia en sí misma.
- El impacto en la economía del Reino Unido será doble. El país va a sufrir un primer shock de tipo temporal derivado del impacto de la noticia de la salida. El segundo shock, de carácter permanente, se producirá como consecuencia del nuevo estatus comercial y legal que se articulará entre el Reino Unido y la Unión Europea.

- En las primeras semanas lo que dominará será el impacto del shock temporal de corto plazo derivado del golpe emocional de la salida. Los vínculos de la Unión entre la UE y el Reino Unido permanecerán vigentes hasta que se negocie un nuevo marco bilateral.
- En lo que se refiere al shock temporal, deben esperarse efectos en cuatro indicadores fundamentales: PIB, tasa de paro, tipo de cambio y déficit público.
- PIB: el Tesoro británico espera una contracción del PIB de entre el 3.6 por ciento y el 6 por ciento en los dos próximos años. El consumo y la inversión privada se retraerán como consecuencia de la incertidumbre provocada por la decisión de salida. Además, la depreciación de la libra supondrá una mayor inflación, retrayendo nuevamente el consumo privado.
- Tasa de paro: se estima un incremento de entre 520.000 y 800.000 desempleados entre 2016 y 2018. La caída de la inversión doméstica e internacional disminuirá la demanda de trabajadores.
- Tipo de cambio: se estima una depreciación de la libra de entre el 12 y el 15 por ciento. El efecto financiero irá más lejos del tipo de cambio. Las caídas en bolsa se transformarán en un efecto pobreza que, de nuevo, repercutirá sobre consumo e inversión.
- Déficit público: la caída de ingresos públicos y el impacto en el gasto incrementará en el déficit entre 20 y 40 millones de libras. Serán necesarias medidas de ajuste extra para corregir este efecto...con nuevos efectos contractivos.

- El shock permanente es más difícil de estimar. Dependerá de la negociación que se dará entre Reino Unido y la Unión Europea tras la invocación por parte del Reino Unido del Artículo 50 del Tratado de Lisboa.
- En dicha negociación, Reino Unido querrá aspirar a un estatus similar al de Noruega. Es decir, mantener el acceso al mercado único. El problema para Reino Unido es que es imposible mantener dicho acceso sin permitir el libre movimiento de personas. Además, este estatus exige transferencias al presupuesto europeo común.
- Para el Reino Unido, el final de la libertad de movimiento de personas tendría una doble implicación negativa. Primero, no habría suficiente oferta de trabajadores para cubrir actividades fundamentales del país como los colegios o los hospitales. Segundo, el estado dejaría de percibir una importante suma de recursos, pues los ciudadanos de la Unión que trabajan en Reino Unido son contribuyentes netos a las finanzas públicas del país.
- Se estima que cualquier shock de carácter permanente sobre el PIB del Reino Unido superior al 0.6 por ciento empeoraría las finanzas públicas, incluso con el ahorro que supondría no contribuir al presupuesto comunitario (Giles, 2016).

- La Unión Europea sufrirá la salida del Reino Unido a través de dos canales. El primero es de carácter real. Aquellas economías más vinculadas al Reino Unido verán caer sus exportaciones y la inversión exterior. El segundo canal es de tipo financiero. El impacto negativo sobre confianza e incertidumbre en Reino Unido se contagiará a Europa. Es previsible que procesos de inversión y consumo se pospongan. Existe un cierto riesgo de nueva recesión en algunos países de la zona euro.
  
- A largo plazo la Unión Europea tiene un gran problema en la desafección ciudadana. Solo el 38 por ciento de los ciudadanos franceses, por ejemplo, tienen una visión positiva de la Unión Europea.
  
- La solución al problema de Europa pasa por un mayor crecimiento económico y una unión más profunda y resistente. La rebelión contra las élites se frena con buenos estándares de vida y proponiendo soluciones adecuadas (no ficticias, como en el caso del Brexit) a los problemas detectados. Así, se debería, en primer lugar, completar el mercado único (servicios digitales, mercados de capitales) y, en segundo lugar, profundizar en la mejora institucional de la Unión (unión bancaria, unión presupuestaria) (The Economist, 2016).

