

# **La crisis institucional de la eurozona: nacimiento, evolución y reacción política**

*Gonzalo Gómez Bengoechea*<sup>1</sup>

Profesor de Economía de Universidad Pontificia Comillas

## **Resumen**

Este artículo estudia la crisis de la eurozona del período 2009 – 2014 desde una perspectiva institucional. Se analiza la literatura sobre áreas monetarias y se compara el diseño de la zona euro con el óptimo teórico. El análisis empírico de los *credit default swaps* muestra que el inadecuado diseño institucional de la eurozona favoreció el contagio de las diferentes crisis nacionales en el período 2009-2012. Se estudian, además, las reformas puestas en marcha entre 2012 y 2014, así como las propuestas electorales realizadas en el marco de las elecciones europeas de mayo de 2014.

*Palabras Clave: Áreas Monetarias; Deuda Soberana; Contagio Económico; Propuestas Electorales.*

## **The institutional crisis of the eurozone: birth, evolution and policy reaction**

### **Abstract**

This paper studies the 2009 – 2014 eurozone crisis from an institutional perspective. The article analyses the existing literature on monetary unions and compares the actual design of the eurozone with the optimal design described in the literature. The empirical analysis of credit default swaps shows that the non-optimal institutional framework of the Eurozone has eased the expansion of national crises in the period 2009 – 2012. The paper also analyses the reforms implemented in the period 2012-2014, as well as the main electoral promises from political parties in May 2014 European Elections.

*Key Words: Monetary Areas; Sovereign Debt; Economic Contagion; Proposals for Election.*

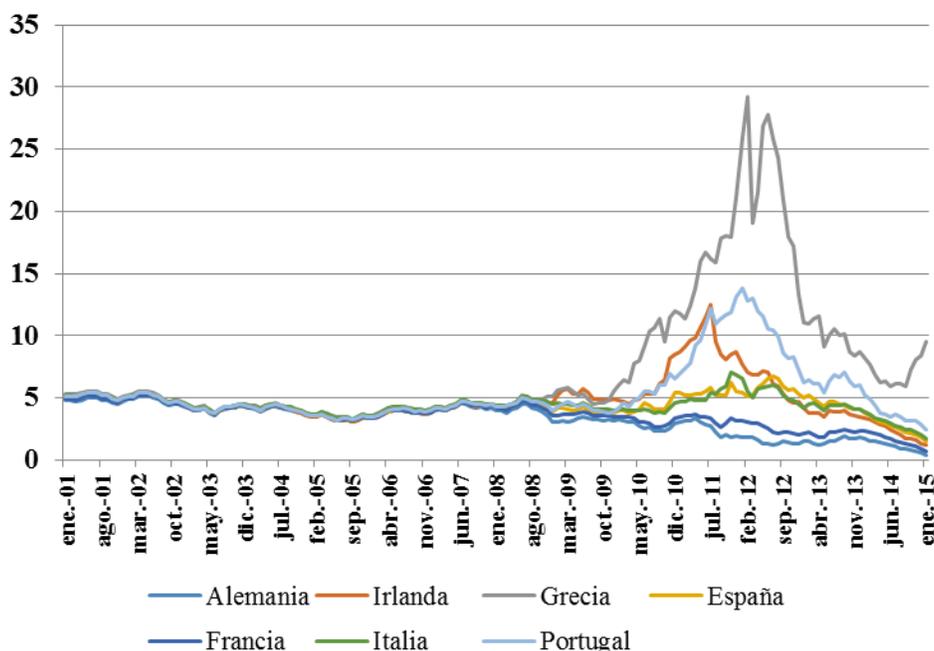
---

<sup>1</sup> gonzalo.gomez@comillas.edu

## 1. INTRODUCCIÓN

La crisis de deuda pública de la eurozona del período 2007-2014 es una crisis en tres etapas. Comenzó con la llamada crisis *subprime* en Estados Unidos, en el verano de 2007. A continuación, las instituciones financieras de todo el mundo vieron cómo sus balances se contaminaban con activos inmobiliarios de valor incierto procedentes de la economía norteamericana. Finalmente, los gobiernos experimentaron grandes déficit públicos, altos niveles de endeudamiento y fuertes contracciones del Producto Interior Bruto (PIB). Esta última etapa está siendo particularmente virulenta en la eurozona, en general, y en España, Grecia, Irlanda, Italia, y Portugal, en particular. La evolución de los intereses de la deuda pública, recogida en el gráfico 1, así lo muestra (Gómez Bengoechea, 2013).

Gráfico 1. Intereses del bono soberano a 10 años. Enero 2001 – Enero 2015

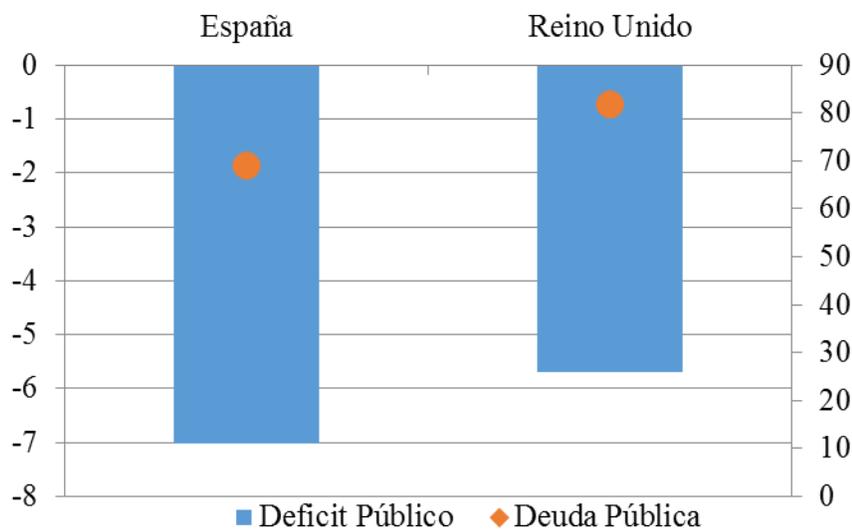


Fuente: Elaboración propia en base a Banco Central Europeo.

De Grauwe y Ji (2012) señalan que los diferenciales de intereses de la deuda pública, en un área monetaria, son un reflejo del riesgo de *default* asociado a cada país. Así pues, hasta mediados de 2012, momento en el que el Banco Central Europeo (BCE) pone en marcha el programa *Outright Monetary Transactions* (OMT), los países mencionados experimentaron el mayor riesgo de *default* de su historia reciente. La observación conjunta de los intereses de los bonos soberanos y de los fundamentales macroeconómicos de países no pertenecientes al área monetaria europea arroja una interesante paradoja.

Economías, como la de España y Reino Unido, con niveles similares de déficit público y deuda pública, como muestra el gráfico 2, experimentan riesgos de default muy distintos. En el año 2011, el coste de la deuda pública a diez años máximo para Reino Unido fue de 3,76%. En ese mismo ejercicio, el estado español se financió a diez años, de manera recurrente, con un coste superior al 6%. Como señalan Gerlach y otros (2010), para algunos países la pertenencia a la eurozona puede suponer un sobrecoste en períodos de crisis económica.

Gráfico 2. Déficit público (eje izquierdo) y deuda pública (eje derecho). España y Reino Unido. Puntos porcentuales de PIB. Año 2011.



Fuente: Elaboración propia en base a Thomson Datastream.

Este artículo aborda la crisis de la eurozona con un doble objetivo. El primero es el de estudiar si la eurozona contaba, en el momento del estallido de la crisis de deuda pública, con un diseño institucional adecuado para responder a una situación de estas características. Los resultados recogidos en este artículo muestran que la zona euro sufre, desde su misma fundación, de deficiencias institucionales graves que, en muchos casos, distan de estar solucionadas. El segundo objetivo es valorar si los partidos políticos españoles tienen una visión clara de lo que necesita la eurozona para ser un área monetaria óptima, así como evaluar si sus propuestas electorales son las más adecuadas para que la zona euro pueda operar de manera eficiente.

Para responder a la primera pregunta se ha empleado la siguiente metodología. En primer lugar, se ha realizado una revisión de la literatura sobre áreas monetarias. El objetivo es resumir la razón de ser de lo que Mundell (1961) llamó Área Monetaria Óptima (AMO). En segundo lugar, se ha elaborado un análisis empírico de la evolución de los *Credit Default Swaps* (CDS) durante el proceso de contagio de las diferentes crisis nacionales de deuda pública en el período 2009-2012. La utilización conjunta de ambas técnicas permite describir el mecanismo de contagio de las diferentes crisis nacionales.

Para responder a la segunda pregunta se ha realizado un análisis pormenorizado de las medidas aprobadas en el período 2012-2014, así como de los programas electorales presentados por los partidos políticos españoles a las elecciones europeas de 2014. Se han aplicado técnicas de búsqueda de palabras clave así como un análisis pormenorizado del significado económico de las propuestas presentadas. Los resultados, como ya se ha dicho, muestran un diseño institucional deficiente y propuestas políticas alejadas de las necesidades que, tal y como muestran la literatura y la evidencia empírica, tiene el área monetaria europea desde el punto de vista institucional.

Este artículo está organizado de la siguiente manera. En la segunda sección se realiza un recorrido por la literatura sobre áreas monetarias. En la tercera sección se estudian los CDS como herramienta de medida del riesgo soberano y se observa cómo su movimiento conjunto, frente a crisis nacionales diferenciadas, sugiere la existencia de un riesgo compartido por los países pertenecientes a la zona euro. En la cuarta sección se explica el proceso de contagio de las diferentes crisis nacionales, favorecido por un diseño institucional inadecuado. La quinta sección estudia las principales reformas aprobadas por los *policy-makers* europeos hasta 2014. En la sexta sección se estudian las propuestas electorales presentadas por los partidos políticos para enmendar la crisis de deuda soberana. Finalmente, en la sección séptima, se presentan las conclusiones.

