

# Artículos

## 1 Convergencia real en Europa Central, Oriental y Sudoriental

Piotr Zuk, Eva Katalin Polgar, Li Savelin, Juan Luis Díaz del Hoyo y Paul König

*En este artículo se presentan regularidades empíricas relativas a la convergencia y se analizan las fuentes de crecimiento económico de los países de Europa Central, Oriental y Sudoriental (CESEE, en sus siglas en inglés) pertenecientes y no pertenecientes a la Unión Europea (UE)<sup>22</sup>. También se compara la evolución de los distintos países y se identifican los retos que afrontan estas economías para seguir impulsando la convergencia. Aunque, desde el año 2000, todos los países CESEE han convergido hacia las economías más avanzadas de la UE, los progresos han sido heterogéneos, ya que mientras algunos países han experimentado un rápido crecimiento económico y han convergido con celeridad, en otros, el proceso de convergencia ha sido bastante lento. En los países CESEE que se adhirieron a la UE (incluidos aquellos que se incorporaron posteriormente a la zona del euro), la convergencia económica se ha producido a un ritmo mucho más intenso que en los países de los Balcanes Occidentales que actualmente son candidatos o posibles candidatos a la UE. La convergencia fue especialmente rápida antes de la crisis financiera mundial, pero se ralentizó posteriormente.*

*En el artículo se identifican diversos factores comunes a los países que han registrado el mayor ritmo de convergencia desde el año 2000. Entre estos factores se incluyen mejoras de la calidad institucional, de la competitividad exterior y de la innovación, mayor apertura comercial, unos niveles de capital humano elevados o en aumento, y unas tasas de inversión relativamente altas. De cara al futuro, para que el proceso de convergencia en la región se acelere y se mantenga será necesario realizar esfuerzos adicionales encaminados a mejorar la calidad institucional y la innovación, revitalizar la inversión y abordar el impacto adverso del envejecimiento de la población. En los países candidatos y posibles candidatos a la UE, las perspectivas de adhesión podrían constituir un ancla para dar impulso a las reformas —en particular, aunque no exclusivamente, en el ámbito fundamental de mejora de la calidad institucional— y respaldar así las perspectivas de crecimiento a largo plazo y de convergencia real.*

<sup>22</sup> Este artículo se centra en el grupo de países CESEE que pertenecen a la UE (denominados «nuevos Estados miembros de la UE» (NEM) e integrado por Bulgaria, la República Checa, Estonia, Croacia, Letonia, Lituania, Hungría, Polonia, Rumanía, Eslovenia y Eslovaquia) o que son candidatos o posibles candidatos a la UE (denominados «países de los Balcanes Occidentales», grupo integrado por Albania, Bosnia y Herzegovina, la Antigua República Yugoslava de Macedonia, Montenegro y Serbia). En este análisis también se incluye a Kosovo cuando hay datos disponibles (sin perjuicio de las posiciones sobre su estatus, en consonancia con la Resolución 1244 del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas y con la opinión de la Corte Internacional de Justicia sobre la declaración de independencia de Kosovo). Aunque Turquía es un país candidato a la UE, no se incluye en el análisis, ya que no comparte el contexto de una transición económica desde una economía planificada hacia una economía de mercado.

## 1 Introducción

**En los años noventa, los países CESEE iniciaron un importante proceso de transición económica desde una economía planificada hacia una economía de mercado.** Esta transición ha configurado en gran medida la evolución económica de estos países desde 1990. A pesar de los elevados costes de la transición y del desigual comportamiento económico observado, en general, en la década de los noventa, el crecimiento económico de la mayoría de estos países ha sido elevado desde el año 2000, lo que ha contribuido a la convergencia hacia las economías más avanzadas de la UE.

**En este artículo se analiza la convergencia de los niveles de renta de los países CESEE hacia las economías más avanzadas de la UE desde el año 2000<sup>23</sup>.** Este análisis incluye: i) las once economías que se incorporaron a la UE en ese período, de las que cinco también han adoptado el euro, y ii) las seis economías de los Balcanes Occidentales que son candidatas o posibles candidatas a la UE. La convergencia real —entendida como un proceso en el que países más pobres crecen a un ritmo mayor que economías más ricas, con la consiguiente disminución con el tiempo de las diferencias en los niveles de renta real entre los países— tiene importantes implicaciones para el bienestar económico. Además, la consecución de una convergencia sostenible sigue siendo un factor importante para la integración económica y monetaria con y dentro de la UE, ya que con ello se reducen las divergencias de la renta real, se contribuye a la cohesión social y, por tanto, se facilita el funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria.