- Hasta enero de 2017 poco sabremos de los primeros efectos (reales) del resultado del Brexit. El mundo de 2016 es un mundo más competitivo y exigente que el de los años 70, 90 y 2000. En este contexto es necesario distinguir entre soluciones adecuadas y propuestas políticas que solo buscan votos fáciles. Esperemos que la respuesta de las autoridades europeas sea capaz de evitar una ruptura de la Unión y de la eurozona.
- Se ha producido una ruptura entre las élites políticas y económicas y una buena parte de la sociedad. Esta ruptura importa más que los hechos. La evidencia empírica y los resultados previsibles no son más relevantes que la rebelión contra esas élites.
- Los partidarios del Brexit recuerdan a los rebeldes de La Vida de Brian que luchan contra los invasores romanos preguntándose qué han hecho por ellos. Poco a poco empiezan a descubrir que mucho de lo que les gusta (el acueducto, el vino, la seguridad en las calles) vinieron con los romanos. Ojalá que las bondades de la Unión y de la globalización no se rebelen cuando sea demasiado tarde.





## Capítulo 9

Cuatro artículos de prensa.

## **El pulso de la recuperación española.**

**Editorial en Actualidad Económica. Noviembre 2015.**

La recuperación española mantiene el pulso. Las empresas del Ibex 35 ganaron 26.638 millones de euros en los nueve primeros meses de 2015, un 22.6 por ciento más que en el mismo período del año anterior. El resultado económico de explotación empresarial creció en la primera mitad de 2015 un 6.1 por ciento, frente a un retroceso del 1 por ciento en 2014. El valor añadido generado alcanzó el 4 por ciento en ese mismo período. Un año antes, la aportación de las empresas fue tan solo del 0.9 por ciento.

Estas cifras muestran un 2015 especialmente dinámico, particularmente en su primera mitad. El segundo semestre está mostrando algunos mínimos síntomas de ralentización que bien podrían formar parte del escenario económico del próximo año. Las empresas españolas afrontan un 2016 que se prevé convulso en lo internacional e inestable en lo doméstico.

En el plano internacional conviene destacar el viento a favor que el contexto global ha aportado a la recuperación económica española. La caída del precio del petróleo, el debilitamiento del Euro, la política monetaria acomodaticia... han sido particularmente beneficiosas para las empresas españolas, que han ganado competitividad y fortaleza tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda.

No es descartable, como se ha dicho, un cambio de viento en lo internacional en los próximos meses. En primer lugar, por la subida de tipos de la Reserva Federal. Ésta tendrá un doble efecto sobre la economía española. Por un lado, supondrá una ralentización de la actividad en la economía americana, con un inevitable “efecto contagio” global. Por otro, las economías emergentes verán incrementar el coste y el peso de sus deudas en dólares, lo que supondrá un lastre para su crecimiento y su capacidad importadora. Las empresas españolas han encontrado aire y oportunidades de negocio muy relevantes en 2014 y 2015 en estos mercados, precisamente.

En segundo lugar, por la incertidumbre asociada a la economía China. Su debilitamiento arrastra a un buen número de economías latinoamericanas con las que España mantiene vínculos comerciales estrechos. Y, en tercer lugar, por los efectos económicos derivados de los cambios geopolíticos que el mundo está viviendo desde los atentados de noviembre en París.

En el plano doméstico existen dos grandes fuentes de preocupación. La primera es el resultado de las elecciones generales. Un escenario de ingobernabilidad (poco probable, antes de que se abran las urnas) sería terrible para la consolidación de la recuperación económica. Más allá de signos ideológicos, la política económica debe ser estable y predecible, así como favorecedora de las actividades empresariales. La senda de reformas estructurales no es negociable en un mundo de bajas tasas de crecimiento, como advierte el Fondo Monetario Internacional (FMI). Los organismos y centros de análisis prevén un 2016 menos dinámico que 2015 en España. El mantenimiento del impulso económico está estrechamente vinculado a la profundización y al ajuste de las reformas económicas puestas en marcha desde 2011.

