

# Artículos

## 1 Empresas multinacionales, centros financieros y sus implicaciones para los desequilibrios externos: una perspectiva de la zona del euro

Virginia Di Nino, Maurizio Michael Habib y Martin Schmitz

*En este artículo se analiza cómo las operaciones de las grandes multinacionales afectan a las cuentas exteriores de la zona del euro y, en general, de los centros financieros. La mayor facilidad para trasladar activos intangibles, beneficios y sedes entre países plantea retos para el marco actual de las estadísticas internacionales y para el análisis económico. En primer lugar, el artículo describe cómo se registran las operaciones de las multinacionales en las estadísticas transfronterizas, así como las dificultades asociadas a la medición de esos datos. En segundo lugar, en el artículo se presenta evidencia del impacto que tienen las empresas multinacionales en las cuentas exteriores de la zona del euro, el cual queda patente, sobre todo, en los saldos por cuenta corriente y en la inversión extranjera directa en centros financieros de la zona del euro, a menudo a través de entidades de propósito especial (SPE, por sus siglas en inglés). En tercer lugar, se analiza la tendencia de los centros financieros a presentar superávits por cuenta corriente que podrían atribuirse, en parte, a la actividad de las multinacionales. Las iniciativas multilaterales podrían contribuir a mejorar la transparencia de las operaciones de las empresas multinacionales y a asegurar el intercambio de información entre países con fines estadísticos y fiscales.*

### Introducción

**Con el aumento de las grandes empresas rentables que operan a nivel global y la movilidad de los activos intangibles<sup>26</sup>, las actividades de traslado de beneficios han cobrado mayor relevancia, lo que plantea retos para el marco actual de las estadísticas internacionales.** Los balances de las grandes empresas multinacionales<sup>27</sup> han alcanzado un tamaño muy considerable. Los activos de las mayores empresas cotizadas de las principales economías avanzadas, cuyo valor asciende a varios cientos de miles de millones de dólares estadounidenses, son más o menos equivalentes al producto interior bruto de muchas pequeñas

<sup>26</sup> Los activos intangibles incluyen recursos no físicos, como el fondo de comercio, el reconocimiento de marca y los productos de propiedad intelectual (PPI). Los PPI, como licencias y patentes, son el resultado de distintas combinaciones de actividades de investigación, desarrollo, análisis e innovación que se traducen en conocimientos cuyo uso está restringido por la legislación o por otros medios de protección (véase el [Sistema Europeo de Cuentas \[SEC\] 2010](#)). Las actividades de investigación y desarrollo que dan lugar a activos de propiedad intelectual se registran como formación bruta de capital fijo.

<sup>27</sup> Las empresas multinacionales son aquellas que producen bienes o prestan servicios en más de un país. Su sede rara vez está ubicada en más de un país (el país de origen), pero operan en varios países (los países de acogida).

economías abiertas. Para aliviar su carga impositiva, las multinacionales utilizan diversos mecanismos, como trasladar los beneficios a jurisdicciones con impuestos bajos manipulando los precios de transferencia<sup>28</sup> y cambiar las posiciones entre las empresas del grupo, lo que a menudo implica el uso de estructuras financieras complejas y la creación de SPE en jurisdicciones de baja o nula tributación. Es extremadamente difícil hacer un seguimiento de estas actividades. La novedad de algunas de ellas —en particular, el aumento de los productos de propiedad intelectual y mejores oportunidades para elegir estratégicamente su ubicación— supone importantes retos para el marco vigente de las estadísticas nacionales e internacionales, que se basa en el concepto de residencia<sup>29</sup>.

**La elusión fiscal internacional por parte de las empresas multinacionales no es un fenómeno nuevo, pero su rápido crecimiento atrae cada vez más la atención de académicos y autoridades<sup>30</sup>.** Las empresas globales responden a incentivos fiscales cuando registran los ingresos obtenidos a nivel mundial entre sus filiales. Según un estudio realizado recientemente sobre este tema, un descenso de un punto porcentual en el tipo de gravamen del impuesto sobre sociedades se traduce en un incremento del 1 % en el resultado antes de impuestos de las empresas globales<sup>31</sup>. También cabe señalar que el estudio muestra que el impacto estimado parece estar creciendo con el tiempo. Los precios de transferencia y la concesión de licencias parecen ser los principales canales para eludir impuestos y parecen ser más importantes que la planificación financiera<sup>32</sup>. La tributación internacional puede alterar también la geografía de la inversión extranjera directa (IED): un tipo impositivo más elevado en un país que pueda ser objeto de inversiones desincentiva la adquisición de empresas en dicho país, mientras que una presión fiscal menor puede atraer IED relacionada con actividades de traslado de beneficios<sup>33</sup>. Otra área de investigación se centra en las implicaciones de estas prácticas de elusión fiscal a la hora de medir la riqueza externa de las naciones y la menor capacidad de los Gobiernos para gravar los beneficios de las empresas globales<sup>34</sup>.

**Para contrarrestar el crecimiento de la elusión fiscal se han emprendido varias iniciativas a escala internacional.** La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) estima que cada año se pierden a nivel global ingresos fiscales por valor de 240 mm de dólares estadounidenses como resultado

<sup>28</sup> Los precios de transferencia se refieren a las normas y los métodos para fijar los precios de las operaciones efectuadas entre y dentro de las empresas controladas por el grupo.

<sup>29</sup> Véase S. Avdjiev, M. Everett, P. R. Lane y H. S. Shin, «[Tracking the international footprints of global firms](#)», *BIS Quarterly Review*, marzo de 2018.

<sup>30</sup> Véase, por ejemplo, L. Tørslev, L. Wier y G. Zucman, «[The Missing Profits of Nations](#)», *NBER working paper*, n.º 24701, agosto de 2018.

<sup>31</sup> Véase S. Beer, R. de Mooij y L. Liu, «[International corporate tax avoidance: A review of the channels, magnitudes, and blind spots](#)», *Journal of Economic Surveys*, número especial, enero de 2019, pp. 1-29.

<sup>32</sup> Véase J. H. Heckemeyer, M. Overesch, «[Multinationals' profit response to tax differentials: Effect size and shifting channels](#)», *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économique*, vol. 50, n.º 4, 2017.

<sup>33</sup> Véase W. Arulampalam, M. P. Devereux y F. Liberini, «[Taxes and the location of targets](#)», *Journal of Public Economics*, vol. 176, 2019, pp. 161-178.

<sup>34</sup> Véase G. Zucman, «[Taxing across Borders: Tracking Personal Wealth and Corporate Profits](#)», *Journal of Economic Perspectives*, otoño, vol. 28, n.º 4, 2014, pp. 121-148.

de los impuestos eludidos por las empresas multinacionales. En consecuencia, la OCDE y el G-20 patrocinaron el proyecto de lucha contra la erosión de la base imponible y el traslado de beneficios (BEPS, por sus siglas en inglés), que incluye un plan de acción en el que se identifican 15 acciones dirigidas a limitar la elusión fiscal internacional<sup>35</sup>. En esta iniciativa participan actualmente más de 135 países, incluidos los Estados miembros de la Unión Europea (UE). La UE se basó en las recomendaciones del Proyecto BEPS y adoptó dos directivas de lucha contra la elusión fiscal, que entraron en vigor entre 2019 y 2020. El paquete de reformas de la UE incluye medidas concretas para reducir la elusión de impuestos, impulsar la transparencia fiscal y avanzar hacia la igualdad de condiciones para todas las empresas de la UE, pero también nuevas obligaciones de presentación de información financiera para las multinacionales<sup>36</sup>.