**Además, existe un vínculo estrecho entre la convergencia de los niveles de renta real y la de precios (convergencia nominal).** Las economías que crecen (convergen) con mayor rapidez suelen experimentar una apreciación de los tipos de cambio reales, que a menudo se materializa en forma de tasas de inflación más elevadas. Sin embargo, cuando estas economías se incorporan a la Unión Monetaria, el aumento de la inflación puede dar lugar a unos tipos de interés reales más bajos que en otros Estados miembros de la Unión Monetaria. Junto con unos tipos de interés naturales que suelen situarse en niveles más altos, la probabilidad de que las economías con un mayor ritmo de crecimiento registren ciclos de expansión y recesión aumenta, salvo que se apliquen instrumentos de política fiscal o macroprudencial adecuados para preservar la estabilidad macrofinanciera. Del mismo modo, la convergencia de la renta real facilita el cumplimiento de los criterios de convergencia de Maastricht para la incorporación a la Unión Monetaria (entre ellos los relativos a la inflación y a los tipos de interés a largo plazo), lo que sigue siendo importante para los Estados miembros de la UE que aún no han adoptado el euro<sup>24</sup>.

<sup>23</sup> La convergencia debe analizarse durante un horizonte de largo plazo. No obstante, debido al proceso de transición económica de los países CESEE en los años noventa y a las limitaciones de los datos de algunos países, el año 2000 parece el punto de partida natural para realizar el análisis de este grupo de países.

<sup>24</sup> En el documento «Real convergence in the euro area: a long-term perspective», *Occasional Paper Series*, nº 203, BCE, diciembre de 2017, J. L. Díaz del Hoyo, E. Dorrucchi, F. Ferdinand Heinz y S. Muzikarova presentan un análisis más detallado de la relación entre la convergencia real y la nominal (que, junto con la convergencia fiscal, suelen denominarse «convergencia de Maastricht»).

**La falta de convergencia de los niveles de renta con frecuencia va unida a un bajo nivel de calidad institucional**, es decir, de las normas institucionales y de gobernanza que facilitan el crecimiento económico de un país y aumentan su capacidad de resistencia ante perturbaciones. Esto puede dificultar el avance de la integración y el correcto funcionamiento de la UE y de la zona del euro<sup>25</sup>.

En este contexto, en la sección 2 se presentan regularidades empíricas relativas a la convergencia de los países CESEE, en la sección 3 se analizan los determinantes de la convergencia económica de este grupo de países y en la sección 4 se exponen las conclusiones.

## 4 Conclusiones

**Las economías CESEE han conseguido reducir la brecha existente con respecto a la media de la UE en términos de PIB per cápita en el período analizado en este artículo (desde el año 2000)**. Esto tiene consecuencias positivas evidentes para estos países en lo que respecta al bienestar, y representa un desarrollo favorable en el contexto de la integración económica y monetaria con y dentro de la UE. Sin embargo, el ritmo de convergencia ha sido desigual en los distintos países.

**La mayoría de los países CESEE que se han incorporado a la UE han convergido con relativa rapidez y algunos de ellos ya han alcanzado niveles de PIB per cápita próximos a la media de la UE-28**. En este sentido, la adhesión a la UE ha sido un ancla importante en el proceso de convergencia, especialmente en los años anteriores a la incorporación. El mayor ritmo de convergencia se ha observado en algunos de los países que se han integrado en la zona del euro (en particular, los países Bálticos y Eslovaquia), así como en algunos Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona, como Polonia. Las economías de los Balcanes Occidentales con perspectivas de adhesión a la UE han convergido, en promedio, con más lentitud y siguen estando muy alejadas de las economías de la UE en cuanto a los niveles de renta. En la mayoría de los países CESEE, el proceso de convergencia fue más dinámico antes de la crisis financiera mundial de 2008-2009; tras la crisis, la convergencia con el nivel de la UE se ralentizó en buena parte de los países en un contexto de mayor debilidad del crecimiento de la productividad total de los factores (PTF) y de la acumulación de capital.