La segunda fuente de incertidumbre es la situación del mercado de trabajo. Entre el primer trimestre de 2013 y el tercero de 2015 la tasa de paro ha caído desde el 26.9 por ciento al 21.2 por ciento. El número de desempleados se ha reducido en 1.5 millones de personas, aproximadamente. La creación de empleo en los próximos meses no será, sin embargo, tan dinámica. Por el menor crecimiento del PIB previsto. Pero, también, porque tras un duro ajuste de plantillas entre 2010 y 2014, la contratación era la única alternativa para responder a los primeros incrementos de demanda derivados de la recuperación. Ahora que la economía toma velocidad, se presenta la duda de si la reforma laboral ha favorecido de manera significativa la creación de empleo a menores tasas de crecimiento o de si, por el contrario, los excepcionales datos de 2015 son consecuencia de ese profundo ajuste previo. Un shock externo como los descritos previamente podría ser fatal si antes no se ha creado un mayor número de puestos de trabajo.

El mundo tras la Gran Recesión ofrece crecimientos débiles, inestables y desiguales. La presencia global, con marcas fuertes y productos innovadores, es el camino más seguro para aquellas empresas que busquen sobrevivir y desarrollarse en este contexto. La tarea de los policy makers, por su parte, es ofrecer un marco estable y atractivo para la inversión, tanto desde el punto de vista económico como político.

# El Euro y las crisis matrimoniales.

**Actualidad Económica. Mayo 2016.**

Las áreas monetarias son como los matrimonios; no están hechos para todo el mundo y generan enormes costes en caso de ruptura. Como sucede con muchas parejas, la crisis de convivencia de la Eurozona se originó en el mismo momento de su fundación. La simple voluntad de las partes no puede sostener una relación en la que apenas hay nada en común y en la que los roces son constantes. Los padres del Euro confirieron un excesivo peso a lo político y dejaron de lado los problemas económicos que se derivarían del hecho de compartir moneda.

Esta desconexión entre lo institucional y lo económico se puso de manifiesto en mayo de 2010 con el estallido de la crisis griega. El contagio soberano-financiero desbordó un diseño institucional débil y poco cohesionado. Más de dos años después, Mario Draghi reconoció la necesidad de “hacer todo lo que fuera necesario” para que el deseo político de la unión fuera factible a largo plazo. El fuerte capital político invertido necesitaba de profundas reformas económicas para ofrecer algún retorno en el futuro.

No puede decirse que el colapso de la Eurozona fuera una sorpresa. En los años sesenta y setenta, un grupo de economistas liderado por Robert Mundell desarrolló la teoría de las áreas monetarias óptimas. Para que un grupo de países pudieran compartir su moneda de manera eficiente debían darse las siguientes condiciones: movilidad de trabajadores, apertura comercial, diversificación de mercados productivos, la existencia de un sistema de transferencia fiscal entre estados, una supervisión financiera integrada y una “visión compartida” a largo plazo. Solo dos de estas condiciones se cumplían en el año 2000: la diversificación de los mercados productivos y la apertura comercial.

El incumplimiento de las restantes condiciones no preocupó en exceso a los policymakers. El estallido de la crisis, en mayo de 2010, les mostró, sin embargo, su error de cálculo. Los países en un mal equilibrio fueron capaces de arrastrar a los que se encontraban en uno bueno, lo que favoreció la activación de crisis domésticas a lo largo de toda el área monetaria. La falta de liderazgo y el shock provocado por la profundidad de la recesión, postergó la toma de decisiones estructurales más de un año.