**La huella de las operaciones de las multinacionales es especialmente evidente en las estadísticas exteriores de los centros financieros.** Dado que la zona del euro alberga algunos centros financieros significativos, en este artículo se analiza la dinámica de sus cuentas exteriores. Se adopta una definición estándar de los centros financieros basada en el porcentaje que representa el volumen del saldo de sus pasivos exteriores sobre el PIB. Por tanto, se trata de economías donde la actividad económica nacional está dominada por las actividades financieras. Concretamente, los centros financieros se definen como las diez economías avanzadas con las ratios de pasivos exteriores sobre el PIB más elevadas de una amplia muestra de más de 60 países. Entre estos diez centros se incluyen seis economías pertenecientes a la zona del euro (Bélgica, Chipre, Irlanda, Luxemburgo, Malta y Países Bajos) y cuatro economías que no pertenecen a ella (Hong Kong, Singapur, Suiza y Reino Unido)<sup>37</sup>. El gráfico 1 muestra la ratio de pasivos exteriores sobre el PIB de tres grupos de países: economías avanzadas (excluidos los centros financieros), centros financieros y economías emergentes. A diferencia del efecto que tuvo sobre otras economías avanzadas, la crisis financiera mundial de 2008 no parece haber afectado al aumento de la integración financiera internacional de los centros financieros. En estos centros, la mediana del valor de los pasivos exteriores pasó de ser siete veces mayor que el PIB antes de la crisis financiera global a ser

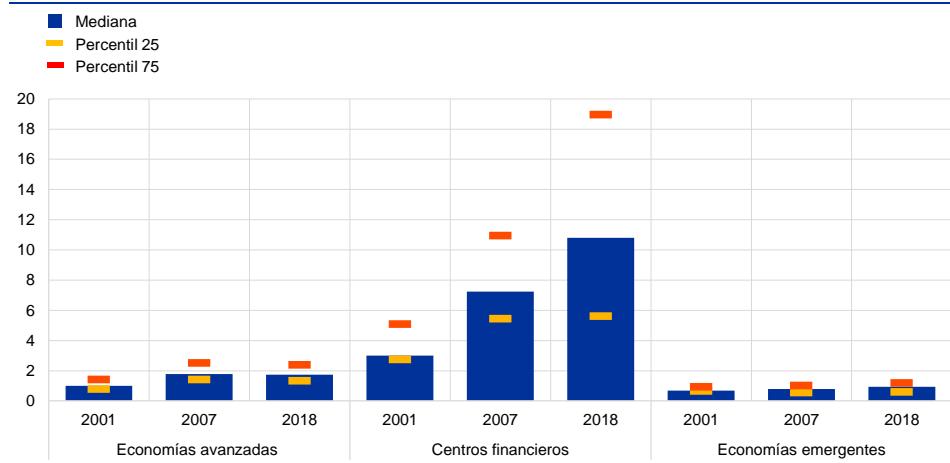
<sup>35</sup> Véanse los informes finales de 2015 sobre BEPS de la OCDE.

<sup>36</sup> Véanse la Directiva (UE) 2016/1164 del Consejo, de 12 de julio de 2016, por la que se establecen normas contra las prácticas de elusión fiscal que inciden directamente en el funcionamiento del mercado interior (DO L 193 de 19.7.2016, p. 1) y la Directiva (UE) 2017/952 del Consejo, de 29 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva (UE) 2016/1164 en lo que se refiere a las asimetrías híbridas con terceros países (DO L 144 de 7.6.2017, p. 1).

<sup>37</sup> Estas economías (con la excepción del Reino Unido) son también los centros más grandes en términos de stock de inversión extranjera directa (IED) en relación con el PIB, que es un componente de la balanza de pagos y de la posición de inversión internacional estrechamente relacionado con las actividades de las multinacionales. Para identificar los centros financieros y excluir a los países productores de petróleo, que suelen registrar posiciones brutas de activos exteriores muy elevadas, este artículo se centra en los pasivos exteriores brutos, en lugar de en la suma de activos y pasivos, usando para su cálculo las estadísticas de balanza de pagos del FMI. Las actividades de los pequeños centros financieros extraterritoriales (*offshore centres*) no están incluidas en el ámbito de este artículo porque no siempre se dispone de estadísticas de balanza de pagos detalladas. Además, el enorme tamaño del saldo exterior de los centros financieros extraterritoriales con respecto a su PIB nacional distorsionaría algunos de los resultados que se muestran en este artículo. Cabe señalar que las economías avanzadas clasificadas como centros financieros no se consideran necesariamente paraísos fiscales en lo referente a la fiscalidad de las empresas. En general, en estos centros financieros los tipos de gravamen del impuesto sobre sociedades son relativamente reducidos, pero no siempre es así. Por ejemplo, los tipos de gravamen de este impuesto en Bélgica, Países Bajos y Malta son superiores al tipo medio de todas las demás economías de la muestra considerada en este artículo.

casi once veces mayor que el PIB a finales de 2018; la dispersión de la distribución de esta estadística —pasivos exteriores sobre el PIB— creció notablemente durante el mismo período.

**Gráfico 1**  
Ratio de pasivos exteriores totales sobre el PIB



Fuentes: Estadísticas de balanza de pagos del FMI y cálculos del BCE.

**La importancia de las multinacionales en la economía mundial ha crecido con el tiempo, al igual que la función que desempeñan los centros financieros.**

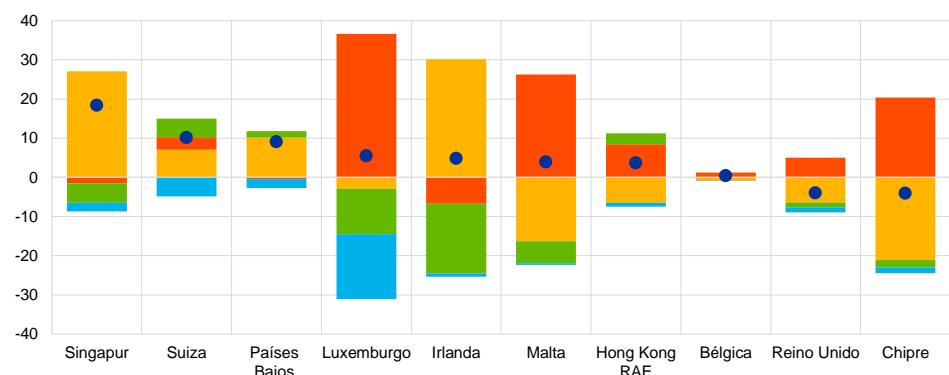
Conviene considerar si esto tiene un impacto en los desequilibrios por cuenta corriente, particularmente en los de los grandes centros financieros. Estos suelen registrar superávits por cuenta corriente elevados: ocho de cada diez centros financieros, tal como se definen en este artículo, presentaron superávits por cuenta corriente en las últimas dos décadas, en términos medios. Sin embargo, cada uno tiene su propio modelo de negocio, que se refleja en la diferente composición de sus cuentas corrientes. El gráfico 2 muestra las cuentas corrientes de estas economías desglosadas por sus principales componentes desde 2010, cuando el *stock* de pasivos de la IED empezó a crecer con rapidez. En el primer grupo de economías —Singapur, Suiza, Países Bajos e Irlanda—, el superávit de la balanza por cuenta corriente se debe principalmente al abultado superávit de la balanza de bienes. Como se explica en las secciones 2 y 3, las actividades de las multinacionales (como la negociación internacional de mercancías [*merchanting*] y la fabricación por contrato) pueden impulsar la balanza de bienes de los centros financieros. En un segundo grupo de economías —Luxemburgo, Malta y Hong Kong—, el superávit obedece sobre todo a la balanza de servicios, que se apoya, a su vez, en el sector de servicios financieros.

