



2. EL ESTADO DE LA ECONOMÍA DE LA UNIÓN: ¿CÓMO SERÁ LA DESACELERACIÓN Y CUÁNTO DURARÁ?

OSCAR ARCE, ESTHER GORDO, JAVIER J. PÉREZ, BANCO DE ESPAÑA¹

2.1. RESUMEN:

El euro celebra su 20º aniversario en un entorno económico difícil. Desde el segundo semestre de 2018, la Unión Económica y Monetaria (UEM) se ha visto seriamente afectada por las tensiones comerciales globales y por las incertidumbres geopolíticas, como bien ilustran los conflictos comerciales entre Estados Unidos y China y el proceso del *brexit*, que reflejan cierto agotamiento del orden económico y comercial abierto y multilateral de las últimas décadas. La confluencia de los estos factores con algunas tendencias seculares relacionadas con la evolución demográfica (envejecimiento de la población) y la caída de la productividad ha transformado radicalmente el escenario macroeconómico mundial. Aunque estos fenómenos son comunes a las principales economías avanzadas, no cabe duda de que parecen estar afectando con más intensidad al área del euro. El deterioro de las expectativas de crecimiento a largo plazo, la aparición de prolongadas presiones desinflacionistas y la persistencia de tipos de interés muy bajos plantean importantes retos. En este contexto es necesario reconsiderar el marco de política macroeconómica del área del euro, con el fin de responder de la manera más adecuada. La arquitectura incompleta de la Unión Económica y Monetaria y las dificultades generalizadas para avanzar en este ámbito hacen que el reto sea aún mayor.

Palabras clave: área del euro, política monetaria, política fiscal, gobernanza de la UEM.

¹ Oscar Arce es Director General, D. G. Economía y Estadística, Esther Gordo, Jefa de la División de Economía del Área del Euro, Javier J. Pérez, Director del Departamento de Economía Internacional y Área del Euro, Banco de España



2.2. INTRODUCCIÓN

El euro celebra su 20º aniversario en un entorno económico difícil. Desde el segundo semestre de 2018, la Unión Económica y Monetaria (UEM) se ha visto seriamente afectada por las crecientes tensiones comerciales globales y las incertidumbres geopolíticas, como bien ilustran los conflictos comerciales entre Estados Unidos y China y el proceso del *brexit*. Estos acontecimientos reflejan, en parte, cierto agotamiento del orden económico y comercial abierto y multilateral de las últimas décadas. La confluencia de estos factores con otros de naturaleza más persistente, entre ellos una evolución demográfica adversa y el estancamiento de la productividad, ha transformado radicalmente el escenario macroeconómico general del área del euro. Aunque estos fenómenos son comunes a las principales economías avanzadas, se están manifestando con especial intensidad en el área del euro.

El deterioro de las expectativas de crecimiento a largo plazo y la persistencia de tasas de inflación reducidas y, por lo tanto, de tipos de interés muy bajos plantean importantes retos. Es necesario comprender mejor este escenario denominado «nuevo normal», con el fin de reconsiderar el marco de política macroeconómica para responder de la manera más adecuada. La arquitectura incompleta de la Unión Económica y Monetaria, junto con diversos obstáculos políticos y económicos que impiden alcanzar mayores niveles de integración económica y financiera en el área del euro, acrecientan los retos anteriormente mencionados.

En este capítulo desarrollamos los argumentos anteriores comenzando con un análisis de las actuales condiciones cíclicas en el área del euro (sección 2). A continuación consideramos el papel específico de la política monetaria común y los retos que afronta (sección 3), y los desafíos que el área del euro debe abordar a medio plazo (sección 4).