A partir de 2011, la necesidad de incorporar nuevas instituciones económicas, que garantizaran la estabilidad financiera y soberana de la Eurozona, se hizo inevitable. Las autoridades europeas incluyeron en sus agendas de negociación un buen número de los requisitos incumplidos descritos en su momento por Mundell y sus colegas.

Los progresos realizados desde entonces pueden agruparse en cuatro grandes categorías: la unión bancaria, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), las “compras” de deuda pública por parte del Banco Central Europeo (BCE), y el incremento de los controles sobre la política fiscal.

La unión bancaria ha avanzado desde 2011 en sus tres dimensiones: supervisión compartida, mecanismo único de resolución de entidades en problemas y establecimiento de un mecanismo común de garantía de depósitos. Pese a estar todavía incompleta, consigue elevar el control financiero de lo doméstico a lo Europeo y reducir la incertidumbre derivada de la eliminación del riesgo cambiario.

El MEDE es un primer esbozo de unión fiscal. Su objetivo es facilitar financiación rápida a los estados que estén atravesando problemas de liquidez o de solvencia. En teoría, debería contribuir a evitar escenarios poco edificantes, como los vividos con Grecia, Irlanda y Portugal en 2010 y 2011, cuando la ausencia de un mecanismo de rescate inmediato disparó las dudas de manera innecesaria. En la práctica, el MEDE aún no tiene las capacidades de una unión fiscal completa. Primero, porque su uso debe ser aprobado por los parlamentos nacionales. Segundo, porque no parece capaz de resolver crisis de naturaleza diferente a la soberana. Finalmente, porque su disponibilidad de recursos podría no ser suficiente para afrontar problemas sistémicos.

Los programas de compra de deuda pública por parte del BCE han contribuido a aliviar la espiral de deuda-intereses-déficit que ahogaba a los países periféricos. Este tipo de intervenciones podrían tener los días contados. Su existencia se establece en “algún lugar” entre la política fiscal y la política monetaria, por lo que la responsabilidad de su uso está diluida entre lo doméstico y lo europeo.

Finalmente, la puesta en marcha de mayores controles fiscales en los países miembros ha sido la consecuencia de necesidades políticas y económicas. El llamado fiscal compact, sustituto del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, nace para “tranquilizar” a los votantes de los países acreedores y para incentivar el ajuste del sector público en las economías deudoras. Su principal limitación es ya un clásico de la regulación europea: la poco probable puesta en marcha de sanciones a los países incumplidores.

Los avances descritos, llevados a cabo en el período 2011 – 2016, han acercado el diseño del área monetaria europea al óptimo descrito en la literatura económica, pero todavía con un largo camino por delante. El matrimonio europeo se encuentra ante cuatro posibles escenarios: un costoso divorcio, una unión de conveniencia, una relación tortuosa con discusiones constantes y un resurgir de la pasión que, renovada, potencie a los países firmantes. El dominio de un escenario u otro dependerá de que se siga avanzando en los dos grandes frentes descritos: el político-institucional y el puramente económico.

Institucionalmente, existen dos grandes áreas de reforma pendiente: la financiera y la soberana. Respecto del área financiera, es necesario completar la unión bancaria. En particular, debe trabajarse en dos direcciones: ofrecer un sistema de garantía de depósitos que actúe de manera homogénea para todos los europeos y profundizar en la ruptura de los vínculos financiero-soberanos. Se reduciría así, de manera notable, el riesgo de posibles corridas bancarias. Además, el supervisor común debería incentivar una menor exposición a activos de deuda pública; parece claro que ya no puede ser considerada como un “activo sin riesgo”.



Desde el punto de vista soberano, es necesario lograr una mayor coordinación de las políticas fiscales. Este requisito, de indispensable cumplimiento, pretende dar el primer paso hacia una deuda mutualizada. La mutualización de deuda europea, inevitable a medio plazo, debe venir precedida de un ajuste drástico de los sectores públicos más derrochadores y de una reducción de los stocks de deuda. Solo así la cobertura de los países centrales de la Eurozona tendrá sentido desde el punto de vista económico. La batalla política será harina de otro costal. Se prevé compleja y duradera.