**Gráfico 2**

Saldos medios por cuenta corriente de los centros financieros entre 2010 y 2018

(porcentaje del PIB)

- Cuenta corriente
- Comercio de bienes
- Comercio de servicios
- Rentas de inversión
- Otros ingresos



Fuentes: Estadísticas de balanza de pagos del FMI y cálculos del BCE.

**Para los bancos centrales es importante medir correctamente las estadísticas exteriores, como las analizadas en este artículo.** Los grandes desequilibrios externos pueden suscitar dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento económico y sobre la estabilidad financiera, que pueden afectar a la política monetaria y a las políticas macroprudenciales. Por ejemplo, los bancos centrales hacen un seguimiento de las cuentas exteriores para estimar el valor de equilibrio de los tipos de cambio y detectar posibles desajustes, ya que las correcciones abruptas y significativas de los tipos de cambio podrían influir en la evolución de la inflación. Una imagen distorsionada de los desequilibrios por cuenta corriente agregados podría proporcionar señales erróneas a las autoridades responsables de formular las políticas económicas.

**Este artículo se estructura como sigue.** En la sección 2 se explica cómo se registran las operaciones típicas de las empresas multinacionales en las estadísticas de balanza de pagos y posición de inversión internacional; también se hace hincapié en las importantes dificultades asociadas a la medición de esas estadísticas. La sección 3 tiene por objeto medir la importancia cuantitativa de las operaciones de las multinacionales para las cuentas exteriores de los países de la zona del euro, distinguiendo, en particular, los centros financieros de las otras economías de la zona del euro y centrando la atención en aspectos del comercio y en la composición de la IED en la zona del euro. En la sección 4 se presentan un resumen y las conclusiones del artículo.

## Conclusiones

**En este artículo se ha analizado cómo las operaciones de las grandes empresas multinacionales están afectando a las cuentas exteriores de la zona del euro y, en general, de los centros financieros.** En primer lugar, en el artículo

se ha descrito cómo se registran las operaciones de las multinacionales en las estadísticas transfronterizas, así como las dificultades asociadas a su medición. En segundo lugar, en el artículo se ha mostrado el impacto que tienen las multinacionales en las cuentas exteriores de la zona del euro, el cual queda patente, sobre todo, en los saldos por cuenta corriente y en la IED en los centros financieros de la zona del euro, a menudo a través de entidades de propósito especial. En tercer lugar, las economías de los centros financieros presentan, en general, superávits por cuenta corriente que pueden atribuirse, en parte, a la actividad de las multinacionales.

**Las iniciativas multilaterales dirigidas a mejorar la transparencia de las operaciones de las empresas multinacionales son necesarias para asegurar el intercambio de información entre países con fines estadísticos y fiscales.** Esas iniciativas deberían ayudar a las autoridades nacionales a tomar medidas contra la evasión fiscal. Asimismo, la estrecha colaboración internacional entre los organismos responsables de elaborar estadísticas —incluido el intercambio de información potencialmente confidencial— contribuiría a garantizar la coherencia en el registro de las actividades de las multinacionales en los distintos países, y mejoraría la calidad y la coherencia de las estadísticas macroeconómicas. Concretamente, esas iniciativas podrían ayudar a asegurar la transparencia presentando por separado las operaciones realizadas por las entidades de propósito especial en la IED de la balanza de pagos.

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

## 2

# Previsiones a corto plazo de la actividad económica de la zona del euro en el BCE

Marta Bañbura y Lorena Saiz

## Introducción

**La evaluación en tiempo real de la evolución de la actividad económica es fundamental para la ejecución de la política monetaria.** Facilita la detección oportuna de los cambios en la dinámica económica subyacente a tenor de los datos que se reciben, y contribuye a evaluar de manera más amplia las perspectivas económicas y los riesgos asociados. Forma parte integral del análisis económico en el enfoque basado en dos pilares que aplica el Banco Central Europeo (BCE) en la evaluación de los riesgos para la estabilidad de precios. Además, dados los desfases en la transmisión de las medidas de política monetaria, la evaluación oportuna y fiable de las condiciones económicas es un elemento clave para valorar la orientación de la política monetaria.

**Las estimaciones oficiales del crecimiento del PIB real en la zona del euro se publican con cierto retraso, pero la evolución actual y a corto plazo del PIB real puede evaluarse con indicadores oportunos y de alta frecuencia.** El PIB real es una variable fundamental que resume la información sobre la actividad económica real. Sin embargo, únicamente está disponible con frecuencia trimestral y su primera estimación oficial para la zona del euro —la estimación preliminar de avance— no se publica hasta aproximadamente 30 días después de que finalice el trimestre de referencia. Para compensar este desfase, en el BCE y en otros organismos se han desarrollado modelos econométricos que pueden aprovechar un extenso conjunto de datos para obtener una estimación en tiempo real del PIB real del trimestre en curso y del siguiente o siguientes. Las previsiones a corto plazo se basan normalmente en información de los mercados financieros, encuestas de opinión o datos sectoriales (por ejemplo, de los sectores industrial, minorista o exterior). Estos indicadores suelen publicarse con frecuencia mensual, semanal o diaria y con menores desfases.

**Construir herramientas cuantitativas para elaborar previsiones a corto plazo de la actividad económica plantea una serie de retos.** Primero, estas herramientas han de combinar la información procedente de datos recogidos con distintas frecuencias. Segundo, deben abordar el problema de la información incompleta (lo que se conoce como *ragged edge*), que se debe al hecho de que los distintos tipos de información se publican con desfases diferentes. Por ejemplo, la producción industrial de la zona del euro se publica en torno a seis semanas después de que finalice el mes de referencia, mientras que las encuestas de opinión y los datos de los mercados financieros suelen estar ya publicados cuando termina el período de referencia. Tercero, dado que existen muchos indicadores que pueden ser de utilidad, los métodos econométricos deberían ser capaces de estimar

múltiples parámetros con fiabilidad. Cuarto, muchos indicadores son revisados posteriormente y, por consiguiente, su primera publicación puede contener errores de medición o ruido considerables. Quinto, los datos pueden estar alterados por valores atípicos, como consecuencia de acontecimientos inusuales (por ejemplo, huelgas o condiciones meteorológicas atípicas) o de cambios en las propiedades estadísticas a lo largo del tiempo, debido a variaciones económicas estructurales o metodológicas.