## **2. LA EUROZONA Y SU FUNDAMENTO TEÓRICO**

Según Mundell (1961), un Área Monetaria Óptima (AMO) es una región geográfica que maximiza su eficiencia económica a través de una moneda común, compartida por todos los países miembros. Para Mundell (1973) la gestión de una moneda compartida debe tener un objetivo principal: mantener la capacidad de compra de los distintos países estable. De este modo, cuanto mayor sea el área monetaria (incluso en presencia de *shocks* asimétricos) mejor. Una idea compartida por McKinnon (2000) y otros autores.

Seguendo a Mongelli (2002) puede señalarse que la teoría económica que impulsó la creación del euro se divide en tres etapas: la fase de los pioneros, la fase de la reconciliación y la fase de reevaluación. Se describirá a continuación cada una de ellas. Se señalarán, además, las condiciones consensuadas en la literatura como de necesario cumplimiento para poder hablar de un área monetaria óptima.

### **2.1 Los sesenta y los primeros setenta: la fase de los pioneros**

Como consecuencia del régimen de tipos de cambio y de controles de capital operativo en este período, la mayor parte del debate sobre las AMO estaba centrado en sus ventajas y desventajas respecto de un sistema de tipos de cambios flexibles, así como en la comparación de las economías europeas y americana. La literatura estableció en esta fase una serie de requisitos o de propiedades que debían darse en cualquier AMO, y que se detallan a continuación.

- Flexibilidad de precios y salarios. Las áreas monetarias óptimas deben garantizar un cierto grado de flexibilidad de los salarios nominales y de los precios, para evitar una excesiva destrucción de empleo o una alta inflación ante *shocks* económicos. El cumplimiento de esta condición reduce la necesidad de realizar ajustes vía tipo de cambio y facilita el ajuste económico en el corto plazo.
- Movilidad de trabajo y producción. Mundell (1961) puso de manifiesto la necesidad de una mayor integración de los mercados de factores productivos como un requisito fundamental para lograr un área monetaria eficiente. En su momento se esperaba que la movilidad laboral fuera baja en el corto plazo, dados los altos costes migratorios, pero que se incrementara en el medio y largo plazo. Este hecho debería facilitar las condiciones de ajuste ante shocks de carácter permanente (Corden, 1974).
- Integración de los mercados financieros. Según Ingram (1973), la integración de los mercados financieros debería disminuir, igualmente, la necesidad de realizar ajustes vía tipo de cambio. Los países que atravesaran un *shock* económico asimétrico podrían concentrar la atención de los inversores presentes en el área monetaria, lo que facilitaría la recuperación de su economía sin que nuevos ajustes fueran necesarios.
- Apertura económica. Cuanto mayor sea el grado de apertura económica que un país experimente, mayor será la transmisión de los precios internacionales a la economía doméstica. Según McKinnon (1963), este hecho incrementaría la flexibilidad de los precios domésticos en los países miembros.

- Diversificación en producción y consumo. Una alta diversificación en producción y consumo y, consecuentemente, en el papel desempeñado por el sector exterior, diluye el impacto de un posible *shock* sobre una industria o un sector en concreto. Así, la diversificación productiva debería disminuir la necesidad de ajuste vía tipo de cambio nominal.
- Inflación similar. Las diferencias en la tasas de inflación aparecen, habitualmente, como consecuencia de otros problemas estructurales: rigideces del mercado laboral, una política monetaria ineficiente... Como señala Fleming (1971), la convergencia en precios es una condición fundamental para mantener la estabilidad del comercio.
- Integración fiscal. La integración fiscal puede ser entendida de formas muy distintas. La explicación original, desarrollada por Kenen (1969), incluye un sistema que permite a los países miembros compartir un mecanismo supranacional de transferencias que facilite y acelere la redistribución de fondos. De esta manera, de nuevo, los *shocks* asimétricos pueden ser corregidos sin alteraciones en los tipos de cambio.
- Integración política. Según Haberler (1970) y Tower (1976) el trabajo político conjunto es fundamental para lograr el éxito de un área monetaria. Esto significa que los países miembros deben tener, al menos, percepciones y visiones similares en asuntos como el crecimiento económico, el comercio, el mercado de trabajo y las instituciones financieras.

## **2.2 Los setenta: la fase de la reconciliación**

La década de los setenta abarca la segunda oleada de contribuciones a la teoría de las AMO. Muchos autores como Corden (1974), Ishiyama (1975), Mundell (1973)... trabajaron en la interpretación y en el desarrollo de las anteriores propiedades. Se detallan, a continuación, las principales contribuciones realizadas a la literatura durante este periodo.

- Corden (1974): Su argumento principal tiene que ver con la pérdida de control directo sobre la política monetaria y sobre los tipos de cambio que los países miembros de un área monetaria experimentan. Este hecho afecta a la economía doméstica de varias maneras, como señala Mongelli (2002): “experimentar un shock adverso en la demanda de exportaciones exigirá recuperar el equilibrio externo, en lugar de políticas de reducción del gasto. Al mismo tiempo, sería necesario poner en marcha cambios en el tipo de cambio real. La flexibilidad de los precios y de los salarios nominales puede incrementar la flexibilidad de los tipos de cambio frente a ciertos desequilibrios”.

- Tower y Willet (1976): Según su visión, un AMO tiene dos grandes efectos sobre la economía. En primer lugar, incrementa la utilidad del dinero. En segundo lugar, como señala Corden (1974), limita el uso de algunas políticas macroeconómicas. Estas limitaciones pueden incrementar el coste de un ajuste, dependiendo de su origen, su tipo y su profundidad. Sobre este problema, Corden y autores posteriores, como Tavlas (1993), señalaron que para construir y desarrollar un área monetaria eficiente es necesario que los países miembros compartan ciertas características y que respondan de manera parecida a las crisis. De esa manera, los ajustes vía tipo de cambio real serán más fácilmente asumibles.
- Mundell revisó su artículo original del año 1961 en una segunda versión, sobre el mismo tema, en el año 1973. En este artículo, Mundell (1973) estudia cómo limitar los efectos de los *shocks* asimétricos a través de tres estrategias diferentes: diversificación de las fuentes de ingresos del estado, incremento del *pool* de reservas en moneda extranjera y ajuste de las distintas fuentes de riqueza.

Como corolario a los requisitos establecidos en la fase de los pioneros, una nueva condición fue añadida en este período: la existencia de *shocks* económicos similares. En caso de que no se cumplan las condiciones señaladas, un área monetaria sólo podrá comportarse de manera óptima si los *shocks* económicos experimentados por los países miembros son simétricos.

### **2.3 Los ochenta, los noventa y los primeros dos mil: la fase de reevaluación**

Como Mongelli (2002) y Tavlas (1993) señalan, la teoría de las AMO vivió en el “limbo intelectual” durante la mayor parte de los años ochenta. No fue hasta el final de esta década cuando los encargados de desarrollar la política monetaria volvieron su mirada hacia la teoría de las AMO tratando de identificar la mejor estrategia para el desarrollo de la Unión Monetaria Europea (UME). Emerson (1992), señaló que no existía, en aquel momento, una teoría de uso inmediato que permitiera evaluar los costes y los beneficios que se derivarían de la puesta en marcha del plan europeo. Las principales aportaciones a la literatura hechas durante este período pueden resumirse en los siguientes aspectos:

- La ineficacia a largo plazo de la política monetaria. En un AMO, los países miembros pierden el control directo sobre la política monetaria nacional. Esto significa que no se pueden emplear ni los tipos de interés de referencia, ni otras herramientas de política monetaria, para estabilizar la economía a través del ciclo. Como consecuencia de ello, los *shocks* asimétricos podrían tener un efecto más severo en ciertas economías afectadas por fluctuaciones cíclicas.

- Inflación y credibilidad. La habilidad de los países miembros para mantener bajas tasas de inflación es fundamental de cara a evaluar el posible éxito y la eficiencia de una unión monetaria. El objetivo de inflación que debe fijarse tras la creación de un área monetaria podría tener un efecto importante sobre la dinámica de las diferentes economías.
- La efectividad del ajuste del tipo de cambio. Se establecieron dos puntos de vista sobre este hecho en particular. El primero, descrito por Branson (1990), Tavlas (1993) y DeGrauwe (2000) establecía que las variaciones en los tipos de cambio nominales no aceleran el ajuste de los desequilibrios externos. El segundo de ellos, basado en casos particulares, como el de Bélgica en 1982, señalaba que algunos episodios de ajuste del tipo de cambio nominal podrían ser efectivos en la recuperación económica tras un *shock* asimétrico.
- La moneda única y el mercado de trabajo. Las diferencias en los distintos mercados de trabajo, su dinámica y sus instituciones, podrían llevar a comportamientos divergentes de salarios y precios frente a *shocks* similares. Como consecuencia de ello, como señala De Grauwe (2000), los países con grandes diferencias en sus mercados de trabajo y en sus instituciones tendrían difícil formar parte de una unión monetaria.

#### **2.4 El consenso final**

La evolución de la literatura sobre áreas monetarias cristalizó en seis condiciones “de consenso” que los países miembros deben satisfacer para que su unión pueda ser definida como óptima. En caso de no existir ciclos económicos homogéneos, deben cumplirse los siguientes criterios.