2.3. LA DESACELERACIÓN ECONÓMICA DEL ÁREA DEL EURO

2.3.1. EL EFECTO MODERADOR DE FACTORES EXTERNOS

El crecimiento mundial se ha debilitado de forma acusada y geográficamente generalizada desde mediados de 2018. Las proyecciones más recientes de los principales organismos internacionales indican que el avance del PIB mundial se ralentizará hasta situarse en torno al 3 % en 2020, la tasa de crecimiento anual más baja desde la crisis financiera global. Esta situación se debe, en gran parte, a la aplicación de medidas proteccionistas y al aumento de la incertidumbre sobre la evolución de las políticas comerciales en el futuro². La decisión de la Administración de Estados Unidos de alejarse del

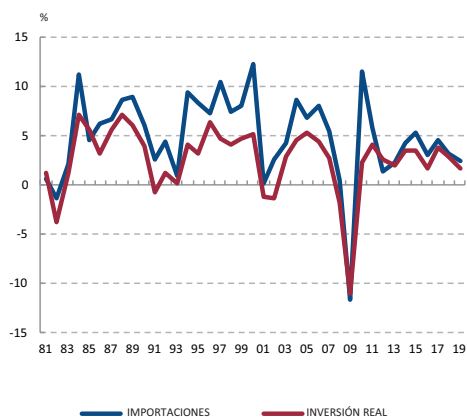
² Evidencia empírica reciente indica que la incertidumbre sobre la política comercial contribuye a explicar más del 70% del pronunciado aumento de la incertidumbre económica global observado desde 2018 (véase Ahir, Bloom y Furceri, 2019), con un impacto considerable sobre las decisiones de inversión y de consumo de los agentes económicos.

sistema de comercio multilateral y de emprender una «guerra comercial» bilateral contra China está afectando de forma significativa a la economía global, con implicaciones que van mucho más allá de los flujos comerciales bilaterales entre ambas economías. Las continuas tensiones comerciales se han extendido a la UE, México, Canadá y Japón, y han generado un escenario de fragilidad ensombrecido por riesgos de magnitud sin precedentes, en especial para economías en las que el comercio constituye el núcleo de su modelo económico, como es el caso de Europa. Las cadenas globales de producción de tecnología también se han visto amenazadas ante la perspectiva de que Estados Unidos imponga restricciones a empresas tecnológicas chinas.

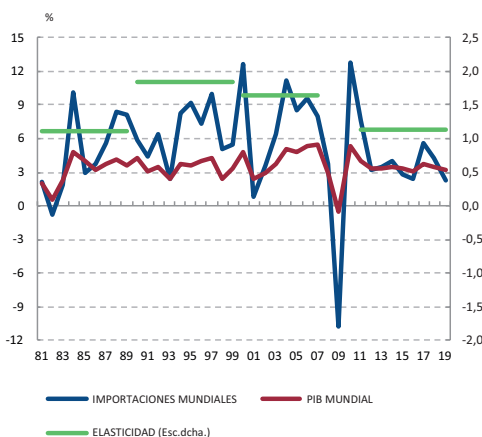
Sin entrar en la compleja cuestión de juzgar los motivos subyacentes que han dado lugar a esta situación, no cabe duda de que estas tensiones han sido uno de los principales determinantes de la considerable desaceleración mundial de la inversión, de los flujos comerciales y de la producción industrial a escala global, que están estrechamente interrelacionados (véase gráfico 1.1). El comercio está experimentando un retroceso mayor que la economía mundial y, a su vez, las interconexiones entre el crecimiento y el comercio globales han intensificado la contracción económica (véase gráfico 1.2).