**Durante la crisis financiera global y en el período posterior quedaron de manifiesto otras dificultades asociadas a las previsiones en tiempo real.** La gran mayoría de los modelos, incluidos los utilizados en el BCE para las previsiones a corto plazo en ese momento<sup>38</sup>, no fueron capaces de predecir ni el momento ni la profundidad de la Gran Recesión. Además, esos modelos sobreestimaron sistemáticamente la fortaleza de la recuperación posterior. En ese momento se esgrimieron varias razones para explicar esta decepcionante falta de precisión de las previsiones, entre ellas, cambios en las relaciones estructurales entre variables económicas, resultados extremos en determinados indicadores que eran incoherentes con los supuestos utilizados en los modelos, la cobertura insuficiente de los datos de los mercados financieros y la no linealidad de la relación entre la economía real y el sector financiero. Aparte de abordar estas deficiencias, se recomendó a los encargados de las modelizaciones que, entre otras medidas, desarrollaran mejores herramientas para la evaluación de riesgos y establecieran narrativas económicas adecuadas<sup>39</sup>.

**El conjunto de modelos para las previsiones a corto plazo del crecimiento del PIB real de la zona del euro que el BCE utiliza actualmente es el resultado de una revisión exhaustiva realizada en 2015.** Los modelos se basan en un conjunto de datos de tamaño medio de aproximadamente 30 indicadores mensuales. Una estructura econométrica multivariante y una cobertura relativamente amplia de diversos aspectos de la economía de la zona del euro sirven de marco para interpretar los datos que se reciben y las revisiones de las previsiones. Las previsiones se preparan con procedimientos automatizados (es decir, no contienen juicios de valor) y pueden elaborarse en cuestión de minutos. Además de las previsiones puntuales, el conjunto de modelos puede producir también distribuciones predictivas (gráficos de abanico o *fan charts*), que pueden utilizarse para evaluar, en tiempo real, el grado de incertidumbre sobre las perspectivas a corto plazo o los riesgos para esas perspectivas.

**Las previsiones a corto plazo del PIB real basadas en modelos son una aportación importante para las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema/BCE<sup>40</sup>.** Como presentan estimaciones cuantitativas del crecimiento del PIB real antes de que se publiquen los datos oficiales y ofrecen una valoración de las «novedades» macroeconómicas desde que se completaron las proyecciones anteriores, son un punto de partida útil para actualizar las perspectivas

<sup>38</sup> Véase «Previsiones a corto plazo de la actividad económica de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, abril de 2008.

<sup>39</sup> Véase, por ejemplo, G. Kenny y J. Morgan, «Some lessons from the financial crisis for the economic analysis», *Occasional Paper Series*, n.º 130, BCE, 2011.

<sup>40</sup> Véase «A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises», BCE, julio de 2016.

de referencia a corto plazo del crecimiento del PIB. Asimismo, las distribuciones predictivas aportan información basada en modelos para evaluar el balance de riesgos en torno a las proyecciones del PIB elaboradas por los expertos.

**El artículo se organiza como sigue.** En la sección 2 se explica el marco metodológico del conjunto de modelos que utiliza el BCE para las previsiones a corto plazo del PIB real. En la sección 3 se presenta una evaluación de la precisión de los modelos en lo que respecta a las previsiones. La sección 4 se centra en dos elementos interesantes del conjunto de modelos: nuevos análisis y distribuciones predictivas. Por último, en la sección 5 se presentan las conclusiones con las principales enseñanzas extraídas y se indican los retos actuales, las mejoras adicionales previstas y las nuevas líneas que seguirán los trabajos en el futuro.

## Conclusiones y nuevas líneas de trabajo

**Los cambios en las relaciones económicas provocados por la evolución del entorno económico suponen un reto para los modelos de predicción en general y para las herramientas de previsión a corto plazo en particular.**

Algunos ejemplos notables de cambios estructurales son el cambio climático, el reequilibrio entre sectores, la evolución de la productividad, los efectos de recesiones graves y, más concretamente para la zona del euro, los cambios en el sector del automóvil.

**Se pueden extraer varias enseñanzas sobre cómo abordar estos y otros retos a partir de la experiencia adquirida con las previsiones a corto plazo de la actividad económica real basadas en modelos realizadas en el BCE.** En primer lugar, es importante disponer de varios modelos y valorar su precisión regularmente, dado que puede ir deteriorándose con el tiempo. En segundo lugar, la combinación de previsiones de distintos modelos suele ayudar a reforzar las previsiones para que sean más robustas a los errores de especificación. En tercer lugar, incluir información sobre todos los sectores principales de la economía es importante, pero no es necesario utilizar conjuntos de datos con un nivel de desagregación muy elevado. Un conjunto de tamaño medio de indicadores relevantes y oportunos parece ser suficiente para captar la información sobre la evolución de la actividad real a corto plazo. Por último, es importante poder interpretar las revisiones de las perspectivas y comunicar la incertidumbre en torno a las previsiones. Con todo, hay margen para seguir mejorando varios aspectos.

**Una de las cuestiones que preocupan es que los modelos de previsión a corto plazo dependen en gran medida de datos procedentes de encuestas.** Las encuestas aportan información cualitativa (es decir, opiniones o percepciones) extraída de muestras relativamente reducidas de empresas o consumidores. Son muy relevantes debido a su reducido desfase de publicación. Sin embargo, su relación con los indicadores cuantitativos puede cambiar a lo largo del tiempo y reflejar sesgos de muestreo (por ejemplo, sesgo de supervivencia, especialmente después de la crisis) o el hecho de que los participantes en las encuestas pueden cambiar las referencias utilizadas para sus valoraciones (por ejemplo, el valor del

crecimiento de las ventas, que puede considerarse una mejora de los resultados de la empresa)<sup>41</sup>. En consecuencia, no es tan sencillo establecer una correspondencia entre los niveles que muestran los datos de las encuestas y las tasas de crecimiento económico. Por ejemplo, a principios de 2018, los datos de las encuestas de opinión se situaban en niveles históricamente elevados<sup>42</sup>, mientras que el crecimiento del PIB real se ralentizó considerablemente en la zona del euro. En cambio, algunas de las encuestas señalaban unas perspectivas bastante desalentadoras para 2019, mientras que los datos cuantitativos pasaron a ser algo más sólidos.