- Movilidad laboral de trabajadores a lo largo de la región.
- Libertad de movimiento de capitales, con salarios y precios flexibles.
- Diversificación productiva.
- Existencia de una unión fiscal o de deuda común mutualizada.
- Integración de los mercados financieros.
- Homogeneidad de preferencias.

Según Baldwin y Wyplosz (2012), en el momento en el que la crisis de deuda pública estalla, sólo dos de las seis condiciones se cumplen completamente: la libertad de movimiento de capitales y la diversificación productiva. Otras dos condiciones se cumplen parcialmente: la integración de los mercados financieros y la homogeneidad de preferencias.

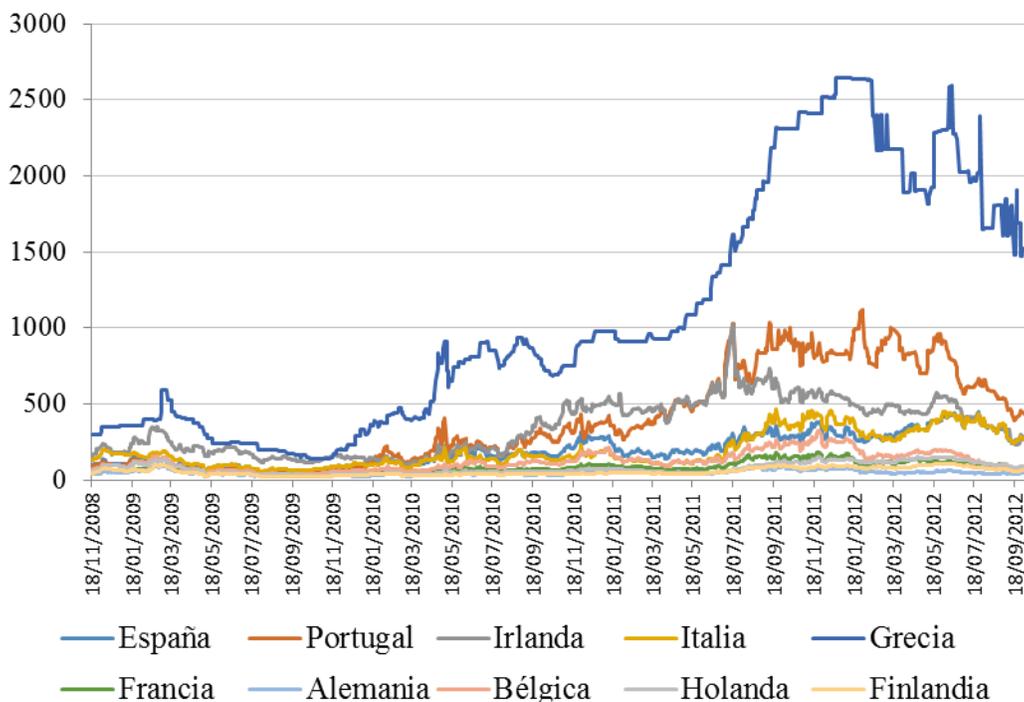
Finalmente, existen dos condiciones claramente incumplidas: la movilidad de trabajadores a lo largo de la región y la existencia de una unión fiscal. El consenso de la literatura establece, por tanto, que en el momento de creación de la eurozona ésta no era un área monetaria óptima. Este hecho, como veremos en las siguientes secciones favoreció la expansión y el contagio de la crisis de deuda a lo largo de la zona monetaria.

### **3. CRISIS ECONÓMICA Y CRISIS INSTITUCIONAL**

Existe un alto grado de consenso en la literatura respecto del diseño inadecuado de la zona monetaria europea en el momento de su fundación. En esta sección se estudia si la crisis de deuda pública de la eurozona responde a un proceso de contagio facilitado por el ineficiente diseño institucional del área monetaria. Para ello, a través del estudio de los CDS, se analiza si la crisis de la eurozona responde a un proceso de contagio o activación como los descritos por Edwards (2000), Eichengreen (1995) y Toribio (2012).

El gráfico 3 muestra la evolución de los CDS desde finales del año 2008 hasta septiembre de 2012, período a lo largo del cual se produce la activación de las crisis de Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia. Los datos sugieren tres grandes fenómenos. El primero de ellos es que existe una gran volatilidad en el mercado de CDS. Este hecho podría estar causado, bien por la presencia de comportamientos especulativos por parte de algunos agentes de mercado, bien por el escaso volumen de operaciones realizadas. En segundo lugar se observa un comportamiento diferente de los CDS en casa país. Algunas economías, como Alemania u Holanda, disfrutaban de una enorme estabilidad mientras que otras, como Grecia o Irlanda, sufren importantes alteraciones en la última fase de la muestra. Finalmente, el gráfico 3 sugiere la existencia de una alta correlación en los CDS de los distintos países. Para confirmar este tercer fenómeno, se han calculado las correlaciones entre los CDS, tal y como se muestra en la tabla 1.

Gráfico 3. *Credit default swaps*. Eurozona (12) excepto Luxemburgo. Octubre 2008 – octubre 2012.



Fuente: Elaboración propia en base a Thomson Datastream.

Tabla 1. Credit Default Swaps. Correlaciones. Eurozona (12), excepto Luxemburgo.

	Grecia	España	Portugal	Irlanda	Italia	Francia	Alemania	Bélgica	Holanda	Finlandia
Grecia	1									
España	0,8651	1								
Portugal	0,943	0,8288	1							
Irlanda	0,6873	0,6701	0,8094	1						
Italia	0,9157	0,9236	0,844	0,5695	1					
Francia	0,8923	0,8435	0,8819	0,7624	0,8762	1				
Alemania	0,7594	0,6621	0,7696	0,7727	0,7045	0,8952	1			
Bélgica	0,81	0,7398	0,8202	0,7942	0,7712	0,9389	0,8987	1		
Holanda	0,9258	0,9088	0,8596	0,5652	0,9444	0,8592	0,6815	0,7733	1	
Finlandia	0,9373	0,9021	0,9009	0,6377	0,9441	0,8785	0,734	0,7805	0,9684	1

Fuente: Elaboración propia en base a Thomson Datastream.

Los resultados sugieren que la Eurozona podría estar sufriendo un *shock* simétrico global o diferentes *shocks* asimétricos que afectarían a determinadas economías. Para el Fondo Monetario Internacional (FMI) la segunda hipótesis es la más acertada (FMI, 2012). Como se desprende de las correlaciones observadas, los CDS de los países periféricos se comportan de manera coordinada. Las correlaciones entre Grecia, España, Portugal e Italia se encuentran, en todos los casos, alrededor de 0.8. De entre los países periféricos, sólo Irlanda parece salirse de la norma. Además, se observa que los CDS de los países centrales de la eurozona también están fuertemente correlacionados con los de las economías periféricas.

Como advierte De Grauwe (2012), en un área monetaria los países en un buen equilibrio pueden verse arrastrados a uno malo como consecuencia de la interacción con economías problemáticas. Así pues, dado que la eurozona ha sufrido diferentes crisis nacionales (Grecia, Irlanda, Portugal, España...) y dado que la percepción del riesgo se mueve de manera conjunta, no es descartable la existencia de un proceso de contagio y activación que esté actuando a través del vínculo financiero-soberano, como señala Toribio (2012).

Para entender cómo opera este proceso de contagio, se ha realizado un estudio de la evolución de los CDS en el período señalado anteriormente, a la luz de los principales eventos económicos y políticos que afectan a las economías situadas en un mal equilibrio. Estas economías son España, Portugal, Irlanda y Grecia; aquellas que han requerido de un programa especial de financiación internacional. Los anexos 1, 2 y 3 muestran la evolución de los CDS para estas economías entre octubre de 2009, momento en que el Primer Ministro griego Georgios Papandreu reconoció públicamente los problemas financieros de Grecia, y marzo de 2012<sup>2</sup>.

Se han agrupado los eventos económicos que afectan a los CDS en tres categorías. La primera de ellas incluye los análisis y las valoraciones de las agencias de calificación de riesgo. La segunda tiene en cuenta las medidas puestas en marcha por los *policy-makers* europeos para aliviar los efectos de la crisis: programas de ajuste, reuniones de análisis, establecimiento de líneas de financiación extraordinarias... Finalmente, el tercer grupo incluye medidas de política económica nacional.

---

<sup>2</sup> La International Swaps and Derivatives Association (ISDA) acuerda la no activación de los seguros de impago para Grecia en marzo de 2012. Desde ese momento los CDS pierden parte de su validez como herramienta de medida y predicción del riesgo soberano.

Para analizar el efecto de cada uno de los eventos económicos observados en el riesgo percibido por parte de los inversores se emplea la técnica del análisis de eventos. Esta metodología permite estudiar el comportamiento de una variable específica diariamente, identificando cambios sistemáticos ante eventos del mismo tipo (Taylor, 2012)<sup>3</sup>. Esta metodología ha sido empleada con éxito por autores como Claessens (2010) y Reinhart y Rogoff (2009 y 2010).

### **3.1 Agencias de calificación y evaluadores externos**

Según los resultados mostrados en los anexos 1, 2 y 3, se detectan los siguientes efectos sobre los CDS, derivados de las valoraciones y las decisiones de las agencias de calificación:

- El efecto de las reducciones del *rating* (y de los cambios de perspectiva) sobre los CDS es mayor conforme la crisis se va desarrollando.
- No se aprecian señales de contagio entre países derivados de las decisiones de las agencias de calificación. Las consecuencias de un cambio de valoración por parte de cualquier agencia tienen principalmente carácter doméstico.
- El efecto de una disminución de la calificación soberana no perdura en el tiempo. Genera un incremento de los CDS en el corto plazo que tiende a desaparecer.
- El descenso de calificación a “bono basura” produce un impacto sobre el coste del seguro de impago más que proporcional respecto de otras disminuciones del *rating*.