**Las economías CESEE que han convergido con más rapidez comparten algunas características comunes**. En primer lugar, la calidad institucional mejoró considerablemente en la mayoría de ellas. En segundo lugar, su competitividad exterior aumentó en un contexto de creciente apertura comercial e innovación. En tercer lugar, la mayor parte registró una evolución demográfica relativamente favorable o un incremento significativo de las tasas de actividad. En las economías que convergieron a un ritmo mayor también se observó un aumento muy

---

<sup>25</sup> Véase también B. Cœuré, «Convergence matters for monetary policy», discurso pronunciado en la conferencia titulada «Innovation, firm size, productivity and imbalances in the age of de-globalization», Bruselas, 30 de junio de 2017.

significativo de los niveles de capital humano, o estos ya se situaban entre los más elevados de la región. Las tasas de inversión también tendieron a ser más altas en comparación con otras economías similares.

**De cara al futuro, los países CESEE afrontan diversos retos en el proceso de convergencia**, entre los que se incluye la necesidad de seguir mejorando la calidad institucional, reorientar sus economías hacia una producción más innovadora, revitalizar la inversión y garantizar su sostenibilidad, y abordar el impacto adverso del envejecimiento de la población. Aunque algunos de estos retos son más difíciles de abordar que otros mediante la aplicación de políticas específicas, los responsables de la política económica de cada país deberían centrar su atención en ellos para tratar de continuar —y posiblemente acelerar— el proceso de convergencia con la UE.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

## 2 El impacto del programa de compras de bonos corporativos en los mercados de renta fija privada y en la financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro

Roberto A. De Santis, André Geis, Aiste Juskaite y Lia Vaz Cruz

*En este artículo se analiza el impacto del programa de compras de bonos corporativos (CSPP, en sus siglas en inglés) del BCE en los mercados de renta fija privada y en la financiación de las sociedades no financieras (SNF) de la zona del euro, y se llega a la conclusión de que el CSPP ha producido una relajación significativa de las condiciones de financiación de las SNF de la zona del euro, con una reducción de los diferenciales de los bonos corporativos, una mejora de las condiciones de oferta en el mercado primario de renta fija privada y un aumento de los préstamos bancarios concedidos a las SNF que no tienen acceso a la financiación mediante bonos. La estructura operativa del CSPP, concretamente su flexibilidad y adaptabilidad, minimiza los posibles efectos negativos sobre el funcionamiento del mercado de renta fija privada.*

### 1 Introducción

**El CSPP forma parte del programa de compra de activos (APP, en sus siglas en inglés) del BCE y tiene por objeto relajar las condiciones de financiación de la economía real.** En términos generales, el CSPP consiste en la adquisición, por parte del Eurosistema, de bonos denominados en euros con calificación de grado de inversión emitidos por empresas no pertenecientes al sector bancario (es decir, sociedades no financieras y empresas de seguros) establecidas en la zona del euro. El CSPP ayuda a las empresas de la zona a obtener un mejor acceso al crédito, impulsar la inversión, crear empleo y, por tanto, respaldar el crecimiento general de la economía. Esto constituye una condición indispensable para que la inflación vuelva a situarse, y se establezca, en niveles inferiores, aunque próximos, al 2 % a medio plazo.

**El CSPP se anunció el 10 de marzo de 2016 y las compras comenzaron el 8 de junio de ese mismo año.** En el momento del anuncio, la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro era ligeramente negativa y el PIB real mostraba un crecimiento relativamente débil, con riesgos a la baja para las perspectivas. En marzo de 2016 el Consejo de Gobierno decidió adoptar un conjunto de medidas de política monetaria para cumplir su objetivo de estabilidad de precios, entre ellas: i) un nuevo recorte de los tipos de interés oficiales del BCE (el tipo aplicado a la facilidad de depósito se redujo en 10 puntos básicos, del -0,3 % al -0,4 %); ii) una nueva serie de cuatro operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, en sus siglas en inglés) a partir de junio de 2016, todas con vencimiento a cuatro años; iii) un incremento del volumen mensual de las compras netas de activos realizadas en el marco del APP (de 60 mm de euros a 80 mm de euros), y iv) el CSPP. Este amplio conjunto de medidas tenía como

objetivo aprovechar las sinergias entre los distintos instrumentos y se calibró para relajar adicionalmente las condiciones de financiación, estimular la concesión de nuevos créditos y, por ende, reforzar la recuperación económica y acelerar el retorno de la inflación a niveles inferiores, aunque próximos, al 2 %.