**Se pueden emplear otros modelos e indicadores para mejorar aún más la precisión y la fortaleza de los modelos que se utilizan en la actualidad.** Entre los ejemplos figuran los modelos de parámetros variables en el tiempo que pueden reflejar relaciones que cambian con el tiempo de forma flexible<sup>43</sup>. También se está investigando la utilidad de indicadores y métodos alternativos, concretamente los algoritmos de aprendizaje automático y el *big data*. El término *big data* es muy amplio. En este contexto, incluye grandes volúmenes de datos en tiempo casi real procedentes de internet (por ejemplo, volúmenes de búsquedas en internet<sup>44</sup>, datos de redes sociales como Twitter y Facebook, artículos de periódicos) o grandes volúmenes de datos de fuentes no oficiales (por ejemplo, plataformas de negociación y sistemas de pago). La tecnología de *big data* permite utilizar una amplia variedad de indicadores, que pueden ofrecer datos novedosos y singulares que son de utilidad para las previsiones. Por ejemplo, los indicadores de sentimiento basados en textos podrían ser particularmente útiles, dado que pueden elaborarse de forma automática con una frecuencia elevada y a costes más reducidos que los indicadores de sentimiento basados en encuestas, y pueden extraerse a partir de grandes muestras de periódicos para evitar los sesgos<sup>45</sup>. Al mismo tiempo, también es importante tener en cuenta que considerar un extenso conjunto de variables explicativas entraña riesgos de sobreajuste, lo que no se traduce necesariamente en mejoras de la precisión de las previsiones fuera de la muestra. Algunas de estas dificultades pueden solucionarse con algoritmos de aprendizaje automático, que también tienen la ventaja de poder captar relaciones no lineales complejas. Estas son algunas líneas interesantes que pueden seguir los trabajos en el futuro.

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

<sup>41</sup> Véase C. Gayer y B. Marc, «A 'New Modesty'? Level Shifts in Survey Data and the Decreasing Trend of 'Normal' Growth», *European Economy Discussion Paper*, 083, Comisión Europea, julio de 2018.

<sup>42</sup> Véase el recuadro titulado «[¿Qué nos sugiere la reciente fortaleza de los indicadores de opinión sobre la intensidad y la magnitud del crecimiento del PIB real?](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2017.

<sup>43</sup> Véase, por ejemplo, J. Antolín-Díaz, T. Drechsel e I. Petrella, «[Tracking the Slowdown in Long-Run GDP Growth](#)», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 99, número 2, 2017, pp. 343–356.

<sup>44</sup> Véase, por ejemplo, L. Ferrara y A. Simoni, «[When are Google data useful to nowcast GDP? An approach via pre-selection and shrinkage](#)», *Working Papers*, n.º 2019-04, Center for Research in Economics and Statistics, 2019.

<sup>45</sup> Véase, por ejemplo, L. A. Thorsrud, «[Words are the New Numbers: A Newsy Coincident Index of the Business Cycle](#)», *Journal of Business & Economic Statistics*, 2018.

### 3

## Estado de la agenda para la profundización de la Unión Económica y Monetaria

Sander Tordoir, Jacopo Carmassi, Sebastian Hauptmeier y Malte Jahning<sup>46</sup>

**En este artículo se describen los avances realizados en diversos aspectos de la profundización de la Unión Económica y Monetaria (UEM).** El inicio de una nueva legislatura en la Unión Europea (2019-2024) constituye un momento lógico y oportuno para hacer balance de los progresos, con el fin de completar la arquitectura de la UEM.

**En las dos últimas legislaturas de la UE se lograron avances significativos en lo que respecta a la arquitectura de la UEM en respuesta a la crisis financiera internacional que comenzó hace más de una década.** Se estableció una unión bancaria, con una supervisión común a escala supranacional de las mayores entidades de crédito europeas y un marco común para abordar la situación del sector bancario y llevar a cabo la resolución de entidades con problemas. Se creó el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) para prestar apoyo a los países de la zona del euro que se vieran afectados por crisis económicas profundas. También se efectuaron ajustes en las normas comunes que rigen las políticas fiscales y económicas nacionales.

**Sin embargo, no hay margen para la autocomplacencia: la UEM debe fortalecer aún más su capacidad de resistencia frente a perturbaciones económicas adversas.** Una mayor compartición de riesgos a través de canales privados (por los que las empresas y los hogares diversifican geográficamente sus activos a través de mercados de capitales y bancarios integrados) puede ayudar a mitigar los efectos de recesiones a nivel nacional, ya que permite que las perturbaciones locales se vean atenuadas con ingresos procedentes de otros países. Potenciar la compartición de riesgos a través de canales públicos (por ejemplo, mediante algún tipo de política fiscal común o de mecanismos de respaldo compartidos que salvaguarden la estabilidad financiera en épocas de crisis) también puede contribuir a amortiguar el impacto de recesiones locales e incluso de las que afecten a toda la zona del euro. La participación de los canales privados y públicos en el reparto de riesgos sigue siendo más limitada en la zona del euro que en otras uniones monetarias, como Estados Unidos. Asimismo, los mecanismos de gobernanza orientados a asegurar la solidez de las políticas nacionales y que tratan de evitar efectos de contagio perniciosos entre los distintos países de la zona del euro podrían reforzarse aún más.

**Está previsto que, en un futuro próximo, se adopten decisiones concretas y se siga trabajando en diversos aspectos de la UEM.** Esto incluye trabajos relacionados con la unión bancaria y la unión de los mercados de capitales (UMC),

---

<sup>46</sup> Los autores agradecen las valiosas contribuciones de Giovanni Di Iasio, Joachim Eule, Donata Faccia, Alessandro Giovannini, Anastasia Koutsomanoli-Filippaki, Rebecca Segall, Pär Torstensson y David Sondermann.

que continúan estando incompletas, lo que deja margen para incrementar en mayor medida la estabilidad y la integración de los mercados bancarios y de capitales europeos. Otras iniciativas son la reforma del MEDE como parte de la labor desarrollada en el área de gestión de crisis, así como la creación de un instrumento presupuestario de convergencia y competitividad (IPCC), que tiene por objeto ayudar a que los países de la zona del euro inviertan y apliquen reformas para mejorar la estructura de sus economías. Además, la Comisión Europea también está revisando el marco de gobernanza fiscal y económica que coordina las políticas nacionales y va a presentar una propuesta para establecer un sistema europeo de reaseguro de desempleo como vía para fortalecer la capacidad de resistencia de la zona del euro frente a recesiones económicas.

**El BCE tiene un claro interés en reforzar la robustez de la arquitectura institucional de la zona del euro.** El BCE considera que unas políticas fiscales anticílicas prudentes, una capacidad de resistencia financiera suficiente y la compartición de riesgos a través de canales privados y públicos transfronterizos son fundamentales para una transmisión de la política monetaria más eficaz y con menos efectos secundarios, así como para mejorar la sincronización de los ciclos económicos de la zona del euro, complementar la política monetaria y dotar de mayor efectividad a la supervisión bancaria europea.

**Con este trasfondo, en este artículo se describen distintos elementos de la agenda para la profundización de la UEM y se identifican varias cuestiones pendientes.**

## Introducción

**Un reto importante para la UE durante la legislatura 2019-2024 será completar la arquitectura institucional de la UEM.** En mayo de 2019 se eligió un nuevo Parlamento Europeo, y la nueva presidenta de la Comisión Europea, Ursula von der Leyen, presentó sus prioridades en julio de 2019, antes de tomar posesión del cargo el 1 de diciembre de 2019, junto con el nuevo colegio de comisarios. Entretanto, los jefes de Estado o de Gobierno de la UE establecieron diez prioridades para la Unión Europea en el período 2019-2024 en una declaración realizada en Sibiu el 9 de mayo de 2019<sup>47</sup>.