### **3.2 Medidas Europeas**

Esta sección analiza el efecto sobre los CDS de acciones a nivel europeo, como programas de rescate o reuniones del ECOFIN. Se tiene también en cuenta cualquier otra decisión de política económica encaminada a reformar el proyecto de la Unión Europea (UE) o de la eurozona.

- Los programas de rescate tienen un efecto positivo sobre el país afectado. El coste del seguro en caso de impago cae con fuerza después de la aprobación de los programas de rescate. Parece, sin embargo, que los rumores y los retrasos en estos programas de ayuda tienen un efecto negativo, cuando son muy esperados. Tal es el caso de Grecia en mayo de 2010.

---

<sup>3</sup> Según Taylor (2012), este tipo de análisis permite “encontrar patrones de comportamiento en los distintos modelos económicos”. Posteriormente pueden emplearse para “analizar crisis, ofreciendo los patrones que, precisamente, la teoría necesita contrastar. Los patrones pre-crisis pueden ofrecer elementos de advertencia para los encargados de ejecutar la política económica; los patrones post-crisis deberían ofrecer elementos históricos de comparación para estudiar el comportamiento económico condicionado”.

- Otras acciones europeas, como la celebración de reuniones de análisis técnico o de discusión política, o como la consecución de los primeros avances en la creación de la unión bancaria o del Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF), apenas tienen efectos sobre los CDS. Las políticas estructurales tardan meses en aprobarse por lo que los inversores parecen descontarlas a lo largo de todo el período previo a su implantación oficial.

### **3.3 Política económica nacional**

Este conjunto de eventos económicos incluye medidas de política económica nacional, como nuevos presupuestos, medidas de austeridad, cambios de gobierno...

- Las medidas de austeridad no tuvieron apenas efecto sobre los CDS durante los primeros estadios de la crisis. Pese a ello, se detectan pequeñas reducciones del riesgo soberano ante las primeras medidas de austeridad puestas en marcha en Europa. Con el tiempo, el coste del seguro de impago mostró ligeros incrementos ante las nuevas medidas de ajuste puestas en marcha.
- Los cambios de Gobierno parecen tener un impacto positivo sobre los CDS. Este efecto es negativo cuando llega un nuevo gobierno tras una renuncia, no tras un cambio de origen electoral, como se observa en el caso de Portugal. Este hecho sugiere que los inversores, lejos de aplaudir este tipo de cambios, prefieren la estabilidad institucional. En el caso de Italia el comportamiento inicialmente negativo de los CDS fue corregido rápidamente gracias a la llegada de Mario Monti a la presidencia.
- Desde el comienzo de la crisis se observó cómo los gobiernos tenían que modificar sus perspectivas macroeconómicas ante el rápido empeoramiento de la actividad económica. Muchas veces en varias ocasiones durante el mismo año. El signo de estas variaciones es particularmente negativo para los CDS, dado que podría sugerir un cierto desconocimiento de la realidad económica del país por parte de los *policy-makers*.

## **4. EL PROCESO DE ACTIVACIÓN**

En esta sección se explica el proceso de activación de las diferentes crisis nacionales a lo largo de la eurozona en el período 2009-2012. Tras haber detectado en la sección 2 los principales fallos institucionales que favorecen este proceso, y tras haber explicado el papel de los mercados financieros como aceleradores de los problemas soberanos, se estudia cómo los eventos descritos en la sección 3 actúan como motores del contagio.

El proceso de activación de la crisis de deuda soberana, recogido en el gráfico 4, comienza cuando los poseedores de deuda pública del País A comienzan a deshacer sus posiciones sobre un determinado país, tras algún evento económico como los descritos anteriormente. La primera consecuencia de este comportamiento es el incremento de los tipos de interés de la deuda pública. Los poseedores de CDS deben pagar más por cubrir el posible riesgo de default, dado que impago es ahora más probable<sup>4</sup>.

El incremento del coste de la deuda pública se traduce en mayor gasto público que, a su vez, repercute negativamente en el equilibrio presupuestario. Como consecuencia de ello, es necesaria una mayor emisión de deuda para cubrir la necesidad de financiación pública adicional. .

Las nuevas emisiones de deuda soberana tienen un doble efecto sobre la economía doméstica. Primero, favorecen el fenómeno conocido como “*crowding-out*” o efecto expulsión. El sistema bancario tiende a prestar dinero al sector público, en lugar de al sector privado dado el teórico menor riesgo de los activos soberanos<sup>5</sup>. En segundo lugar, el sistema bancario es el principal destinatario de la nueva deuda pública. Una deuda pública con un riesgo de *default* asociado cada vez más alto y, como consecuencia de ello, con un valor contable y de mercado decreciente. Lo que repercute negativamente en los balances del sistema financiero y disminuye el flujo de crédito.

Existe un segundo efecto que se deriva de la emisión de deuda pública por parte del País A que afecta al País B. En una unión monetaria, como señala De Grauwe (2012), no existe un coste adicional derivado de comprar deuda de otro país, dado que se comparte la misma moneda. Como consecuencia de ello, el sistema financiero del País B se contamina, rápidamente, con la deuda pública del País A. El efecto en el País B es el mismo que en el País A: caída del crédito bancario y reducción de la actividad económica. En ambos casos, la caída de la actividad repercute en las nuevas emisiones de deuda soberana. El menor crecimiento económico se traduce en un mayor déficit público, a través de los estabilizadores automáticos.

---

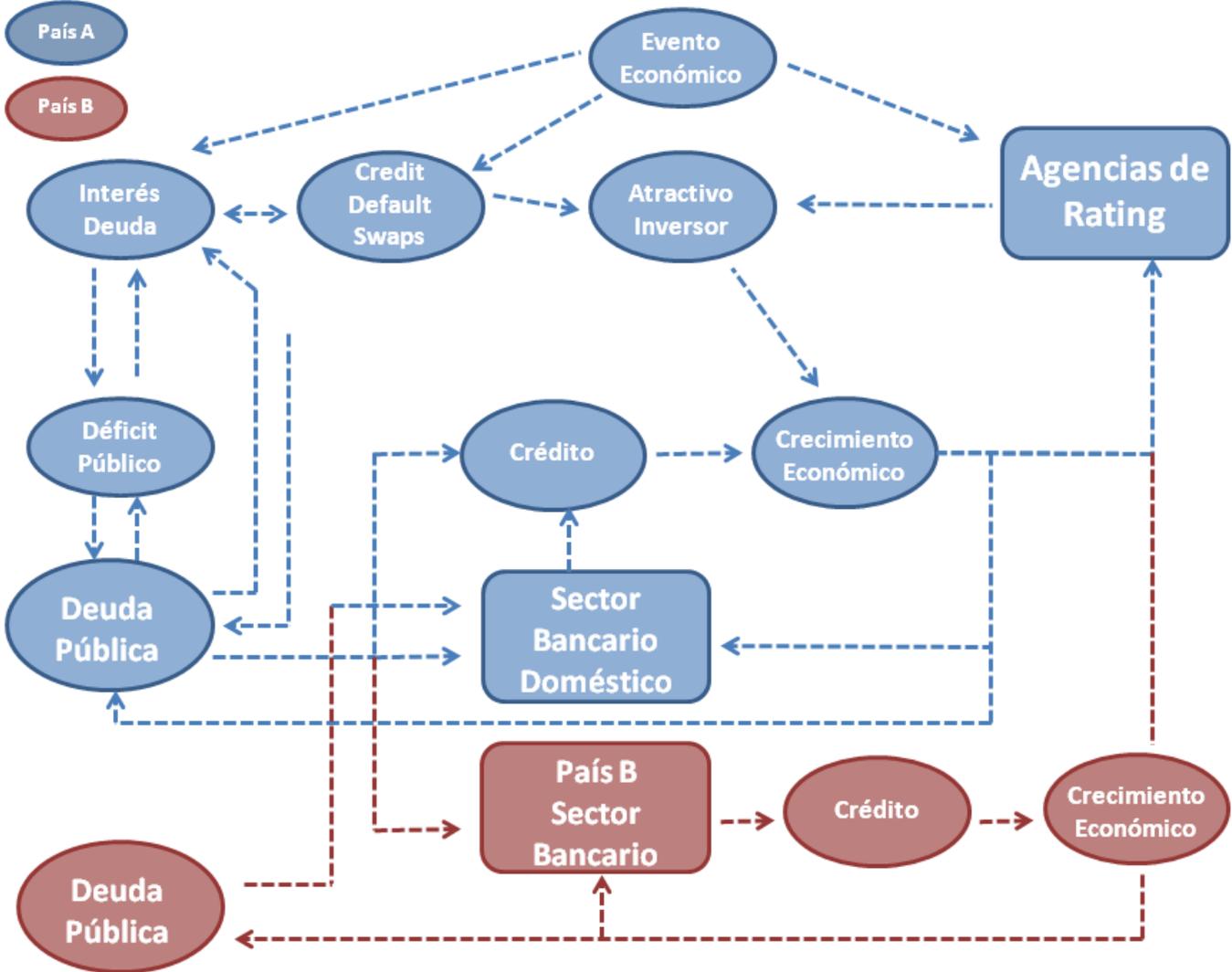
<sup>4</sup> En el mercado de CDS, los compradores pagan una prima para cubrirse del posible impago por parte de un determinado país. Desde el punto de vista del vendedor, esta operación garantiza un retorno constante y un hipotético pago en caso de default del país cubierto. Los CDS ofrecen información sobre la calidad del activo que garantizan. En este caso, la solvencia de un país determinado. El problema es que los CDS también se ven afectados por noticias y rumores, lo que puede hacer que se comporten de manera independiente a lo que dictan los fundamentales. Este hecho, como señala Campos (2010), puede generar movimientos especulativos en el mercado.