En su reunión del 26 de octubre de 2017, en la que se volvieron a calibrar las medidas del APP, el Consejo de Gobierno confirmó que está previsto que las compras efectuadas en el marco del APP continúen hasta el final de septiembre de 2018, o hasta una fecha posterior si fuera necesario y, en todo caso, hasta que el Consejo de Gobierno observe un ajuste sostenido de la senda de inflación que sea compatible con un retorno a la estabilidad de precios. Asimismo, el Consejo de Gobierno anunció que el Eurosistema prevé que los volúmenes de adquisición de los tres programas de compra de activos del sector privado (el ABSPP, el CBPP y el CSPP) seguirán siendo considerables. En la actualidad, el valor contable de las tenencias de valores del CSPP por parte del Eurosistema se sitúa en torno a 150 mm de euros, lo que constituye alrededor del 6 % del APP total.

**En el CSPP se admite una amplia variedad de bonos corporativos, incluidas emisiones de pequeña dimensión.** El Eurosistema compra valores emitidos por empresas no pertenecientes al sector bancario en los mercados primario y secundario. Para poder ser adquiridos, los valores deben, como mínimo, estar admitidos como activos de garantía en las operaciones de financiación del Eurosistema. Esto significa que deben cumplir la exigencia de tener una calificación crediticia que corresponda, como mínimo, a la categoría 3 de calidad crediticia de la escala de calificación armonizada del Eurosistema (que equivale a una mejor calificación a largo plazo de entre las otorgadas por una institución externa de evaluación del crédito de al menos BBB-, es decir, grado de inversión). Además de ser admisibles como activo de garantía del BCE, los valores que se pueden comprar en el marco del CSPP deben estar denominados en euros<sup>26</sup>, tener una vida residual mínima de seis meses y máxima de 31 años en el momento de la compra y su emisor ha de ser una empresa no perteneciente al sector bancario establecida en la zona del euro. Los valores emitidos por entidades de crédito no son admisibles. La ausencia de un volumen mínimo de emisión para que los instrumentos de deuda se admitan en el CSPP permite la adquisición de bonos de empresas de menor tamaño, que suelen emitir volúmenes reducidos de valores representativos de deuda. También se pueden comprar instrumentos de deuda admisibles con una rentabilidad negativa, siempre que esta sea superior al tipo de interés de la facilidad de depósito en el momento de la compra. El Eurosistema aplica a sus tenencias de cada valor un límite máximo del 70 % de la emisión<sup>27</sup>.

**En este artículo se analiza el impacto del CSPP en las condiciones de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro y sus implicaciones para el funcionamiento y las condiciones de liquidez de los**

<sup>26</sup> Los instrumentos de deuda denominados en moneda extranjera también se aceptan temporalmente como activo de garantía admisible.

<sup>27</sup> En casos específicos se aplican límites por emisión más bajos, por ejemplo, a valores emitidos por empresas públicas, cuyo tratamiento es coherente con el aplicado en el programa de compras de valores públicos (PSPP, en sus siglas en inglés). En relación con las empresas públicas, el Eurosistema está obligado por la prohibición de financiación monetaria establecida en el artículo 123 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE).

**mercados de renta fija privada.** En la sección 2 se examina el impacto del CSPP en la financiación de las empresas de la zona del euro mediante el análisis de los efectos de dicho programa sobre: i) los diferenciales de los bonos corporativos, ii) las emisiones en el mercado primario de renta fija, iii) la estructura de capital de las SNF de la zona del euro, y iv) las condiciones de financiación más amplias de las SNF. En la sección 3 se estudian los efectos del CSPP sobre el funcionamiento del mercado de renta fija privada de la zona del euro. Por último, en la sección 4 se presentan las conclusiones.

## 4 Conclusiones

**Desde que se anunció el CSPP el 10 de marzo de 2016, las condiciones de financiación de las sociedades no financieras de la zona del euro han mejorado notablemente.** Los diferenciales de los bonos corporativos se han estrechado y las emisiones de estos valores han aumentado. Un amplio conjunto de estudios analíticos atribuye directamente a los efectos del programa una parte considerable de esta evolución. El CSPP también ha tenido efectos indirectos positivos sobre el entorno general de financiación de las empresas de la zona del euro. Las condiciones de financiación fuera de los mercados de renta fija privada han mejorado y se observan indicios de que el CSPP ha liberado capacidad en el balance de las entidades de crédito para que concedan préstamos a las empresas que no están admitidas en el programa. De hecho, aunque el programa parece haber contribuido a que las SNF admisibles recurran a la financiación mediante bonos en lugar de a la financiación bancaria, esto no se ha traducido en un descenso del crédito bancario otorgado al conjunto del sector.