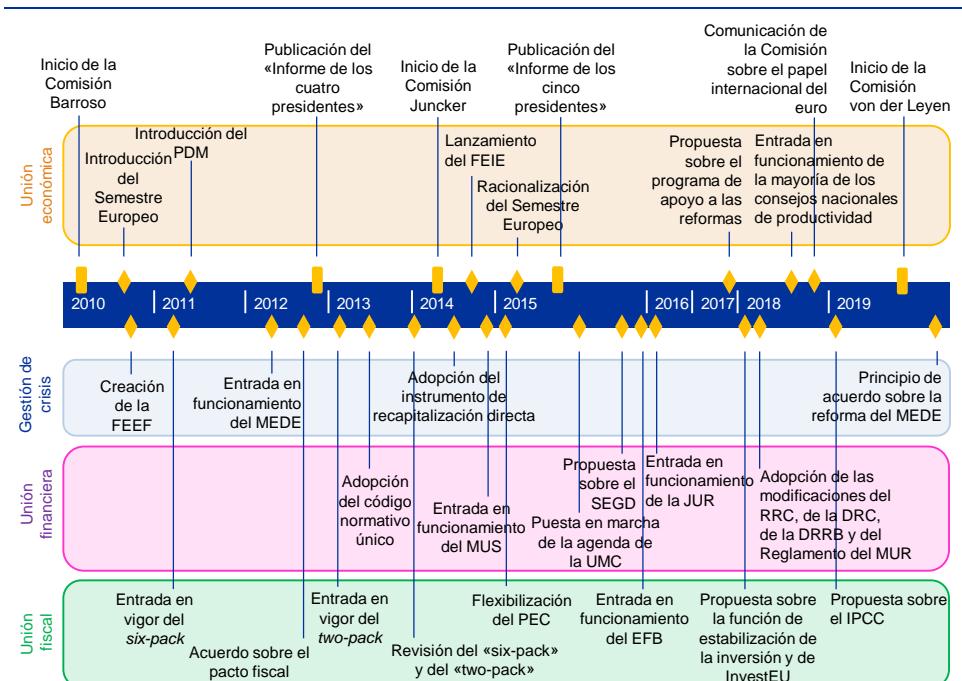
**La reforma de la arquitectura de la UEM es una responsabilidad que comparten todas las instituciones y los Estados miembros de la UE.** La Comisión desempeña un papel fundamental con la presentación de propuestas (incluidos proyectos de legislación), que son adoptadas por el Consejo ECOFIN (del que forman parte los ministros de Finanzas de la UE-27), generalmente en colaboración con el Parlamento Europeo. En términos de políticas, el Eurogrupo (integrado por los ministros de Finanzas de los países de la zona del euro, a cuyas reuniones asisten en ocasiones los ministros de Finanzas de países de la UE no pertenecientes a la zona del euro) es el principal foro para proporcionar orientación estratégica y para negociar el proceso de profundización de la arquitectura de la

<sup>47</sup>. Véase la Declaración de Sibiu.

zona del euro. En último término, las decisiones políticas sobre la UEM se toman en las Cumbres del Euro, que reúnen a los jefes de Estado o de Gobierno de los países de la zona del euro. Los procedimientos de adopción de decisiones son diferentes si las áreas de política están reguladas por acuerdos intergubernamentales (como en el marco del MEDE). El BCE participa en estos foros de la UE y de la zona del euro y actúa como asesor en relación con las reformas de la UEM. Así pues, estas reformas son el resultado de la interacción entre estos actores y de sus competencias en el proceso legislativo.

**En las dos últimas legislaturas de la UE se lograron importantes progresos en la arquitectura de la UEM (como muestra la figura 1).** Con la introducción del Mecanismo Único de Supervisión (MUS) y del Mecanismo Único de Resolución (MUR) se establecieron dos de los tres pilares de la unión bancaria, y el tercer pilar —un sistema europeo de garantía de depósitos (SEGD)— se dejó sin completar. Ello se basó en los avances institucionales realizados durante la crisis, como la creación del MEDE, las reformas de las reglas fiscales y el establecimiento del procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM) para corregir desequilibrios macroeconómicos perjudiciales. Todos estos pasos fueron fundamentales para reducir los riesgos financieros y macroeconómicos, mejorar la compartición de riesgos y reforzar la transmisión de la política monetaria en toda la zona del euro.

**Figura 1**  
Cronograma de las reformas de la arquitectura de la UEM desde 2010



Fuente: BCE, basado en <https://www.consilium.europa.eu/es/policies/emu-deepening/emu-glossary>.

Notas: «PDM» se refiere al procedimiento de desequilibrio macroeconómico; «FEIE» alude al Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas; «FEEF» es la Facilidad Europea de Estabilización Financiera; «MEDE» corresponde al Mecanismo Europeo de Estabilidad; «JUR» se refiere a la Junta Única de Resolución; «RRC» es el Reglamento de Requerimientos de Capital; «DRC» es la Directiva de Requerimientos de Capital; «DRRB» alude a la Directiva de Reestructuración y Resolución Bancaria; «Reglamento del MUR» se refiere al Reglamento del Mecanismo Único de Resolución; «SEGD» se refiere al sistema europeo de garantía de depósitos; «PEC» es el Pacto de Estabilidad y Crecimiento; «CFE» alude al Consejo Fiscal Europeo; «IPCC» es el instrumento presupuestario de convergencia y competitividad; el «six-pack» comprende seis reglamentos orientados a reforzar el PEC y a establecer el PDM; el «two-pack» incluye reglamentos destinados a reforzar el ciclo de vigilancia presupuestaria en la UEM, y el «pacto fiscal» es un tratado intergubernamental para anclar las reglas fiscales en las constituciones nacionales.

**Sin embargo, el proceso de profundización de la UEM ha perdido su impulso inicial.** La compartición de riesgos a través de canales privados y públicos sigue siendo más limitada en la zona del euro que en otras uniones monetarias (como Estados Unidos). La unión bancaria sigue estando incompleta sin el SEGD, y se debe continuar avanzando en el establecimiento de una verdadera UMC. En el área fiscal, la zona del euro sigue careciendo de una capacidad fiscal centralizada con fines de estabilización macroeconómica. Asimismo, los mecanismos orientados a garantizar la solidez de las políticas nacionales podrían reforzarse más. Existe un amplio consenso sobre la necesidad de simplificar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) para aumentar la efectividad y el carácter anticíclico de las reglas fiscales de la UE y para promover un mayor compromiso de los países con estas reglas. Por otra parte, el ritmo de implementación de reformas estructurales en el contexto del Semestre Europeo y la efectividad del PDM continúan siendo bajos. Una UEM más profunda y completa (incluida una UMC reforzada) —en un contexto de ejecución de políticas económicas sólidas<sup>48</sup> en la zona del euro— también respaldaría el papel internacional del euro<sup>49</sup>.