GRAFICO 1. INVERSIÓN, COMERCIO, PIB MUNDIAL Y EFECTOS MACROECONÓMICOS DE LOS ARANCELES

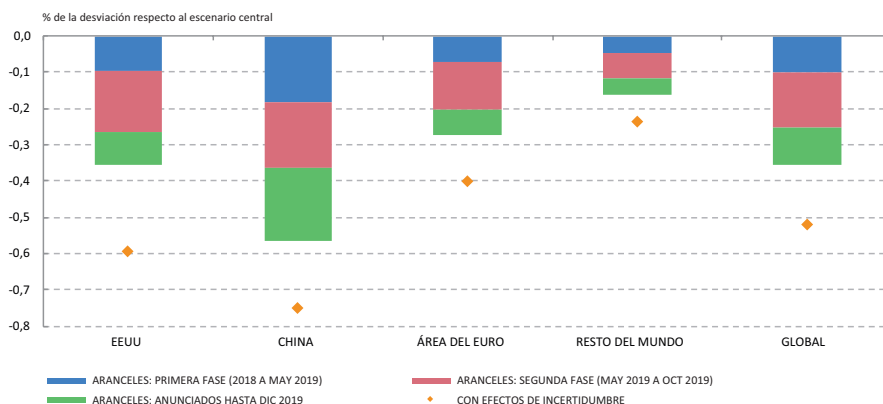
1 INVERSIÓN Y COMERCIO EN LAS ECONOMÍAS AVANZADAS



2 COMERCIO Y PIB MUNDIAL



3 TENSIONES COMERCIALES: EFECTO SOBRE EL PIB EN IV TR 2021



FUENTES: OCDE y Banco de España.

Con los datos disponibles es difícil determinar con precisión el impacto específico de las subidas arancelarias sobre la actividad económica mundial. Los modelos macroeconómicos estimados ayudan a aproximar la magnitud de dicho impacto. En concreto, en el gráfico 1.3 se muestra el efecto de los aranceles aplicados o anunciados por Estados Unidos y China desde mediados de 2018 utilizando el modelo NIGEM³. El primer escenario muestra los canales directos, es decir, los que discurren a través de los cambios en los intercambios comerciales bilaterales entre los dos países, así como los efectos de segunda asociados a la caída de la demanda mundial (distinguiendo entre las sucesivas rondas de aumentos de los aranceles). Por su parte, el segundo escenario incorpora los posibles efectos derivados de un aumento de la incertidumbre y del consiguiente endurecimiento de las condiciones financieras globales⁴. Según las simulaciones realizadas, en el primer escenario, los efectos macroeconómicos podrían ser significativos y dar lugar a una reducción del PIB mundial de un 0,35 % con respecto al escenario central, en términos acumulados, en 2019-2021. En la economía mundial, los países más afectados serían Estados Unidos y China. En cuanto al área del euro, su PIB disminuiría un 0,26 % durante ese período, reflejando su elevado grado de apertura comercial, lo que la hace más vulnerable a la caída de la actividad global. Además, en el segundo escenario se muestra cómo los efectos confianza podrían generar impactos adversos adicionales de magnitud considerable.

³ El modelo NiGEM ha sido desarrollado por el National Institute of Economic and Social Research del Reino Unido. La documentación del modelo puede consultarse en <https://nimo-del.niesr.ac.uk/>. Para un análisis más detallado de las simulaciones relacionadas, véase Banco de España (2019a).

⁴ Este canal se aproxima a través de un incremento *ad hoc* de 25 puntos básicos (pb) en la prima de riesgo de inversión en Estados Unidos y China, y de 10 pb en la del resto de las economías; véase Banco de España (2019a).



Por otra parte, se ha de destacar que las repercusiones del proteccionismo pueden ser más duraderas e incidir bastante más que el actual efecto adverso sobre la demanda y la confianza, en particular si se tiene en cuenta que podrían alterar las cadenas de producción globales, reduciendo la entrada de nuevas empresas en los mercados afectados e incidiendo adversamente en la productividad y la difusión de tecnología (véanse Handley y Limao, 2017).

La desaceleración de la actividad comercial e industrial se ha propagado con rapidez a través de las cadenas de producción globales a importantes economías avanzadas y emergentes, aunque es posible que factores asociados a sectores específicos también hayan contribuido a su intensificación. En concreto, la caída generalizada de la demanda de vehículos podría haberse visto influida por una actitud de mayor cautela por parte de los consumidores en un contexto de cambios tecnológicos y de nueva regulación relacionada con las normas sobre emisiones contaminantes.