<sup>5</sup> La excesiva adquisición de deuda pública por parte de las entidades financieras a partir de 2009 se vio favorecida por las nuevas regulaciones financieras que la consideraban un activo sin riesgo.

El análisis en perspectiva de los fenómenos descritos muestra que el proceso de activación y contagio comienza cuando los poseedores de deuda pública empiezan a deshacer posiciones sobre un país determinado. De este modo, el valor de la deuda disminuye, lo que genera pérdidas en el sistema financiero, tanto a nivel doméstico como exterior. La debilidad del sistema financiero se traduce en menor crecimiento económico y en un creciente riesgo de default. El déficit público crece, entonces, ante la caída de la actividad y los programas establecidos por el gobierno para aliviar los efectos sociales de la recesión. Estas políticas, de nuevo, incrementan la deuda pública y los intereses pagados por ella.

Las agencias de calificación juegan un papel muy importante en todo este proceso, como puede verse en el gráfico 4. Las nuevas emisiones de deuda son evaluadas por las agencias que, tras valorar el activo, ejercen una cierta influencia sobre el mercado y la percepción de los inversores. Una mala valoración incrementa el interés solicitado por los inversores, y a la inversa cuando ésta es positiva, como se recoge en la sección 3. Este proceso de activación y contagio entre el sector público y el sistema financiero, tanto doméstico como exterior, ha generado en las autoridades europeas la necesidad de establecer nuevas instituciones y medidas para controlarlo y prevenirlo. En las siguientes secciones se analiza, en primer lugar, las medidas puestas en marcha para ello por los *policy-makers* hasta 2014 (sección 5), así como las propuestas electorales de futuras medidas (sección 6).

Gráfico 4. Proceso de Activación y Contagio III.



Fuente: Elaboración propia.

## 5. LA REACCIÓN POLÍTICA I: MEDIDAS APLICADAS

Desde antes del estallido de la crisis de deuda pública, la literatura puso de manifiesto la necesidad de profundizar en la unión monetaria si se quería que ésta operara de manera eficiente (Feldstein, 2000 y Eichengreen, 1995). A partir de mayo de 2010, los *policy-makers* europeos abrazaron esta idea y pusieron en marcha dos grandes mecanismos para tratar de acercar el área monetaria europea al diseño óptimo descrito en la sección 2. Dichos mecanismos son el Mecanismo Europeo De Estabilidad (MEDE) y la Unión Bancaria.

### 5.1 El mecanismo europeo de estabilidad

El MEDE es una institución diseñada para asistir a los países europeos con problemas financieros. Se trata de algo más que una simple disposición de fondos. El MEDE tiene encomendado el análisis de la situación de cada país y de los posibles riesgos asociados a cada economía. En función de los desequilibrios detectados, el MEDE establece las necesidades de financiación. El objetivo final es la recuperación del equilibrio financiero en los países en dificultades.

La creación del MEDE es un nuevo paso en el proceso de integración europea. El MEDE reemplaza al Fondo Europeo de Estabilización Financiera (FEEF) y al Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF). Este cambio introduce dos importantes novedades en el diseño institucional europeo. La primera es que se elimina el componente provisional de los mecanismos anteriores. El MEDE se convierte en una institución más de la Unión Europea, con todo lo que ello supone. La segunda es que el MEDE tiene una capacidad de financiación de hasta 500.000 millones de euros, por encima de los 440.000 del FEEF y de los 60.000 del MEEF. Además, se abre la puerta para que el MEDE pueda recapitalizar directamente a las entidades financieras en problemas.

En el corto plazo, el nuevo mecanismo soluciona uno de los mayores problemas que la eurozona, y la Unión Europea, padecen desde su fundación: la inexistencia de un sistema adecuado de transferencias entre países miembros. Gracias al MEDE cualquier economía que atravesara dificultades financieras puede recibir asistencia rápida y exigente.

La financiación provista por el MEDE debería contribuir a mantener los CDS bajo control, minimizando el impacto negativo sobre el atractivo exterior del país. Los intereses más bajos de la deuda pública reducirían también las futuras emisiones, lo que mantendría el valor de los bonos ya emitidos. Se favorecería, así, un mejor comportamiento del sector financiero, aunque éste estuviera muy expuesto a la deuda pública del propio país o de otros del entorno.

La nueva institución podría funcionar también como un mecanismo capaz de solventar crisis financieras y de deuda pública “en origen”. El MEDE tiene capacidad de crear y establecer líneas de financiación a los países miembros a gran velocidad, lo que limitaría la incertidumbre y contribuiría a disminuir los movimientos especulativos en el mercado.

Según De Grauwe (2012), una unión monetaria necesita un sistema fiscal de compensación para ayudar a los países afectados por shocks asimétricos. El MEDE es la primera respuesta de las autoridades europeas a este problema. Se trata, sin embargo, de una solución transitoria. No se puede hablar de una unión fiscal completa. El objetivo final, como se muestra en la sección 2, debe ser el establecimiento de una autoridad fiscal común, bajo una unión presupuestaria completa en la eurozona, con emisiones de deuda mutualizadas entre los distintos países.

### **5.3 La unión bancaria**

Escolano (2013) señala que existen tres grandes riesgos derivados de la crisis de deuda soberana que afectan al sector financiero en la eurozona. El primero de ellos es el llamado riesgo de redenominación, que se traduce en que las decisiones de política monetaria no se han transmitido “de forma efectiva y homogénea a la economía real a lo largo y ancho de la unión”. Este riesgo parece haber quedado atrás gracias al compromiso de los *policy-makers* de hacer todo cuanto sea necesario para garantizar la supervivencia del euro, también desde la perspectiva del BCE.

El segundo de ellos tiene que ver con la estructura de supervisión financiera existente en Europa. La solución a este problema pasaría por “la unificación de reglas, estándares y criterios aplicables en toda la zona, de modo que pudiera alcanzarse un mayor grado de integración entre todas las entidades financieras que operen dentro de la eurozona”. Finalmente, el tercer riesgo es que “los recursos de los presupuestos nacionales de determinados países podrían ser insuficientes para asumir los costes fiscales derivados de una crisis bancaria sistémica, poniendo en riesgo la sostenibilidad de las cuentas públicas del país en cuestión”. La creación de la unión bancaria contribuiría a mitigar estos riesgos, sobre todo el riesgo segundo y el tercero, hasta hacerlos desaparecer.

Según Van Rumpuy (2012), el establecimiento de una unión bancaria en la eurozona requiere de la creación de un mecanismo de supervisión financiera común. La operatividad de este nuevo actor no debe cambiar la reglamentación existente para el mercado único financiero en la Unión Europea, pero altera por fuerza el modo en el que los bancos son supervisados. La unión bancaria “envía una señal política muy fuerte de la credibilidad que los países de la eurozona tienen para los inversores globales. Muestra, una vez más, la irreversibilidad del euro”.

La Comisión Europea, como reclamaba Van Rumpuy en 2012, trabaja ya para lograr un sistema bancario más integrado en términos de supervisión. Para ello, la Autoridad Europea de Supervisión trata de proveer a toda Europa de un mecanismo conjunto de supervisión a través de la Autoridad Bancaria Europea (ABE), de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM), y de la Autoridad Europea de Pensiones y Seguros de Jubilación (AESPJ).

La unión bancaria debe facilitar una supervisión más profunda y precisa, lo que se traduciría en un conocimiento más ajustado a la realidad de la situación de las instituciones financieras en la eurozona. Cuanto mayor sea el conocimiento de la situación real del sistema financiero, mejor podrán controlarse los vínculos soberano-financieros.

Por otro lado, la unión bancaria debe contribuir a evitar la asunción de un riesgo excesivo por parte de las instituciones financieras. La crisis del período 2009-2014 ha mostrado el riesgo que tiene la deuda pública cuando se esparce en exceso por el sistema financiero y deja de ser un activo sin riesgo. Un sistema de supervisión bancaria común debe contribuir a limitar la exposición excesiva a determinados activos problemáticos, tanto domésticos como exteriores.

Finalmente, es necesario señalar que, según Riegert (2012), la creación de la unión bancaria, totalmente operativa, llevará años. “Los líderes europeos todavía deben solucionar unos cuantos asuntos políticos y legales antes de poder hablar de una unión bancaria plenamente efectiva”. La definición final y el papel asignado a la unión bancaria determinarán su papel en la economía europea y en el proceso de activación descrito en el gráfico 4.

## **6. LA REACCIÓN POLÍTICA II: MEDIDAS PROMETIDAS**

A lo largo de las secciones anteriores se ha examinado el proceso de construcción del área monetaria europea. En la sección 2, se ha mostrado el consenso al que la teoría económica ha llegado respecto del diseño que la eurozona debería tener para poder operar de manera óptima. En las secciones 3 y 4 se ha estudiado cómo el deficiente diseño del área monetaria europea ha favorecido el proceso de contagio de la crisis de deuda soberana a lo largo de toda la eurozona. En la sección 5 se han valorado las últimas reformas puestas en marcha, así como su contribución a que el área monetaria europea se acerque más al diseño óptimo descrito por Mundell y otros autores.

En esta sección se examinan las propuestas electorales que los partidos políticos españoles presentaron a elecciones europeas de mayo de 2014. El objetivo de este análisis es doble. En primer lugar, se pretende conocer si las propuestas presentadas acercarían el área monetaria al diseño óptimo propuesto por la literatura económica, a nivel institucional. En segundo lugar, se busca estudiar si las diferentes ideas presentadas contribuyen a homogeneizar la eurozona desde el punto de vista económico.

