

Artículos

1 La compartición de riesgos en la zona del euro: análisis del canal público y la pandemia de COVID-19

Jacopo Cimadomo

Introducción

La reforma de la arquitectura de la Unión Económica y Monetaria (UEM) ha sido uno de los temas centrales del debate económico y sobre políticas que, recientemente, también ha estado determinado por los acontecimientos relacionados con la pandemia de coronavirus (COVID-19) y la guerra de Rusia en Ucrania. Este debate tiene dos dimensiones fundamentales. La primera se refiere a las medidas que puede adoptar un país para reducir la exposición a los riesgos económicos o para mitigar sus efectos (por ejemplo, eliminar las rigideces de precios y salarios, constituir colchones fiscales o reforzar la capacidad de resistencia macroeconómica). La segunda está relacionada con el concepto de compartición internacional de riesgos, que tiene que ver con los canales transfronterizos disponibles para proteger la renta disponible y el consumo nacionales frente a perturbaciones que inciden en el producto de un país concreto (en contraposición a perturbaciones que afectan a la zona del euro en su conjunto).

En este contexto, la compartición de riesgos es la capacidad de una economía para absorber perturbaciones específicas de un país protegiéndose de ellas en los mercados de capitales o amortiguando sus efectos a través del crédito o las transferencias fiscales. Cuando una economía resulta afectada por una perturbación específica de un país o se ve más afectada que otras por una perturbación común a un grupo de países, como una pandemia o una guerra, existen tres canales principales que pueden suavizar el impacto sobre la renta disponible y el consumo: el canal del capital, el canal del crédito y el canal fiscal. Los dos primeros son principalmente privados, mientras que el tercero es público. Los distintos canales pueden estar interrelacionados. Así, por ejemplo, pueden reforzarse mutuamente o actuar como sustitutos, es decir, uno de ellos puede adquirir mayor fuerza y reemplazar a otro en parte. Pueden operar a escala internacional, o entre regiones o estados federales de un país.

Por lo que respecta al primer canal, los efectos de una perturbación pueden amortiguarse si los hogares y las empresas del país afectado obtienen flujos de renta de otros países (o regiones) que no han sufrido la perturbación. Este canal suele denominarse canal del «capital», y fundamentalmente discurre a través de los ingresos procedentes de las tenencias de activos financieros en el

extranjero¹. Cuanto más profunda sea la integración financiera entre regiones, mayor será la fortaleza de este canal.

El segundo canal (el del «crédito») opera cuando los hogares y las empresas del país que sufre una perturbación adversa protegen su consumo recurriendo al ahorro existente en la economía nacional o al crédito de otros países. Ello incluye principalmente el crédito de intermediarios financieros (del propio país o de fuera), pero también de Gobiernos extranjeros o de instituciones europeas e internacionales (como la Unión Europea y el Fondo Monetario Internacional), que proporcionan préstamos al amparo de programas de ajuste económico o de otro tipo.

El tercer canal actúa cuando los efectos de la perturbación se atenúan mediante transferencias fiscales y suele denominarse canal «fiscal» o «presupuestario». Las transferencias proceden de un presupuesto central o federal. Este canal puede operar entre países o entre estados y regiones de un país. Hasta la puesta en marcha del programa *Next Generation EU* (NGEU), el canal presupuestario era muy reducido en la zona del euro. Los recursos se limitaban sobre todo a los fondos estructurales y de cohesión de la UE, que de hecho se desembolsan para promover la convergencia entre las economías nacionales, más que para lograr la estabilización. En Estados Unidos, sin embargo, se estima que este canal amortigua entre el 10 % y el 20 % de las perturbaciones adversas, debido al abultado presupuesto federal.

En este artículo se repasa la literatura sobre compartición de riesgos, se presentan algunas estimaciones sobre la operativa de este instrumento en la zona del euro durante los 25 últimos años, y por último se examinan algunas propuestas de reforma. Estas propuestas pueden contribuir a incrementar la compartición de riesgos en el ámbito fiscal en la zona del euro, que todavía está muy poco desarrollada. En el análisis se subraya que los mecanismos de compartición de riesgos entre los países de la zona del euro han funcionado peor que en Estados Unidos, sobre todo como consecuencia del menor grado de diversificación del riesgo a través de los mercados de capitales europeos.