El proteccionismo ha contribuido asimismo a intensificar la desaceleración en China, un importante motor del crecimiento económico mundial desde mediados de la década de 2000. Es obvio que la ralentización de este país se debe no solo a las tensiones comerciales, sino también a la transformación estructural de su economía para adoptar un modelo menos centrado en las exportaciones y en las manufacturas y más orientado internamente a los servicios. No obstante, estos desarrollos están afectando a la actividad manufacturera en todo el mundo, dada la importancia de China en la demanda de manufacturas, en particular de bienes de equipo, y su elevada participación en las cadenas globales de valor (véase, entre otros, Bing *et al.*, 2019).

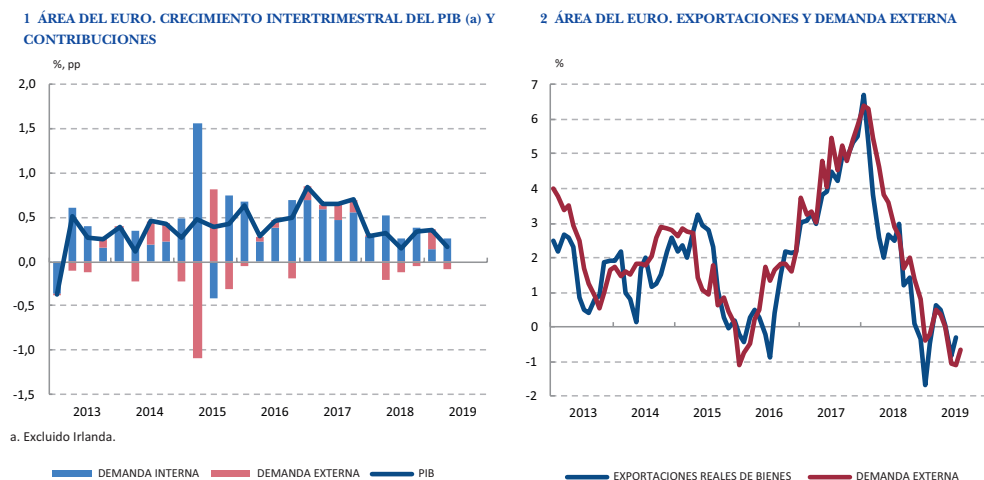
Otros acontecimientos que han tenido un efecto más idiosincrásico sobre la economía del área del euro son los que se derivan de la situación de algunas economías emergentes, en concreto Turquía (que reflejan vulnerabilidades internas), y, sobre todo, de la decisión del Reino Unido de abandonar la UE. Aunque todavía existe mucha incertidumbre en torno a la naturaleza de las relaciones futuras entre este país y la UE, los costes económicos del *brexít* para el Reino Unido son cada vez más evidentes⁵, y su impacto sobre el área del euro puede ser significativo, habida cuenta de los estrechos vínculos entre ambos a través del comercio, de los flujos migratorios y de los mercados financieros.

En síntesis, el área del euro ha estado especialmente expuesta a todas estas perturbaciones (véase gráfico 2). El elevado grado de apertura comercial de los países que la integran, su alta participación en las cadenas globales de valor y su especialización

⁵ Por ejemplo, Born *et al.* (2019) utilizan métodos de control sintético y llegan a la conclusión de que la decisión del *brexít* provocó una pérdida de producto del 2% en el Reino Unido al final del primer trimestre de 2019, que podría incrementarse hasta alrededor del 4% del PIB al final de 2020. La inversión ha experimentado la mayor caída (11%) con respecto a un escenario sin *brexít*, con un retroceso significativo de la inversión directa de empresas de la UE en el país. Un *brexít* desordenado sería especialmente perjudicial para el Reino Unido, pero también tendría efectos negativos en el área del euro. Véase, entre otros, Vega *et al.* (2019), y las referencias citadas en ese trabajo.

geográfica y en productos (bienes de equipo, automóviles) han acrecentado la debilidad de las exportaciones y de la producción industrial.

GRAFICO 2. ÁREA DEL EURO. PIB Y EXPORTACIONES



FUENTES: Eurostat y CPB.

En consecuencia, el ritmo de crecimiento de la economía del área del euro ha ido perdiendo dinamismo y ha pasado a ser muy lento. El avance del PIB real se redujo desde unas tasas intertrimestrales próximas al 0,8 % en 2017 hasta el 0,4 % en 2018 y el 0,2 % en el segundo y tercer trimestre de 2019 y el 0,1 % en el cuarto.