Económicamente, la Eurozona se enfrenta a un doble reto: la falta de convergencia y el escaso crecimiento a largo plazo. Los países que forman parte de un área monetaria deben tender a converger en sus patrones de crecimiento. Se consigue así un mejor equilibrio y reparto de los costes generados por las crisis económicas, así como un mayor aprovechamiento conjunto de los ciclos expansivos. La existencia de grandes desajustes en los ciclos económicos puede encarecer la factura común de las crisis nacionales.

El FMI estima un crecimiento potencial para la Eurozona de alrededor del 1.5 por ciento y una tasa de desempleo estructural cercana al 9 por ciento. Las reformas fiscales, de mercado de trabajo, de liberalización de mercados oligopolísticos, la inversión en investigación y desarrollo, el reajuste del sistema de pensiones a una población crecientemente envejecida... son claves para que la economía europea recupere productividad y fortaleza internacional.

El incremento del crecimiento a largo plazo tiene, además, un requisito ineludible para poder darse de manera sostenida: la reducción de la deuda pública y privada acumulada desde la creación del Euro. La deuda privada conjunta de la Eurozona, actualmente, es el 110 por ciento del Producto Interior Bruto (PIB), y no ha dejado de crecer desde el año 2000. La deuda pública, por su parte, se sitúa en el 92.5 por ciento del PIB.

El cumplimiento de esta doble agenda reformista (institucional y económica) favorecería el que la Eurozona se dirigiera hacia un escenario de “resurgimiento amoroso”. El fracaso en lo institucional y en lo económico garantizaría un carísimo divorcio. Los avances institucionales sin mejoras económicas serían el centro de un matrimonio de conveniencia. A tenor de lo visto en los últimos años, el escenario más probable parece el de la relación tortuosa: pequeños avances en lo económico y refriega política en lo institucional.

Lo que nos lleva a la última condición que Mundell dio para que un grupo de países (y, si me apuran, un matrimonio) puedan convivir de manera eficiente: la llamada “visión compartida”. Es necesario tener un mismo horizonte. Sin un objetivo común, el óptimo económico difícilmente coincidirá con el óptimo político. Y sin liderazgo ni apoyo de las autoridades políticas, es poco probable que los ciudadanos estén dispuestos a abrazar una agenda de reformas que implica fuertes ajustes y cesiones de soberanía. Como cantaba Paul Simon, quizá de manera algo cínica, los matrimonios son una mezcla de “negociaciones y canciones de amor”. Los matrimonios y las áreas monetarias.

# Tareas pendientes y mercado de trabajo.

**Diario ABC. 12 de junio de 2016.**

Las reformas laborales de los años 2010 y 2012 contribuyeron a incrementar la flexibilidad de la relación entre trabajadores y empresarios en España. Como consecuencia de ello, y de la fuerte destrucción de empleo experimentada desde 2007, la economía española es capaz ahora de generar empleo con un menor crecimiento. El mercado de trabajo afronta, sin embargo, cuatro grandes retos que deben ser abordados para profundizar en su adecuación al contexto internacional.

El primero es la rigidez salarial. Pese a los avances de los últimos tres años, los salarios no reflejan de manera fidedigna la diferente situación de las empresas. A los empresarios les sigue resultando complicado adaptar los salarios a la evolución de la demanda. Existen grandes costes administrativos y legales que limitan la puesta en marcha de acuerdos intra-empresariales. Para combatir este problema deben eliminarse las trabas burocráticas que dificultan los ajustes vía horas trabajadas e incentivarse el uso de las opciones que la nueva legislación laboral ya ofrece.

El segundo problema es la dualidad. El 75 por ciento de los contratos existentes en España son indefinidos, lo que separa a los trabajadores entre ganadores (indefinitos, muy costosos de despedir) y perdedores (temporales, con alta rotación). La introducción de incentivos fiscales para la contratación indefinida, la unificación de las categorías contractuales o la lucha contra las incertidumbres legales que se cierren sobre las reducciones de plantilla, contribuirían a reducir las diferencias entre ambos grupos.