Un análisis empírico señala una mejora de los mecanismos de compartición de riesgos desde que empezó la pandemia, es decir, entre 2020 y 2022, debido fundamentalmente a la mayor fortaleza del canal del crédito². Aunque no es posible identificar con exactitud los factores determinantes de este canal, la evidencia obtenida sugiere que el apoyo sin precedentes de las políticas redujo el riesgo de que los flujos financieros transfronterizos se interrumpieran

¹ Este canal incluye también las remesas de trabajadores de otros países o regiones, que en el caso de las grandes economías avanzadas suelen ser muy reducidas (esto es, suponen menos del 1 % del PIB), pero en el de las economías avanzadas de pequeño tamaño pueden ser más sustanciales (de hasta el 3 % del PIB aproximadamente). Véanse los [datos sobre migración y remesas del Banco Mundial](#).

² Véase J. Cimadomo, E. Gordo-Mora y A. Palazzo, «[Enhancing private and public risk sharing: lessons from the literature and reflections on the COVID-19 crisis](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 306, BCE, septiembre de 2022.

repentinamente, lo que evitó una grave disrupción en la compartición de riesgos a través de canales privados.

Evaluar la compartición de riesgos es primordial para los países de una unión monetaria, ya que las economías que la integran no pueden reaccionar a una perturbación idiosincrásica o al impacto de una perturbación común a través de una política monetaria autónoma o de un ajuste del tipo de cambio nominal.

Para potenciar la capacidad de la zona del euro para afrontar perturbaciones futuras es esencial constituir colchones fiscales nacionales y eliminar las rigideces estructurales, así como reforzar los canales privados y públicos de compartición de riesgos. Este es el argumento principal en el que se basan la mayoría de las propuestas para mejorar la arquitectura institucional de la UEM, algunas de las cuales se examinan en este artículo.

El artículo se estructura como sigue. En la sección 2 se analizan contribuciones seleccionadas de la abundante literatura sobre compartición de riesgos. En la sección 3 se presenta nuestro análisis empírico. En la sección 4 se consideran algunas de las propuestas de reforma para mejorar la compartición de riesgos en la zona del euro a través de canales públicos, y en la sección 5 se recogen las conclusiones.

Conclusiones

En este artículo se ha analizado la literatura sobre la compartición de los riesgos que inciden en el consumo centrando la atención en los resultados para la zona del euro, aunque también se presenta evidencia para países concretos. Según la literatura, la compartición de riesgos es más intensa en federaciones maduras, como Estados Unidos, que en la zona del euro. Los estudios considerados también sugieren que las perturbaciones que afectan al producto de países o estados concretos se ven amortiguadas principalmente a través de los canales del capital y del crédito, mientras que el canal fiscal tiende a ser menos importante en términos cuantitativos, en especial en la zona del euro, al menos hasta hace poco.

No obstante, durante la crisis del COVID-19, la compartición de riesgos en la zona del euro fue algo más intensa que en episodios como la crisis financiera global de 2008-2010. Ello podría deberse al apoyo fiscal proporcionado no solo por los Gobiernos nacionales, sino también por iniciativas conjuntas de la UE, en particular el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR). Desde el punto de vista normativo, estos resultados justificarían algún tipo de mecanismo común de compartición de riesgos a través de canales públicos en la zona del euro. Al mismo tiempo, para ello sería necesario encontrar el equilibrio adecuado entre instrumentos adicionales y centralizados de compartición de riesgos en la zona del euro y herramientas sólidas de reducción de riesgos, como la aplicación efectiva de reglas fiscales que anclen las expectativas de los mercados de contar con unas finanzas públicas saneadas.

En resumen, las conclusiones de este artículo sugieren que se debería avanzar con firmeza para completar la arquitectura de la UEM, lo que, a su vez, también reforzaría la compartición de riesgos. En efecto, avanzar de forma significativa hacia la culminación de la unión bancaria y de los mercados de capitales, y dar pasos hacia la unión fiscal, reforzaría el funcionamiento de los canales de compartición de riesgos y, por tanto, generaría ganancias de bienestar para los ciudadanos europeos.

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