2.3.2. LAS CONDICIONES INTERNAS SE HAN MANTENIDO

Pese a la evolución adversa de la demanda externa, los fundamentos económicos internos de la UEM siguieron mostrando una elevada resistencia durante la mayor parte de 2018 y 2019. En concreto, la fortaleza del crecimiento del empleo —aunque se ha frenado en los últimos trimestres— ha sostenido, por ahora, las rentas de las familias. Desde que registró un mínimo a principios de 2013, el empleo ha aumentado en más de once millones de personas en el área del euro, mientras que la tasa de paro ha disminuido constantemente hasta el 7,5 %, aproximándose a los niveles previos a la crisis. En la expansión actual se ha creado más empleo que en fases expansivas anteriores (véase, por ejemplo, Botelho y Dias da Silva, 2019). Las causas de esta evolución son diversas. La literatura reciente la atribuye a las reformas estructurales dirigidas a dotar de más flexibilidad a los mercados de trabajo y el incremento de la oferta de trabajo relacionado con la mayor participación de trabajadores de más edad y la afluencia de inmigrantes.



Con todo, pese a las notables mejoras del empleo total y a la disminución del desempleo, el número de horas trabajadas se ha mantenido por debajo del nivel anterior a la crisis, lo que refleja un descenso continuado de las horas medias trabajadas por persona ocupada. Aunque esta tendencia se inició bastante antes de la crisis y probablemente refleje algunos factores estructurales (como el aumento de la oferta de mano de obra femenina que tiende a trabajar a tiempo parcial), también podría tener su origen en la infrautilización del factor trabajo, dado el elevado número de personas en el área del euro que trabajan a tiempo parcial pero que desearían trabajar más.

La creación de empleo, unida a la mejora de los balances de los hogares y a unas condiciones financieras muy favorables, ha seguido sosteniendo el consumo privado. Los tipos de interés a largo plazo han descendido gradualmente y en 2019 registraron mínimos históricos, y el rendimiento de la deuda soberana a diez años de Alemania incluso pasó a ser negativo en 2019. Por el contrario, la contribución de la política fiscal ha continuado siendo prácticamente neutral en 2019 para el área del euro en su conjunto, tras varios años de saneamiento de las finanzas públicas.

No obstante, no todos los componentes de la demanda interna han mostrado la misma capacidad de resistencia. La inversión privada se ha desacelerado de forma sustancial desde principios de 2018, reflejando un deterioro progresivo del clima empresarial a medida que se ha hecho evidente que las tensiones comerciales no eran una tendencia pasajera y se ha arraigado la incertidumbre. El actual retroceso de la utilización de la capacidad productiva en los sectores industriales, la reducción de los márgenes empresariales y la debilidad de la demanda esperada dan lugar a un escenario complejo para la inversión.

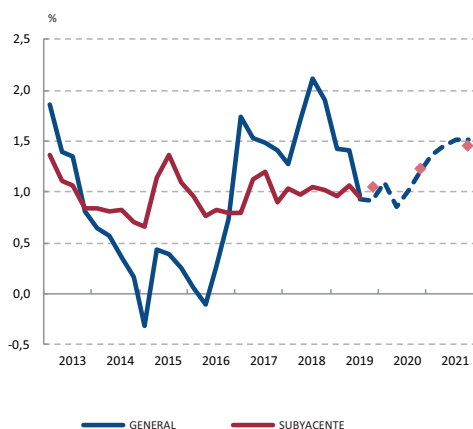
Por otro lado, los factores que han sostenido la demanda interna en los últimos años han ido perdiendo impulso desde finales de 2019. En particular, los servicios se están viendo cada vez más afectados por la prolongada debilidad de las manufacturas —habida cuenta de los estrechos vínculos existentes entre ambos sectores— y el crecimiento del empleo se ha reducido.