**Resulta tranquilizador que la evidencia de que el CSPP produce efectos secundarios adversos sobre la financiación empresarial y el funcionamiento de los mercados sea más bien escasa.** En particular, la correcta ejecución del programa, que se sustenta en el ritmo flexible de las compras del Eurosistema y su adaptabilidad a la dinámica observada en el mercado primario, ha protegido el funcionamiento y las condiciones de liquidez de los mercados de renta fija privada. En conjunto, estas conclusiones respaldan la valoración de que el programa se aplica con éxito en condiciones de mercado cambiantes sin generar distorsiones en los mercados.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

**Jacopo Cimadomo, Sebastian Hauptmeier, Alessandra Anna Palazzo y Alexander Popov**

*En este artículo se analiza el concepto de compartición de riesgos (risk sharing), que generalmente se refiere al intento de los agentes económicos, como los hogares y las empresas, de asegurar su gasto en consumo frente a las fluctuaciones del ciclo económico de su país, es decir, tratan de «suavizar» los cambios que experimenta su consumo como consecuencia de perturbaciones económicas. Posteriormente se examina qué proporción de una perturbación económica en la zona del euro puede amortiguarse y se presenta una comparación con la situación en Estados Unidos. Si bien la comparación del grado de compartición de riesgos entre las dos regiones ha de realizarse teniendo en cuenta sus diferentes arquitecturas institucionales y políticas, la información económica que ofrece podría ser interesante. El artículo revela que, mientras que en la zona del euro no se amortiguó alrededor del 80 % de una perturbación en el crecimiento del PIB experimentada en un determinado país en el período 1999-2016, lo que se tradujo en notables diferencias en el crecimiento del consumo entre países, en Estados Unidos quedó sin amortiguar como máximo el 40 % de una perturbación en el PIB de un estado específico en el mismo período. En el artículo también se evalúa la importancia relativa de los principales canales de compartición de riesgos, es decir, los canales del crédito, del capital y fiscal, así como el papel de las instituciones europeas, y se muestra que, en la zona del euro, los riesgos se comparten principalmente a través del canal del capital, es decir, mediante las tenencias transfronterizas de activos financieros. Por último, el artículo presenta los resultados empíricos bajo la perspectiva del actual debate sobre la mejora de la arquitectura institucional de la Unión Económica y Monetaria (UEM) y hace un llamamiento a los países de la zona del euro para que reduzcan la vulnerabilidad de sus economías, de sus sectores bancarios y de sus finanzas públicas frente a perturbaciones macroeconómicas. En el artículo se explica que la eficiencia e integración de los mercados financieros son una condición indispensable para que la compartición de riesgos a través de canales privados sea efectiva en la eurozona. También se muestra cómo la zona del euro saldría beneficiada con una función de estabilización fiscal centralizada capaz de respaldar los estabilizadores económicos nacionales en presencia de grandes perturbaciones económicas, incrementando así la resistencia de la UEM.*

### Introducción

La experiencia con la Gran Recesión en la zona del euro ha desencadenado un debate continuado sobre las formas de aumentar la resistencia de la unión monetaria frente a perturbaciones económicas. Este debate tiene dos dimensiones: una nacional, que se ocupa de las reformas internas para mejorar la capacidad de cada país para absorber perturbaciones, por ejemplo, a través de reformas estructurales y de la creación de colchones fiscales, y una dimensión que abarca toda la zona del euro. En cuanto a esta última, la capacidad de resistencia de la



zona del euro en su conjunto podría verse respaldada por una compartición de riesgos entre países más efectiva.