La falta de productividad es el tercer problema y se deriva, en gran medida, del anterior. Ante un escenario de gestión de plantillas LIFO (por sus siglas en inglés, el último que entra es el primero que sale), las empresas no tienen incentivos para invertir en formación. El crecimiento sostenido del empleo solo es alcanzable a través de salarios cuyo ajuste se realice en base a la productividad y a la competitividad exterior.

Finalmente, el desempleo estructural se sitúa en torno al 15 por ciento de la población activa. Las políticas activas de empleo, destinadas a reconvertir y reentrenar trabajadores, deben ser auditadas y evaluadas con rigor. Los fondos destinados a esta partida serán inútiles sin un sistema público de empleo moderno y actualizado, que gestione la información de manera más profesional y transparente. España necesita acelerar la actualización de su regulación laboral. Ignorar el efecto que la globalización tiene sobre nuestra economía equivale a condenarnos a sufrir un mercado de trabajo anquilosado, generador de altas tasas de desempleo.

## ¿Qué han hecho los romanos por nosotros?

**Diario Cinco Días. 22 de junio de 2016.**

Los partidarios del brexit se parecen a los protagonistas de La vida de Brian. Cuando se preguntan qué han hecho los invasores romanos por ellos, descubren que un buen número de las cosas que adoran vinieron con los malvados romanos. Esta paradoja, consustancial a la postura pro-salida parece no haber pasado desapercibida entre el electorado inglés. En las últimas horas, la opción de la salida de la Unión parece haberse diluido, como muestran las encuestas y, más claramente, las casas de apuestas. Opinar es mucho más barato que apostar y, a la hora de poner su dinero en juego, los ingleses se quedan los argumentos económicos pro-Unión.

El sustento de los partidarios de la salida ha sido, por contra, más emocional que racional. La razón por la que han seguido este camino es más obligada que elegida. En primer lugar, porque el escenario tras la posible salida de Reino Unido es de todo menos seguro. Según David Cameron, el primer paso tras la victoria del brexit sería invocar el artículo 50 del Tratado de Lisboa. Su aplicación pone en marcha el proceso de negociación para que un país miembro abandone la Unión. Dicho proceso puede durar hasta dos años y de él nacería el vínculo económico y legal que uniría a Reino Unido y a la Unión Europea en el futuro.

En segundo lugar, porque los beneficios económicos y sociales del brexit son mínimos y de difícil consecución. Es cierto que, fuera de la Unión, Reino Unido podría hacer valer su voz en cuestiones comerciales más de lo que lo hace en la actualidad. O que no tendría que acatar necesariamente todas las normativas europeas sobre cuestiones productivas, legales o financieras. Pero más allá de estas posibles ganancias, los costes serían abrumadores y ciertos.

Así, la permanencia se ofrece a los votantes como la opción menos mala. Los partidarios de esta opción reconocen que la Unión Europea sufre una importante crisis de identidad: falta de liderazgo político, problemas con la Unión Monetaria, gestión ineficiente, etcétera. El coste de abandonar dicha unión imperfecta supera con creces, sin embargo, al de mantenerse en ella y reformarla.

El Tesoro británico estima que en los dos primeros años tras su salida de la Unión, el PIB de Reino Unido se contraería un 3,6 por ciento, el desempleo aumentaría en más de medio millón de personas y la libra se depreciaría un 12 por ciento. En el peor escenario, la contracción alcanzaría los seis puntos, el desempleo crecería en 800.000 personas y la libra caería un 15 por ciento.

El impacto en el país iría más allá de las cifras macroeconómicas. Se produciría, en primer lugar, un efecto pobreza que reduciría el consumo, como consecuencia de la contracción económica. En segundo lugar, la falta de estabilidad y la incertidumbre reducirían la inversión extranjera y encarecerían el crédito al sector privado.