**La profundización de la UEM es solo uno de los diversos retos que afrontan la Comisión, el Consejo y el Parlamento Europeo.** Las declaraciones oficiales de la nueva Comisión indican que el medio ambiente, la migración y la digitalización también recibirán una atención sustancial, además de las cuestiones demográficas y las tensiones globales<sup>50</sup>. Ello refleja cambios en las prioridades de los ciudadanos europeos, como señala el Eurobarómetro Standard de otoño de 2019<sup>51</sup>. La Declaración de Sibiu, en la que los jefes de Estado o de Gobierno europeos fijaron la agenda estratégica de la UE para el período 2019-2024<sup>52</sup>, incluía una referencia a la profundización de la UEM bajo el epígrafe general «Desarrollar nuestra base económica: el modelo europeo para el futuro». Charles Michel, nuevo presidente del Consejo, será responsable del seguimiento del cumplimiento de la declaración, y ha señalado que reforzar la UEM es particularmente importante en el contexto del fortalecimiento del papel internacional del euro<sup>53</sup>. Junto con cuestiones como la inversión, el empleo y la desigualdad, el Parlamento Europeo ha instado a que se realicen mayores avances en todos los aspectos relacionados con la

---

<sup>48</sup> Véase K. Masuch, R. Anderton, R. Setzer y N. Benalal (eds.), «Structural policies in the euro area», *Occasional Paper Series*, n.º 210, BCE, 2018.

<sup>49</sup> Véanse «The international role of the euro», BCE, junio de 2019, y la comunicación de la Comisión Europea de 5 de diciembre de 2018 titulada «Towards a stronger international role of the euro».

<sup>50</sup> Para información más detallada sobre las prioridades de la Comisión en materia de políticas para el período 2019-2024, véase [https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024\\_es](https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024_es).

<sup>51</sup> En particular, un 34 % (sin variación con respecto a la encuesta anterior, realizada seis meses antes) de los encuestados en la zona del euro consideraba que la inmigración era una cuestión apremiante para la UE, mientras que para un 38 % en términos acumulados (3 puntos porcentuales más), el cambio climático y el medio ambiente eran áreas prioritarias a escala de la UE. En cambio, solo el 18 % (sin variación con respecto a la encuesta anterior) de los encuestados en la zona del euro opinaba que la situación económica era una prioridad y un 15 % (3 puntos porcentuales menos) consideraba las finanzas públicas de los Estados miembros como una cuestión clave.

<sup>52</sup> Véase [https://www.consilium.europa.eu/media/39291/en\\_leaders-agenda-note-on-strategic-agenda-2019-2024-0519.pdf](https://www.consilium.europa.eu/media/39291/en_leaders-agenda-note-on-strategic-agenda-2019-2024-0519.pdf).

<sup>53</sup> Véanse las observaciones de Charles Michel tras la reunión del Consejo Europeo del 13 de diciembre de 2019: <https://www.consilium.europa.eu/nl/press/press-releases/2019/12/13/remarks-by-president-charles-michel-after-the-european-council-meetings-on-13-december-2019>.

profundización de la UEM, y ha solicitado a la Comisión que presente propuestas al respecto<sup>54</sup>.

**Está previsto que, en un futuro próximo, se adopten nuevas decisiones y se realicen trabajos de seguimiento de diversos aspectos del proceso de profundización de la UEM.** En la Cumbre del Euro del 13 de diciembre de 2019 se hizo balance de los trabajos en curso relacionados con la unión bancaria, y se encomendó al grupo de trabajo de alto nivel sobre un sistema europeo de garantía de depósitos que, bajo los auspicios del Eurogrupo, formulara propuestas con el fin de establecer una hoja de ruta para completar la unión bancaria. También tomó nota de los planes de reforma del MEDE (sobre la que se alcanzó un acuerdo de alto nivel en la reunión del Eurogrupo de diciembre de 2019) y de los principales elementos del IPCC. Para el resto de 2020, los programas de trabajo de los distintos foros de la UE contemplan que los parlamentos nacionales ratifiquen el paquete de reformas del MEDE, que el Parlamento Europeo y el Consejo desarrolle la legislación sobre el IPCC, y que el Foro de alto nivel creado por la Comisión presente propuestas en relación con nuevas prioridades para la UMC. Además, es probable que se continúe trabajando en un amplio conjunto de medidas sobre la unión bancaria, la Comisión emprenderá la revisión del marco de gobernanza fiscal y económica, proseguirán las discusiones técnicas sobre la creación de una capacidad fiscal para la zona del euro y podría formularse una nueva propuesta para establecer un sistema europeo de reaseguro de desempleo. En la siguiente sección se ofrece información más detallada sobre estas líneas de trabajo.

## Conclusiones

**La nueva legislatura europea podrá continuar avanzando sobre la base de los importantes logros en la mejora de la arquitectura de la UEM alcanzados en la década anterior.** La creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad, la reforma de las reglas fiscales y el establecimiento del procedimiento de desequilibrio macroeconómico contribuyeron a abordar las deficiencias que la crisis puso de manifiesto. Con la posterior introducción del Mecanismo Único de Supervisión y del Mecanismo Único de Resolución se establecieron dos de los tres pilares de la unión bancaria.

**Sin embargo, la agenda propuesta en el «Informe de los cinco presidentes» aún no se ha implementado íntegramente, y quedan medidas pendientes de aplicar en los ámbitos financiero, fiscal, económico y político.** No hay margen para la autocomplacencia cuando se trata de reforzar la capacidad de resistencia de la UEM frente a perturbaciones adversas. La deuda privada y pública continúa en niveles elevados en muchos países, la compartición de riesgos a través de canales privados y públicos sigue siendo más limitada en la zona del euro que en otras uniones monetarias, y los mecanismos orientados a garantizar la solidez de las políticas nacionales podrían fortalecerse en mayor medida.

---

<sup>54</sup> Véase, por ejemplo, [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2016-0312\\_ES.html](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2016-0312_ES.html).

**La primera prioridad es la necesidad de completar la unión bancaria.** Una unión bancaria inconclusa impedirá que la zona del euro y sus ciudadanos se beneficien plenamente de la integración de los mercados y de un nivel uniforme de protección de los depositantes. Se observa, no obstante, cierto impulso en este sentido, que debería aprovecharse para aplicar un paquete de medidas en paralelo:

- Creación de un sistema europeo de garantía de depósitos: el establecimiento de un auténtico SEGD debería ser una prioridad fundamental, ya que es el principal elemento que falta para completar la unión bancaria. En el corto y el medio plazo, se podría establecer un sistema de garantía de depósitos común basado en un modelo híbrido, sustentado en los sistemas nacionales ya existentes y en un fondo central, en el que la cobertura de pérdidas se ampliaría gradualmente a lo largo de los cinco años posteriores. No obstante, el objetivo último debería ser un SEGD con plena cobertura de pérdidas y de liquidez, para garantizar un nivel uniforme de protección de los depósitos cubiertos.
- Armonización a escala europea de los procedimientos de insolvencia nacionales de las entidades de crédito: estos marcos siguen presentando diferencias entre países, lo que puede dar lugar a resultados muy dispares. Si se toma como modelo la Corporación Federal de Seguro de Depósitos (FDIC, por sus siglas en inglés) estadounidense, se debería establecer un marco de liquidación armonizado y dotar a la Junta Única de Resolución de los instrumentos necesarios para supervisar la liquidación ordenada de entidades (especialmente en el caso de las entidades pequeñas y medianas que no están sujetas a resolución).
- Eliminación de obstáculos a la libre circulación de capitales y de liquidez: para proteger los balances de las entidades de crédito nacionales de perturbaciones adversas, se debería permitir la libre circulación de capitales y de liquidez en la UEM (también dentro de grupos bancarios transfronterizos). Será esencial alcanzar un equilibrio entre los intereses de la integración financiera y los de la estabilidad financiera para eliminar esos obstáculos en la zona del euro.
- Reconocimiento de que el tratamiento regulatorio de las exposiciones soberanas y la creación de un activo seguro común para la zona del euro pueden ser dos elementos adicionales del proceso de profundización de la UEM que se refuercen entre sí: se debería seguir trabajando de manera independiente en un diseño sólido y prudente de cada uno de estos dos conceptos. La introducción del tratamiento regulatorio de las exposiciones soberanas ha de tener en cuenta consideraciones de estabilidad financiera, y subraya la necesidad de garantizar una disponibilidad suficiente de activos seguros para gestionar la liquidez y los riesgos de las entidades financieras. Asimismo, la creación de un activo seguro común para la zona del euro —si los Estados miembros así lo deciden— debería hacerse de forma que los incentivos para la adopción de políticas fiscales nacionales prudentes no se vean desvirtuados. Ese activo seguro común también favorecerá la ejecución fluida de la política monetaria y, junto con el tratamiento regulatorio de las exposiciones soberanas, contribuirá a la seguridad y la solvencia de las

entidades de crédito, e, indirectamente, a reforzar el papel internacional del euro.

- Cierre de la brecha existente en la provisión de liquidez a entidades de crédito en resolución: una garantía a nivel europeo que asegure acceso a la liquidez del Eurosistema a las entidades en resolución equipararía a la zona del euro con otras importantes jurisdicciones, como el Reino Unido y Estados Unidos.
- Mejora del marco de prevención del blanqueo de capitales (PBC) europeo: la Directiva sobre PBC vigente debería convertirse en un reglamento que establezca un conjunto de herramientas a escala europea eficaz en la lucha contra el blanqueo de capitales. La responsabilidad de los trabajos en materia de PBC debería encomendarse a un órgano de la UE distinto del BCE, al que se podría otorgar facultades de supervisión directa en este ámbito.

**Una segunda prioridad es el desarrollo de un mercado de capitales europeo, que es esencial para poder mejorar la compartición de riesgos a través de canales privados y es un ámbito que sigue estando insuficientemente desarrollado.** Se espera que la Comisión Europea y su Foro de alto nivel sobre la UMC presenten propuestas sobre esta cuestión en los primeros meses de 2020, que tendrán que mostrar una ambición renovada para impulsar el proyecto de la UMC, particularmente en relación con los siguientes aspectos:

- **Fomento de la convergencia supervisora:** una verdadera UMC deberá contar con un único supervisor de los mercados de capitales a escala europea, y asegurar la igualdad de condiciones no solo en términos de regulación, sino también en lo relativo a las prácticas supervisoras y su aplicación en toda la UE.
- **Armonización de productos y de estándares:** se deberían armonizar los productos y los estándares de los mercados de capitales, con un producto paneuropeo de pensiones y estándares comunes en materia de titulización, *fintech* y bonos verdes, por ejemplo.
- **Convergencia de las condiciones marco:** para crear un entorno que propicie unos mercados de capitales dinámicos en la UE se requiere una mayor convergencia de las condiciones marco que repercuten en la UMC, como los regímenes tributarios y de insolvencia.

**Una tercera prioridad es la necesidad de mejorar la arquitectura fiscal de la zona del euro, que no ha llegado a dar todos los frutos esperados.** Las reglas fiscales actuales no son suficientes para garantizar la consecución de unas posiciones presupuestarias sólidas y sostenibles en épocas de bonanza económica. La consiguiente falta de margen de maniobra fiscal en coyunturas desfavorables puede requerir un endurecimiento procíclico de la política fiscal, lo que podría hacer que la combinación de políticas macroeconómicas no sea adecuada a escala de la zona del euro. Así pues, de cara al futuro, será preciso:

- **Reformar las reglas fiscales para que sean más sencillas y eficaces, y menos procíclicas:** existe un consenso bastante generalizado, tanto en el ámbito académico como en el de las instituciones de política económica, sobre

que sería beneficioso avanzar hacia un marco con un indicador único (como una regla de gasto) vinculado a un anclaje de la deuda. La revisión en curso del paquete legislativo integrado por el «two-pack» y el «six-pack» representa una oportunidad para reevaluar la efectividad del marco del PEC.

- **Establecer una capacidad fiscal centralizada para la zona del euro con fines de estabilización macroeconómica:** las reglas vigentes no propician la adopción de una orientación de la política fiscal para toda la zona del euro que pueda complementar la política monetaria, especialmente cuando los tipos de interés se encuentran en el límite inferior efectivo. Una función presupuestaria centralizada de estas características contribuiría a reforzar la capacidad de resistencia de la zona del euro ante crisis económicas severas.

**Una cuarta prioridad es la necesidad de mejorar la capacidad de resistencia de las estructuras económicas nacionales.** La aplicación de reformas estructurales para incrementar la capacidad de resistencia de los mercados de trabajo y de productos, así como de las instituciones, ha disminuido en los últimos años. Se pueden seguir dos cauces diferentes para abordar esta cuestión:

- Uso más eficaz del procedimiento de desequilibrio macroeconómico: la aplicación de los instrumentos de coordinación de las políticas económicas existentes — incluido el procedimiento de desequilibrio excesivo— debería ser más eficaz.
- Profundización del mercado único: Europa se está desplazando cada vez más de la producción de bienes a la provisión de servicios, un ámbito en el que el mercado único no está tan desarrollado (en parte como resultado de las deficiencias en la aplicación de la Directiva de servicios). En consecuencia, la prestación de distintos tipos de servicios en varios Estados miembros sigue estando regulada por numerosas normas nacionales. Teniendo esto presente, la Comisión debería centrar de nuevo su atención en iniciativas encaminadas a profundizar en el mercado único, para aprovechar su ya demostrada capacidad para impulsar el crecimiento económico. Paralelamente, podría estudiar la posibilidad de ampliar el alcance del mercado único en áreas en las que los esfuerzos de reforma hayan perdido dinamismo (como las condiciones para el desarrollo de la actividad empresarial, por ejemplo).

**La consecución de avances en estas áreas pendientes de desarrollo reforzará la eficacia de la política monetaria única y de la supervisión bancaria, y contribuirá a preservar la estabilidad financiera.** Para el BCE, unas políticas fiscales anticíclicas prudentes, la culminación de la unión bancaria, una capacidad de resistencia financiera suficiente y la compartición de riesgos a través de canales privados y públicos transfronterizos son importantes para una transmisión de la política monetaria más eficiente y con menos efectos secundarios, mejorar la sincronización de los ciclos económicos de los países de la zona del euro, complementar la política monetaria, dotar de mayor efectividad a la supervisión bancaria europea y preservar la estabilidad financiera.

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