El concepto de compartición internacional de riesgos suele referirse a la idea de que los países o los agentes económicos, como los hogares y las empresas, «comparten riesgos» para asegurarse frente a los sucesos adversos que afecten a sus economías. Por ejemplo, pueden invertir en otras economías que no se vean afectadas por dichos sucesos o recibir rentas de ellas. La literatura económica sugiere que los cambios inesperados en la renta y el consumo (denominados generalmente «perturbaciones») menoscaban el bienestar de una economía. Por tanto, los hogares, las empresas y el sector público pueden salir beneficiados si se aseguran frente a dichas perturbaciones mediante mecanismos «privados» y «públicos» que operan a nivel interjurisdiccional, es decir, entre estados o regiones de una federación (como Estados Unidos o Alemania) o a nivel internacional, es decir, entre diferentes países (por ejemplo, en la zona del euro). Los mecanismos privados actúan a través de dos canales principales. El primero, el «canal del ahorro» (también conocido como «canal del crédito»), opera mediante el ahorro/endeudamiento transfronterizo, es decir, el sector público, los hogares y las empresas pueden obtener financiación internacional (o interjurisdiccional) para sostener los niveles de consumo o de inversión ante perturbaciones adversas. No cabe duda de que, en principio, la oferta de crédito a una economía se ve menos afectada por perturbaciones en un país concreto cuando en dicha economía operan bancos internacionales. El segundo es el «canal de los mercados de capital», que discurre a través de carteras de inversión privada diversificadas a nivel internacional o interjurisdiccional, que pueden generar flujos de renta que no guardan relación con las fluctuaciones que experimente la economía de origen, siempre que esta y las demás economías no estén fuertemente interrelacionadas y, por tanto, tengan ciclos económicos similares. Un tercer canal «público» actúa por vía de las transferencias fiscales entre distintas regiones. Este canal suele estar bien desarrollado en federaciones maduras, en las que las transferencias del gobierno federal ayudan a suavizar el impacto de las perturbaciones a nivel estatal o regional.

La evidencia empírica sugiere que el grado de compartición de riesgos entre países en la zona del euro es menor que el observado en el caso de las regiones de federaciones, especialmente entre estados de Estados Unidos. La literatura empírica arroja tres resultados principales. El primero es que entre el 60 % y el 80 % de las perturbaciones que afectan a un estado específico se amortigua a través de los citados canales de compartición de riesgos en Estados Unidos, mientras que en los países de la zona del euro esta cifra no ha superado, en general, el 20 % desde la creación de la UEM<sup>28</sup>. El segundo es que, en Estados Unidos, los riesgos se comparten principalmente a través de canales privados, siendo el canal de los mercados de capital el que representa el mayor porcentaje de amortiguación de

<sup>28</sup> Véanse, por ejemplo, «Quarterly Report on the Euro Area, Volume 15, No 1 (2016)», *Institutional Papers*, N.º 024, Comisión Europea, 2016, y C. Alcidi, P. D'Imperio, y G. Thirion, «Risk-sharing and Consumption-smoothing Patterns in the US and the Euro Area: A comprehensive comparison», *CEPS Working Document*, N.º 2017/04, mayo de 2017. Los resultados para la zona del euro pueden mostrar un mayor grado de absorción de perturbaciones cuando se considera solo el consumo privado, como en J. Cimadomo, O. Furtuna y M. Giuliadori, «Private and public risk sharing in the euro area», *Working Paper Series*, BCE, de próxima publicación.

perturbaciones entre estados. El tercero es que las transferencias fiscales del presupuesto federal contribuyen significativamente a absorber las perturbaciones que experimenta un estado concreto en Estados Unidos (10 %-15 %), mientras que la arquitectura institucional de la zona del euro carece de una función de estabilización macroeconómica centralizada, por lo que la amortiguación a través de este canal en la zona es insignificante.

Mejorar la capacidad de la zona del euro para absorber perturbaciones es uno de los temas principales del «Informe de los cinco presidentes». El objetivo de este informe, elaborado por el presidente de la Comisión Europea, en estrecha cooperación con los presidentes de la Cumbre del Euro, del Eurogrupo, del BCE y del Parlamento Europeo, y publicado en julio de 2015, era trazar una hoja de ruta para mejorar la arquitectura institucional de la UEM en diversos ámbitos<sup>29</sup>. En él se pone de relieve que «para que todas las economías se encuentren mejor permanentemente dentro de la zona del euro, también necesitan poder compartir el impacto de las perturbaciones económicas compartiendo los riesgos dentro de la UEM». Sin embargo, esto exigiría «una convergencia significativa y prolongada hacia economías con un grado de resistencia similar» para evitar transferencias permanentes y un debilitamiento de los incentivos para diseñar políticas sólidas en los distintos países.