En tercer lugar, se complicaría la financiación del déficit por cuenta corriente; cerca del 50 por ciento de la inversión extranjera que llega a Reino Unido lo hace desde Europa. Finalmente, Reino Unido podría sufrir una crisis de gobernabilidad derivada de la enorme división existente tanto en el partido conservador como en el laborista.

Desde el resto del mundo se mira a Reino Unido con inquietud. Es cierto que los mercados internacionales parecen haber descontado una buena parte de la hipotética salida, pero el impacto sobre Europa sería difícil de evitar. En primer lugar, porque la victoria del brexit podría mandar el mensaje de que la Unión Europea es un barco que se hunde y del que los primeros pasajeros comienzan a saltar. En segundo lugar, porque sería la prueba evidente de que las tesis populistas más alejadas de la lógica económica y política pueden conseguir sus objetivos con mensajes puramente emocionales.

Ante lo incierto del resultado, Europa debe prepararse para una hipotética victoria del sí y para un creciente apoyo a las tesis pro-salida. A corto plazo, el Banco Central Europeo debería proveer la liquidez necesaria para evitar cualquier atisbo de pánico. A medio y largo plazo, es necesario un esfuerzo de adecuación de la Unión Europea a las necesidades del mundo posterior a la Gran Recesión. La permanencia no puede ser el mal menor. Europa necesita una visión compartida respecto de lo que quiere ser. Sin una mayor integración económica y política otros intentos de expulsión de los malvados romanos se repetirán, con resultados imprevisibles.





# Capítulo 10

## Conclusiones.

El curso 2015-2016 comenzó con cierto optimismo respecto de la situación de la economía internacional. Tras el enésimo conato de recaída griega en verano, septiembre mostraba un panorama más apacible. El dinamismo de la recuperación en Estados Unidos, la relativa estabilidad de la eurozona y el bajo precio del petróleo auguraban unos meses tranquilos.

A final de año las perspectivas comenzaron a oscurecerse. El buen comportamiento del mercado de trabajo en Estados Unidos movió a la Reserva Federal hacia su primera subida de tipos de interés en diez años. La posibilidad de nuevas subidas en los meses siguientes incrementó la demanda de dólares en busca de mayores rentabilidades, lo que lo que apreció la moneda americana.

Esta apreciación, unida a la desaceleración que la economía china venía mostrando desde hacía algunos trimestres, atrapó a las economías emergentes, en particular a las de América Latina. La subida de tipos, unida a la fortaleza del dólar, multiplicaron el peso de las deudas contraídas por agentes externos en moneda americana. Lo que, unido a la caída de las exportaciones a China, ensombreció las perspectivas de crecimiento en las economías emergentes y, con ellas, las mundiales.

El petróleo barato dejó de revelarse como una ventaja para la economía mundial. Inicialmente, se estimaba que el bajo precio del crudo tendría un impacto netamente positivo para el crecimiento global, pues las propensiones marginales a consumir en las economías avanzadas son históricamente más altas que en los países exportadores. Sin embargo, los stocks de deuda privada acumulados en Europa y Estados Unidos redujeron las propensiones a consumir y minimizaron el impacto positivo del bajo coste de la energía.

Durante los primeros meses de 2016, el mundo se enfrentó a un contexto de enorme incertidumbre. Los principales mercados de valores cayeron ante la posibilidad de una nueva recesión global. El crecimiento mundial mostraba importantes diferencias intra-regionales. En los llamados BRICS, por ejemplo, India mantenía (y mantiene) un crecimiento tan dinámico como el de los últimos quince años. Al mismo tiempo, Brasil se enfrenta una recesión cuya salida es cada día más complicada. En la eurozona, países como Francia o Italia muestran un crecimiento cercano al 1 por ciento, mientras que Irlanda o España son un ejemplo de recuperación tras una profunda crisis. El riesgo de que países en un mal equilibrio contagiaran y arrastrasen a países en uno bueno se apoderó de los mercados en los dos primeros meses del año. Los buenos datos de crecimiento de las economías avanzadas al cierre del primer trimestre contribuyeron a calmar la situación.