Los resultados obtenidos en las secciones anteriores muestran que de las seis condiciones necesarias para poder hablar de un AMO sólo dos se cumplen de manera general. Se trata de la diversificación productiva y de la libertad de movimiento de capitales, con salarios y precios flexibles. Otras dos condiciones se cumplen de manera relativa o están en proceso de cumplirse: la homogeneidad de preferencias y la integración financiera, que incluye la creación de la unión bancaria. Finalmente dos condiciones están lejos de satisfacerse: la movilidad de trabajadores y la existencia de una unión fiscal con emisiones de deuda mutualizadas. Tras el estudio realizado en la sección 5 se considera que la unión bancaria es una reforma en fase de cumplimiento y que la unión fiscal es, todavía hoy, una condición incumplida; el MEDE dista de poder ser considerado un sistema de compensación fiscal completo, como el descrito en la literatura.

La convergencia económica, por su parte, sin ser una de las condiciones consensuadas por la literatura, contribuiría a aminorar el impacto negativo de un *shock* asimétrico ante el incumplimiento de algunas de las otras condiciones.

Las propuestas electorales analizadas aparecen reflejadas en los programas electorales de los cinco partidos políticos que obtuvieron un mayor número de votos en las elecciones europeas de mayo de 2014: Partido Popular (PP), Partido Socialista Obrero Español (PSOE), Izquierda Plural – Izquierda Unida (IU), Podemos y Unión, Progreso y Democracia (UPyD).

### **6.1 Condiciones incumplidas**

Las condiciones incumplidas según la literatura económica son las siguientes: la movilidad de trabajadores dentro de la Eurozona y la existencia de una unión fiscal. Una alta movilidad de trabajadores permite un mejor ajuste económico; en tiempos de crisis los desempleados de un país pueden encontrar empleo en aquellas zonas donde la actividad económica es mayor. De esa manera, el impacto de un *shock* asimétrico se atenúa a través de dos canales.

En primer lugar, la salida de trabajadores aminora el peso de los estabilizadores automáticos sobre el déficit y la deuda pública doméstica. En segundo lugar, el efecto pobreza que esos trabajadores experimentarían en caso de permanecer en su país de origen no llega a producirse.

De los cinco programas políticos estudiados, PP y UPyD señalan la necesidad de favorecer la movilidad profesional con diferentes tipos de medidas. El PSOE se centra en garantizar el mantenimiento de los derechos de los trabajadores desplazados, sin entrar en detalles sobre la conveniencia o no de la movilidad laboral. IU y Podemos son los únicos grupos que se muestran críticos con la movilidad laboral, llegando a hablar de “exilios forzados” en muchos casos. Todos los programas muestran un alto grado de consenso en la necesidad de favorecer la movilidad científica y universitaria a lo largo, no sólo de la eurozona, sino de todo el mundo.

Una unión fiscal permite que los gobiernos de la eurozona puedan financiarse entre ellos de manera directa y transparente, como se mostró en la sección 5. Su desarrollo es fundamental para que la eurozona pueda evitar la repetición de crisis de naturaleza similar a la vivida desde 2010. El MEDE es sólo un primer paso dentro de la creación de una unión fiscal completa. Los siguientes pasos que deberían darse incluyen la creación de un ministerio de finanzas común europeo y la mutualización de deuda soberana.

Cuatro de los cinco partidos estudiados (PP, PSOE, IU y UPyD) mencionan, directa o indirectamente, la unión fiscal entre sus propuestas. Se echa de menos una mayor concreción respecto de su visión: ¿se acepta la cesión de soberanía que esta medida supone, sin más? ¿Se apuesta por la creación de un ministerio de finanzas europeo? ¿Se apoyan las mutualizaciones de deuda? En general se habla de “avances” sin que las propuestas se materialicen en medidas concretas, analizables desde el punto de vista teórico.

La sensación respecto de las dos condiciones no cumplidas es que ambas aparecen recogidas de manera anecdótica, casi casual. No son ni el eje de las propuestas económicas ni están detalladas con la profundidad que sería deseable.

## **6.2 Condiciones de cumplimiento parcial**

Los dos requisitos de cumplimiento parcial son la homogeneidad de preferencias y la integración financiera. La homogeneidad de preferencias hace referencia al consenso que debe existir entre los países miembros respecto de la política económica a aplicar en caso de crisis y respecto al futuro de la unión en sí misma. La integración financiera hace referencia a la unificación de los sistemas financieros nacionales bajo el paraguas de la llamada unión bancaria, descrita en la sección 5.

En lo referente a la “homogeneidad de preferencias” se han examinado las distintas propuestas en base a la factibilidad de una hipotética posición común española. Las diferencias entre programas son abismales. El ejemplo de la crisis del sector público lo ilustra perfectamente. El PP nombra sólo tres veces la palabra déficit en su programa electoral; lo hace para mencionar la “herencia recibida” del anterior gobierno, de signo contrario.

El PSOE propone sendas flexibles y revisables del déficit público acordadas con Bruselas. Este tipo de mecanismos de ajuste dinámico están operativos desde hace años, como parte de los Programas de Estabilidad que los estados miembros deben remitir a las autoridades europeas periódicamente. UPyD apenas trata este asunto. IU y Podemos sugieren impagos selectivos de deuda pública, difícilmente compatibles con los incrementos del gasto que ellos mismos proponen. Todos los programas incluyen medidas discordantes con el actual marco jurídico europeo o con los intereses de otros países. El incumplimiento de este requisito sugiere una preocupante falta de consenso. Las propuestas de solución a la actual crisis son excesivamente vagas y conformistas, en unos casos, y preocupantemente irreales, en otros.

En cuanto a la unión bancaria, no se realiza ninguna mención a la misma en ninguno de los programas electorales estudiados. No se trata la cuestión de la integración y supervisión financiera. Es cierto que, en el momento de celebrarse las elecciones de mayo de 2014, la unión bancaria ya estaba en funcionamiento como un proceso sobre el que profundizar a medio plazo. Pero aun así se echan de menos propuestas para aclarar la posición de los diferentes partidos en las tres cuestiones clave aún en fase de implantación y discusión: la creación de un mecanismo único de resolución de entidades, de un mecanismo único de supervisión financiera y de un sistema conjunto de garantía de depósitos.

### **6.3 Convergencia económica**

Como se ha expuesto anteriormente, la existencia de un cierto grado de convergencia económica está asociado con un menor impacto de shocks asimétricos en áreas monetarias no óptimas. El estudio de los programas electorales revela visiones contrapuestas respecto de la necesidad de profundizar en las reformas de convergencia económica. Estas reformas, según el FMI (2015), deben centrarse en la flexibilización del mercado de trabajo, el saneamiento del sistema financiero, el incremento de la competencia en determinados mercados, la sostenibilidad del sistema de pensiones y la competitividad de la economía en su conjunto.

Para el PP, las reformas puestas en marcha en los últimos años de gobierno de Mariano Rajoy son suficientes para satisfacer este requisito. La única reforma adicional citada en el programa electoral es la de la Política Agraria Común (PAC), sin que se hable de profundizar en otras cuestiones como reclaman las autoridades europeas y los organismos internacionales.

Para el PSOE las modificaciones de la política económica del período 2012-2015 son más perjudiciales que beneficiosas. Sus propuestas de reforma se centran en incrementar las cuantías destinadas a políticas de creación de empleo y en el uso de los presupuestos generales del estado como un instrumento de crecimiento económico. Esta idea es compartida por Izquierda Unida que propone, adicionalmente, la derogación de las reformas puestas en marcha hasta el momento. Incluye, además, propuestas en cuestiones institucionales nacionales y ambientales. La propuesta de derogación es compartida por Podemos que sugiere, además, una reforma fiscal que incremente la recaudación del Estado. En UPyD la palabra “reforma” es aplicada más a aspectos institucionales domésticos que económicos o europeos.

En todos los casos se observa un tratamiento tangencial y superficial de las cuestiones propuestas, sin un estudio previo de las mismas. Se echa de menos un mayor rigor en el uso del lenguaje económico y el empleo de estimaciones de impacto de las medidas propuestas. Se observa, en muchos casos, el uso de propuestas ya operativas, como las sendas dinámicas de ajuste del déficit público. Es también común que se propongan modificaciones legislativas o económicas en clave nacional frente a cuestiones de soberanía europea.

## **7. CONCLUSIONES**

Este artículo estudia la crisis de la eurozona del período 2009 – 2015 desde una perspectiva económica e institucional. Los objetivos de la presente investigación son múltiples. Pretende, en primer lugar, describir el proceso de construcción teórica del área monetaria europea en la literatura económica, comparándolo con la evolución histórica que la eurozona ha tenido de facto. El resultado de esta comparativa arroja una eurozona carente de los mecanismos institucionales necesarios para frenar una crisis de deuda pública como la que estalló en Grecia en 2009.

En segundo lugar, el artículo pretende describir el proceso de contagio y activación de las diferentes crisis nacionales a lo largo de la Eurozona entre 2009 y 2012. Los vínculos soberano-financieros detectados a través del estudio de los *Credit Default Swaps* (CDS), sugieren que la carencia de instituciones adecuadas favoreció la activación de las crisis de deuda soberana de manera casi secuencial.

Las correlaciones entre CDS observadas sugieren que, ante diferentes *shocks* asimétricos, la eurozona muestra vulnerabilidades conjuntas derivadas, como sugiere De Grauwe (2012), del proceso de contagio entre economías en un “mal equilibrio” y países que se encontraban, inicialmente, en uno bueno.