En este artículo se ofrecen nuevas estimaciones del porcentaje de contribución de los canales del ahorro, del capital y fiscal a la compartición de riesgos que afectan al consumo, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos. El análisis empírico se basa en una muestra que abarca el período comprendido entre 1999 y 2016. Para la zona del euro, examina el papel de las instituciones europeas y de la ayuda oficial en la compartición de riesgos y lo enlaza con el actual debate sobre la profundización de la UEM. El artículo aprovecha trabajos anteriores del BCE sobre indicadores de compartición de riesgos en la zona del euro, que se incluyen regularmente, desde 2016, en el informe anual sobre la integración financiera en Europa.

## Conclusiones

A partir de la experiencia con la Gran Recesión ha surgido un consenso acerca de que la arquitectura institucional de la zona del euro necesita reformas que mejoren su capacidad para hacer frente a grandes perturbaciones económicas. En este contexto, la publicación del Informe de los cinco presidentes, titulado «Realizar la Unión Económica y Monetaria europea», desencadenó un debate continuado en el ámbito de las políticas, así como en el mundo académico, sobre las formas de aumentar la resistencia económica de la UEM. Este debate se ha visto influido por las conclusiones de la literatura empírica que identifican y cuantifican los canales de compartición de riesgos dentro de federaciones y de la zona del euro. En esta literatura suele llegarse a la conclusión de que los riesgos se comparten en un grado más limitado en la zona del euro que en Estados Unidos. También se determina que

<sup>29</sup> Véase J.-C. Juncker, D. Tusk, J. Dijsselbloem, M. Draghi, y M. Schulz, «Realizar la Unión Económica y Monetaria europea», Comisión Europea, junio de 2015.

la mayor absorción de perturbaciones en este país es consecuencia, principalmente, de una compartición de riesgos más efectiva a través de los canales privados del crédito y de los mercados de capital. La compartición de riesgos por el canal fiscal también desempeña un papel más destacado en Estados Unidos, dada su diferente arquitectura institucional y política y, en particular, su abultado presupuesto federal.

En este contexto, en los últimos años se han dado pasos institucionales importantes para conseguir una auténtica Unión Económica y Monetaria en Europa. Primero, en 2012, se creó el Mecanismo Europeo de Estabilidad con el fin de proporcionar asistencia financiera condicionada a los países de la zona del euro solventes con problemas financieros. Después, en 2014, se puso en marcha la unión bancaria europea, construida a partir del Mecanismo Único de Supervisión y el Mecanismo Único de Resolución, que garantiza la aplicación coherente de la normativa bancaria de la UE, reduciendo así los riesgos del sector bancario relacionados, por ejemplo, con la exposición de los sistemas bancarios nacionales a su propio soberano.

De cara al futuro, se precisan más reformas, fundamentalmente en tres dimensiones: la primera, los países de la zona del euro han de aumentar su capacidad interna para hacer frente a perturbaciones macroeconómicas, en concreto reduciendo las vulnerabilidades de sus economías, sectores bancarios y finanzas públicas de una manera eficaz. Es necesario mejorar la resistencia económica mediante reformas estructurales que respalden el crecimiento potencial e incrementen la flexibilidad del mercado. En este contexto, el Informe de los cinco presidentes hace un llamamiento para conseguir «una convergencia significativa y prolongada del grado de resistencia de las economías» en la zona del euro, de forma que la compartición de riesgos se base en el principio del aseguramiento y no en las transferencias permanentes. Al mismo tiempo, los países de la zona deberían aprovechar el actual entorno económico favorable para crear colchones fiscales y recortar las ratios de deuda, en consonancia con las exigencias del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Esto será importante para resistir frente a perturbaciones económicas en el futuro.

En segundo lugar, la eficiencia e integración de los mercados financieros son una condición indispensable para que la compartición de riesgos a través de canales privados sea efectiva en la zona del euro. En este contexto, una verdadera unión de los mercados de capitales podría ayudar significativamente a diversificar y a reducir el riesgo. La Comisión Europea adoptó un plan de acción en 2015 que contiene una lista de medidas esenciales para asegurar fuentes de financiación más diversificadas para las empresas y lograr un verdadero mercado único de capitales en Europa. En su revisión intermedia del plan, llevada a cabo en junio de 2017, la Comisión señaló que se habían realizado avances en relación, entre otros aspectos, con el desarrollo de los mercados de capital riesgo y el mercado de titulaciones, así como con la mejora del acceso de las empresas a los mercados públicos. Al mismo tiempo, se comunicaron nuevas prioridades, por ejemplo, para reforzar la eficacia de la supervisión con el fin de acelerar la integración de los mercados, aprovechar el potencial de la tecnología financiera (*fintech*) y utilizar mejor los mercados de capitales para fortalecer la financiación y la estabilidad bancarias.