A mitad de año las tensiones geopolíticas comenzaron a revelarse como la principal amenaza para el crecimiento global. La fortaleza de Donald Trump en las primarias del partido republicano, la emergencia de partidos políticos heterodoxos con un fuerte apoyo popular en las economías avanzadas y la convocatoria del referéndum para la salida del Reino Unido de la Unión Europea golpearon nuevamente a los mercados financieros.

En el momento de escribir estas líneas, junio de 2016, los aspectos políticos se han adueñado de la realidad económica. El crecimiento mundial está seriamente amenazado por la gestión del Brexit, por los resultados electorales que puedan darse en Estados Unidos o Francia en los próximos meses y por el riesgo de conflictos relacionados con el terrorismo o con la política exterior de Rusia.

Las cuestiones geopolíticas no son las únicas que lastran el crecimiento global. A las aludidas dificultades de las economías emergentes, hay que añadirle dos grandes problemas: el excesivo apalancamiento público y privado en las economías avanzadas y la compleja salida de los estímulos fiscales y monetarios que se pusieron en marcha durante la crisis del atlántico norte y que, aún hoy, no se han resuelto.

La segunda mitad de 2016 parece tan volátil e incierta como la primera. Esperemos que la ortodoxia macroeconómica se imponga y que las políticas populistas no enfanguen un terreno ya de por sí complicado. Pese a que casi todas las economías ya han recuperado sus niveles de actividad pre-crisis, el mundo de 2016 no se parece en nada al de 2007. La resaca de la Gran Recesión está siendo larga y complicada de superar.

# Bibliografía

ARAHUETES, A. Y GÓMEZ-BENGOECHEA, G. (2015): “La crisis del euro: génesis, contagio y escenarios de superación,” *Comillas Journal of International Relations*, 4, 1–40.

BALDWIN, R. AND F. GIAVAZZI (2015): *The Eurozone Crisis: A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions*, CEPR, chap. The Eurozone Crisis: A Consensus View of the Causes, 18–63.

DE GRAUWE, P. (2016): “The legacy of the Eurozone crisis and how to overcome it,” *Journal of Empirical Finance*, february 2016.

DE GRAUWE, P. AND Y. JI (2012): “Mispricing of Sovereign Risk and Macroeconomic Stability in the Eurozone,” *Journal of Common Market Studies* *Grauwe2012*, 50, 6, 866–880.

EICHENGREEN, B. AND T. BAYOUMI (1993): *Shocking Aspects of European Monetary Unification*, en *Shocking aspects of European monetary integration*. Torres, F. y Giavazzi, F. (eds). Cambridge University Press. Cambridge.

- FELDSTEIN, M. (2000): “The European Central Bank and the Euro: The First Year,” *Harvard University. Department of Economics Scholarly Articles.*, 3043424, <http://dash.harvard.edu/handle/1/3043424> (24-11-2012).
- GILES, C. (2016): “Brexit means a bumpy road ahead for the UK economy,” *Financial Times*.
- IMF (2015): “Global implications of lower oil prices,” *IMF Discussion Notes*, 15.
- (2016): “World Economic Outlook: April 2016,” *International Monetary Fund*.
- MUNDELL, R. (1961): “A Theory of Optimum Currency Areas,” *American Economic Review*, 51, 657–665.
- OBSTFELD, M. (2016): “Oil prices and the global economy: Its complicated,” *Voxeu*.
- THE ECONOMIST (2016): “What happens now that Britain has voted for Brexit,” *The Economist*.
- TREASURY (2016): “HM Treasury analysis: the long-term economic impact of EU membership and the alternatives,” *HM Treasury*.
- WOLF, M. (2016): “Brexit imperils the confidence of strangers,” *Financial Times*.