En tercer lugar, esta investigación estudia las reformas institucionales aprobadas por los *policy-makers* europeos a partir de 2012, cuando se da por cerrado el proceso de contagio y activación. Las principales reformas aprobadas son la unión bancaria y la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE). En su concepción actual (todavía claramente incompleta), la unión bancaria contribuye a mitigar los riesgos de contagio de crisis soberanas y financieras a través de los vínculos derivados de una moneda común. El MEDE, por su parte, actúa como financiador condicionado para países en crisis, sin que por ello se pueda hablar de una unión fiscal en sentido estricto. Pese a estas reformas, sigue existiendo un importante espacio de mejora entre el diseño teórico óptimo explicado en la sección 2 de este artículo y el diseño de la eurozona a principios de 2015.

El cuarto y último objetivo de esta investigación es valorar si las últimas propuestas políticas realizadas en el marco de la economía española contribuirían a cubrir dicho espacio. Se han analizado los programas electorales de las cinco fuerzas más votadas (PP, PSOE, Podemos, IU y UPyD) en las elecciones europeas de mayo de 2015. En términos generales, se ha encontrado un conjunto de propuestas deslavazadas, sin hilo conductor, alejado de las necesidades detectadas en la literatura económica sobre áreas monetarias. En términos de convergencia económica, las reformas prometidas por los diferentes partidos no se ajustan a las necesidades que el consenso de los analistas detecta en la economía europea.

La eurozona sigue inmersa en un proceso de crecimiento y maduración. Es necesario profundizar en la unión monetaria para que ésta converja hacia el diseño óptimo descrito inicialmente por Mundell (1961) y desarrollado por la literatura posteriormente. Una unión más profunda va de la mano de una mayor cesión de soberanía. Sesenta años de literatura económica sobre áreas monetarias muestran que sólo a través de una unión más fuerte el euro podrá sobrevivir a medio plazo. Es necesario que los *policy-makers* comprendan esta realidad y profesionalicen sus propuestas. La alternativa a una unión más profunda es la ruptura del área monetaria europea.

## **BIBLIOGRAFÍA**

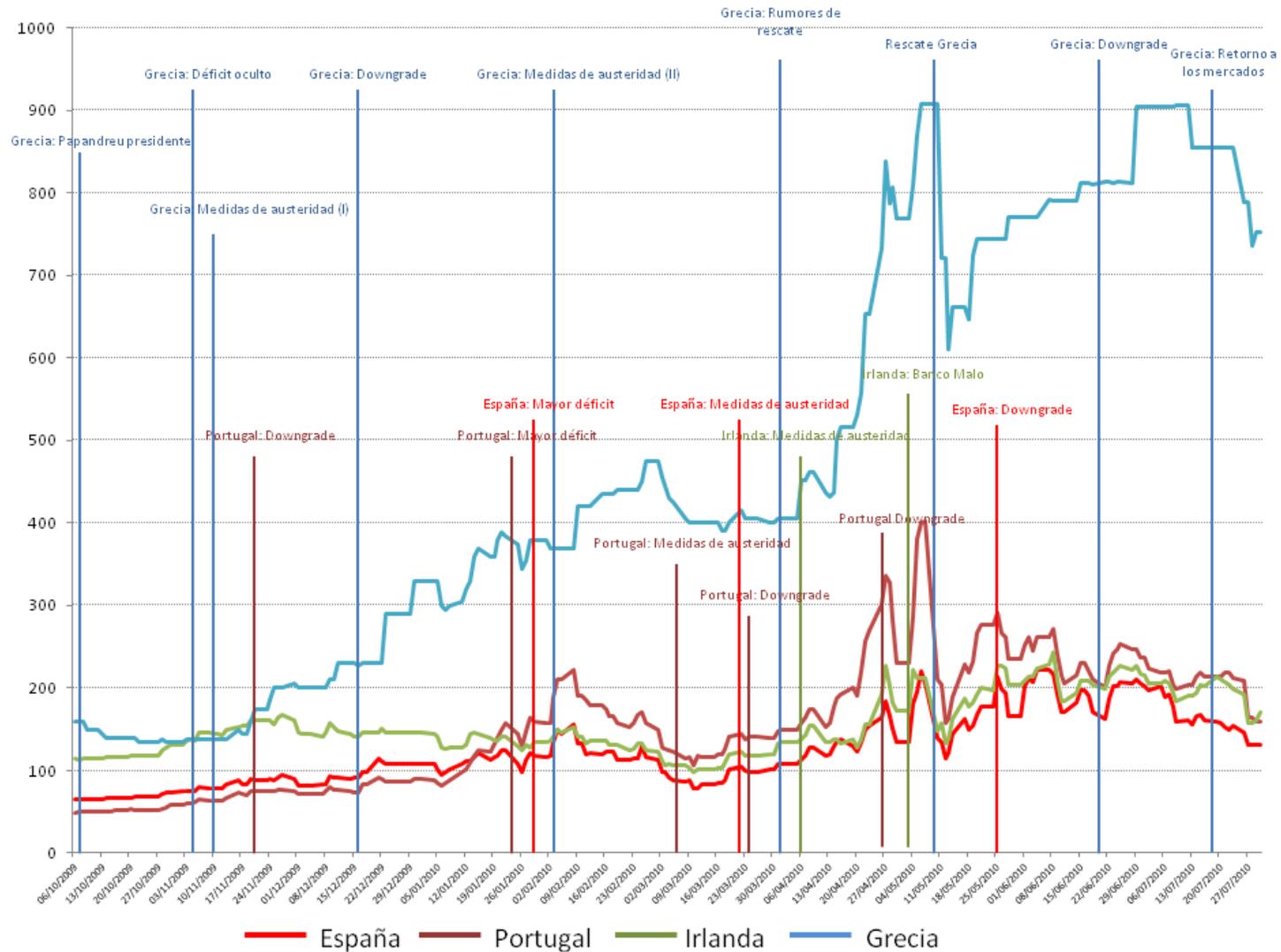
- BALDWIN, R. y WYPLOSZ, C. (2012), *The Economics of the European Integration*, 4ª ed, McGraw-Hill.
- BRANSON, W. (1990), “Financial Market Integration, Macroeconomic Policy and the EMS”, *CEPR Discussion Papers*, núm. 385, <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP385.asp>.
- CAMPOS, R. Y GARCÍA, D. (2010), “Credit Default Swaps: Mejor regular que prohibir”, *Centro Internacional de Investigación Financiera (CIIF)*. IESE Business School.
- CORDEN, M. (1974), “Trade policy and economic welfare”, *Princeton University International Finance Section, Department of Economics*, núm. 93,
- CLAESSENS, S. (2010), “Cross-country experiences and policy implications from the global financial crisis”. *Economic Policy*, núm. 25, pp. 267-293.
- DE GRAUWE, P. (2000), *Economics of Monetary Union*, 2ª ed, Oxford University Press, Oxford.
- DE GRAUWE, P. Y JI, Y. (2012), “Mispricing of sovereign risk and macroeconomic stability in the eurozone”, *Journal of Common Market Studies*, núm 50, vol. 6, pp. 866-880.
- EDWARDS, S. (2000), “Contagion”, *The World Economy*, núm 23 (7), pp. 873-900.
- EICHENGREEN, B. (1995), “Exchange market mayhem: the antecedents and aftermath of speculative attacks”, *Economic Policy*, núm 10 (821), pp. 249-312.
- EMERSON, M. (1992), *One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union*, 1ª ed, Oxford University Press.
- ESCOLANO, R. (2013), “La Unión Bancaria y la estabilidad financiera”. *El País*, 31 de Marzo.
- FELDSTEIN, M. (2000), “The European Central Bank and the Euro: The first year”, *Harvard University. Department of Economics Scholarly Articles*, núm. 3043424.
- FLEMING, M. (1971), “On Exchange Rate Unication”, *The Economic Journal*, núm. 81, pp. 467-488.
- FMI (2015), “2015 Article IV consultation—press release; staff report; and statement by the Executive Director for Spain”. *Fondo Monetario Internacional*.
- GERLACH, S. y otros (2010), “Banking and sovereign risk in the euro area”, *Discussion Paper Series, Economic Studies, Deutsche Bundesbank Research Centre*, núm. 2010, 09.
- GÓMEZ BENGOCHEA, G. (2013), *La Crisis de la Eurozona: Diagnóstico, Contagio y Tratamiento*, Tesis Doctoral, Dir. Alfredo Arahetes García, Universidad Pontificia Comillas. 2013.