La culminación de la unión bancaria reducirá los riesgos para los contribuyentes y romperá el nexo restante entre las entidades de crédito y los gobiernos nacionales. Para conseguir un sistema bancario verdaderamente integrado y tener una moneda única es esencial contar con un sistema europeo de garantía de depósitos. Un mecanismo de respaldo común para el Fondo Único de Resolución —que podría facilitar el MEDE como se propone, por ejemplo, en la Comunicación de la Comisión Europea de diciembre de 2017<sup>30</sup> sobre la profundización de la UEM— reforzaría adicionalmente la unión bancaria. Un sistema europeo de garantía de depósitos, acompañado de un mecanismo de respaldo común, afianzaría la confianza de los depositantes en la unión bancaria en su conjunto, en particular al ofrecer protección incluso en el caso de grandes perturbaciones en el sector bancario de un determinado país (o a parte de él)<sup>31</sup>. Romper el nexo entre las entidades de crédito y los emisores soberanos también exigirá medidas para reducir el sesgo nacional de las tenencias de deuda soberana de los bancos. Se han presentado diversas propuestas en este sentido, que van desde sanciones regulatorias por la concentración de exposiciones soberanas, hasta una reforma más general del tratamiento regulatorio de estas exposiciones<sup>32</sup>. El informe de la High-Level Task Force on Safe Assets de la Junta Europea de Riesgo Sistémico sugiere que la creación de un activo de bajo riesgo a nivel de la zona del euro podría ayudar a debilitar el nexo entre las entidades de crédito y los emisores soberanos<sup>33</sup>. Todas estas propuestas han de ser evaluadas detenidamente, entre otras cosas, en lo que respecta a su impacto sobre la estabilidad financiera de la zona del euro.

En tercer lugar, la zona del euro saldría beneficiada con una función de estabilización fiscal centralizada capaz de respaldar los estabilizadores económicos nacionales en presencia de grandes perturbaciones económicas, incrementando así la resistencia de la UEM. Esta capacidad fiscal podría implantarse en la zona del euro de muchas formas, por ejemplo, mediante un sistema de prestaciones por desempleo o un presupuesto de la zona del euro para inversión. Cada una de estas opciones conlleva sus propios desafíos y ventajas de carácter técnico y político. No obstante, será fundamental maximizar los efectos positivos sobre el funcionamiento de la UEM, manteniendo al mismo tiempo los incentivos para la elaboración de políticas fiscales sólidas y subsanando las debilidades estructurales a nivel nacional. El objetivo no debería ser incidir de manera activa sobre los ciclos económicos nacionales ni igualar los ingresos. Este enfoque es coherente con los principios del diseño descritos en el Informe de los cinco presidentes, que establece que una capacidad fiscal no debería dar lugar a transferencias permanentes en una sola dirección.

Por último, es probable que el avance hacia la unión fiscal y una unión financiera más sólida en la zona del euro se refuercen mutuamente. Unos mercados de

---

<sup>30</sup> Véase «[Nuevos pasos hacia la plena realización de la Unión Económica y Monetaria europea: una hoja de ruta](#)», Comunicación de la Comisión Europea al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo y al Banco Central Europeo, 6 de diciembre de 2017.

<sup>31</sup> Véase «[Financial Integration in Europe](#)», BCE, 2016.

<sup>32</sup> Véase «[ESRB report on the regulatory treatment of sovereign exposures](#)», Junta Europea de Riesgo Sistémico, marzo de 2015.

<sup>33</sup> Véase el volumen 1 del informe de la High-Level Task Force on Safe Assets de la JERS, «[Sovereign bond-backed securities: a feasibility study](#)», Junta Europea de Riesgo Sistémico, enero de 2018.

capitales más eficientes, por ejemplo, reducirían la necesidad de estabilización por otros canales, como la política fiscal y monetaria. Asimismo, la unión fiscal y unas instituciones europeas comunes más fuertes potenciarían las actividades financieras transfronterizas.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)