- HABERLER, G. (1970), "The International Monetary System: Some recent Developments and Discussions", en *Approaches to greater flexibility in exchange rates: The Burgenstock Papers*, George, N. H. (ed), Princeton University Press.
- INGRAM, J. (1973), "The Case for the European Monetary Integration", en *Princeton University Essays in International Finance*. International Finance Secretary, Department of Economics. Princeton University Press.
- ISHIYAMA, Y. (1975), "The theory of optimum currency areas: a survey", *IMF Staff Papers*, Vol. 22.
- KENEN, P. (1969), "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", en *Echange rates and the monetary system: selected essays of Peter Kenen*, Edward Elgar Publishers.
- MCKINNON, R. (1963), "Optimum currency areas", *American Economic Review*, núm. 53, pp. 717-725.
- MCKINNON, R. (2000), "Mundell, the Euro and optimum currency areas", *Stanford University Working Papers*, núm. 00009.
- MONGELLI, F. (2002), "New views on the optimal currency area theory: what the EMU is telling us?", *European Central Bank Working Papers*, núm. 138.
- MUNDELL, R. (1961), "A theory of optimum currency areas", *American Economic Review*, núm. 51 (4), pp. 657-665.
- MUNDELL, R. (1973), "Uncommon arguments for common currencies" en *The Economics of Common Currencies*, Johnson, H. y Swoboda, A. (eds). George Allen and Unwin Ltd.
- RIEGERT, B. (2012), "The creation of the banking union will take years", *Deutsche Welle*, 19 de Octubre.
- REINHART, C. y ROGOFF, K. (2009), *This time is different: eight centuries of financial folly*. 1ª ed, Princeton University Press.
- REINHART, C. y ROGOFF, K. (2010), "Growth in a time of debt", *American Economic Review*, núm. 100 (2), pp. 573-578.
- TAVLAS, G. (1993), "The New Theory of Optimum Currency Areas", *The World Economy*, núm. 16, pp. 663-685.
- TAYLOR, A. M. (2012), "External imbalances and financial crises", *CEPR Discussion Paper*, num. 9255.
- TORIBIO, J.J. (2012), "El contagio económico y financiero: conceptos básicos", en *Papeles de la Fundación de Estudios Financieros*, núm. 44, pp. 29-39.

TOWER, E. y WILLET, T. (1976), “The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange Rate Flexibility”, *International Finance Section. Department of Economics. Princeton University*, núm. 11.

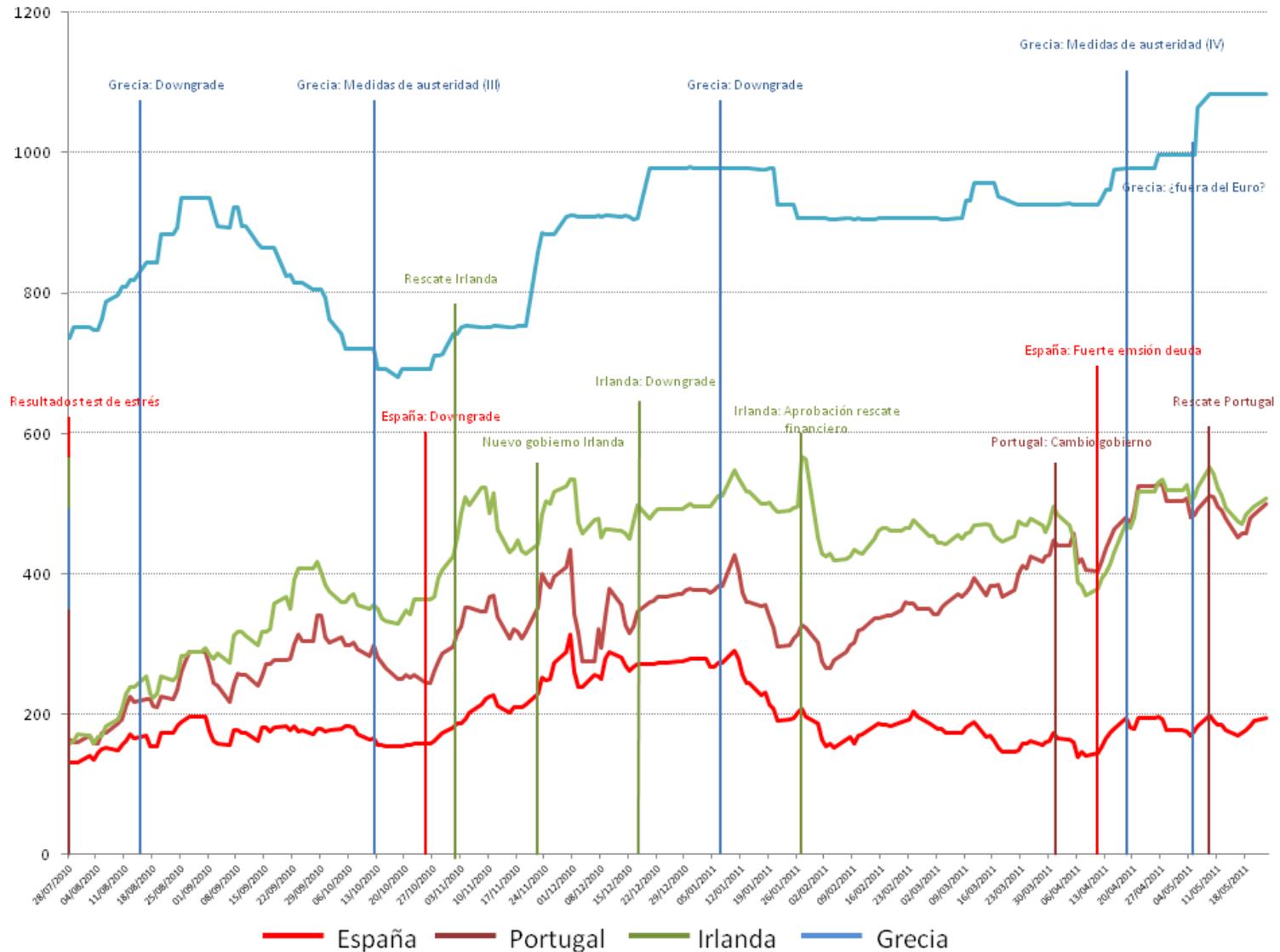
VAN RUMPUY, H. (2012), “Towards a genuine economic and monetary union”, *European Council Documents*, EUCO 120/12.

## Anexo 1. Credit default swaps y eventos principales. Octubre 2009 – Julio 2010.



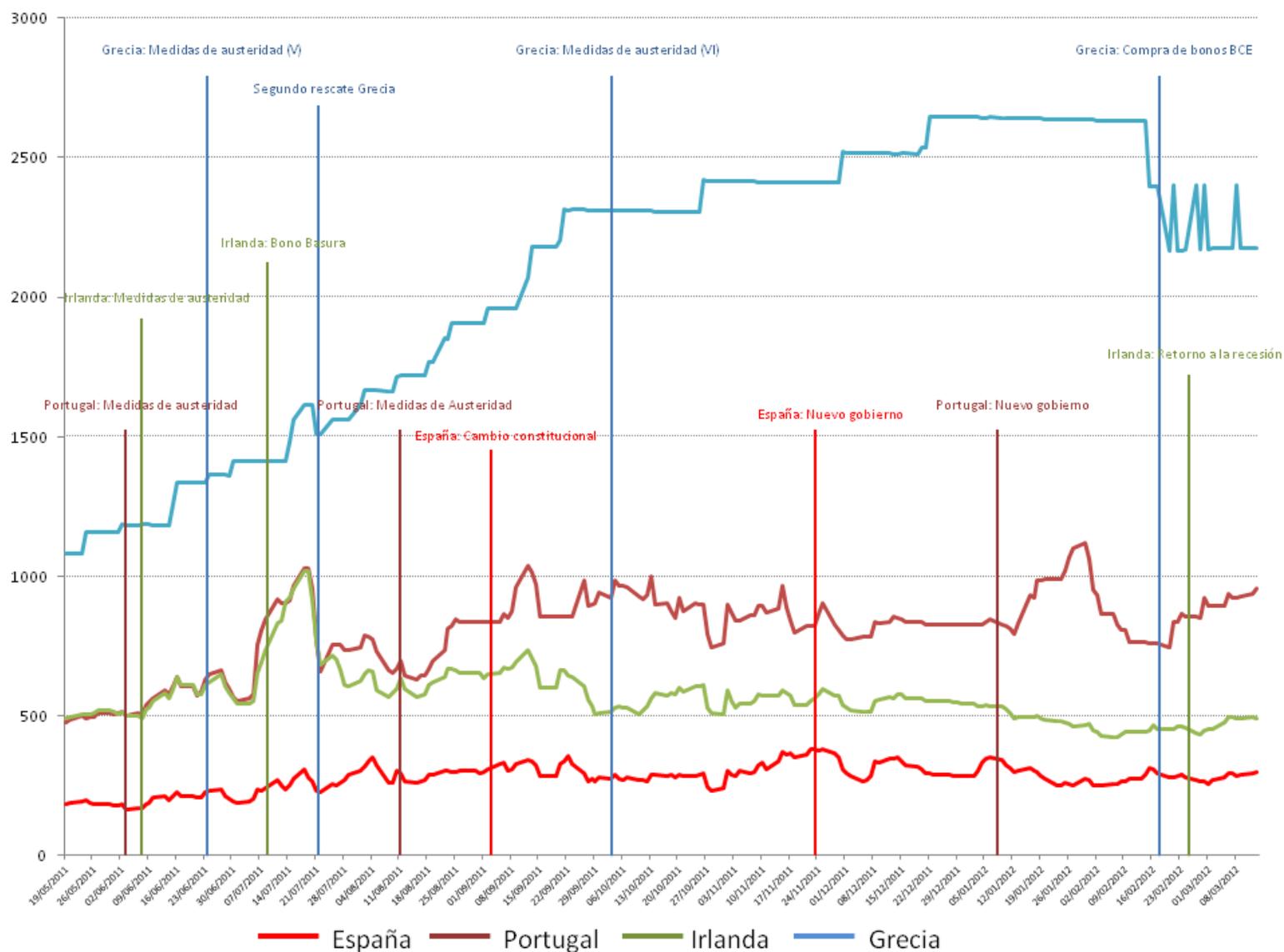
Fuente: Elaboración propia en base a Thomson Datastream.

## Anexo 2. Credit default swaps y eventos principales. Julio 2010 – Mayo 2011.



Fuente: Elaboración propia en base a Thomson Datastream.

### Anexo 3. Credit default swaps y eventos principales. Mayo 2011 – Marzo 2012.



Fuente: Elaboración propia en base a Thomson Datastream.