2.4. LA POLÍTICA MONETARIA COMO INSTRUMENTO CLAVE DE APOYO AL CRECIMIENTO ECONÓMICO DEL ÁREA DEL EURO

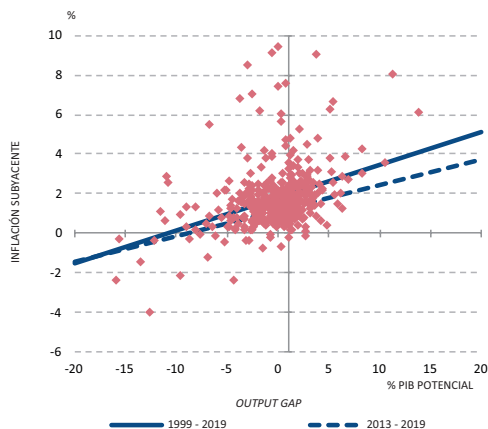
Además del escaso dinamismo del crecimiento, el período reciente se ha caracterizado por la persistencia de unos niveles bajos de inflación. La inflación general lleva tiempo situada por debajo del objetivo del Banco Central Europeo (BCE), con algunas fluctuaciones resultantes, en su mayor parte, de variaciones transitorias de los precios de la energía (véase gráfico 3.1). La inflación subyacente ha permanecido en tasas pertinazmente reducidas que han oscilado en torno al 1 % en los últimos años y se han mantenido de forma continuada por debajo de las previsiones del Eurosistema y de su objetivo de inflación (véase Banco de España, 2019b). En este contexto, la política monetaria del BCE ha proporcionado estímulos considerables (véanse gráficos 4.1 y 4.2) que han sostenido el crecimiento económico del área del euro en los últimos años y que continúan haciéndolo, como se analizará más adelante.

GRAFICO 3. ÁREA DEL EURO. INFLACIÓN

1 INFLACIÓN Y PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA



2 INFLACIÓN SUBYACENTE Y OUTPUT GAP



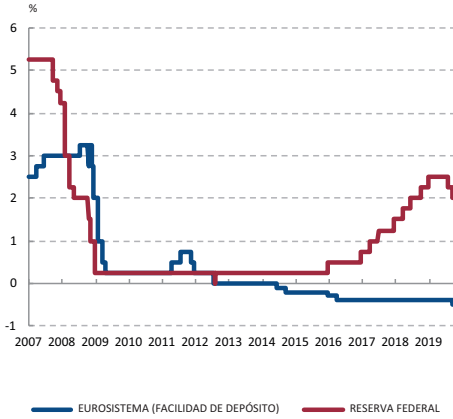
FUENTES: Eurostat, Comisión Europea y BCE.

Los bajos niveles de inflación han persistido en muchas economías avanzadas y en el área del euro, pese a la sustancial caída del desempleo y de las brechas de producción negativas (véase gráfico 3.2). Esto ha desencadenado un intenso debate sobre los determinantes de la inflación, y en concreto sobre el vínculo entre la inflación y la actividad económica, esto es, la denominada curva de Phillips. Esta relación se sustenta en diversos modelos teóricos, como el modelo neo-keynesiano híbrido, que describe la dinámica de la inflación como una función de tres factores principales: los costes marginales de las empresas (a menudo aproximados por una medida de la holgura de la economía); un indicador de la inflación pasada, que trata de captar el hecho de que algunas empresas ajustan sus precios de forma gradual con arreglo a reglas mecánicas o a través de la indexación, y las expectativas de inflación de carácter prospectivo. Aunque las conclusiones de la literatura empírica son heterogéneas, la mayor parte de la evidencia confirma la existencia de una relación sistemática entre la holgura cíclica y la inflación después de la Gran Recesión, tanto para el área del euro como para Estados Unidos, aunque con una relevancia cuantitativa relativamente escasa. Se han identificado varios factores estructurales que, en parte, explican la debilidad del vínculo entre el tensionamiento del mercado de trabajo y la inflación. Entre ellos destacan las implicaciones sobre el crecimiento económico y el cambio estructural provocado por el envejecimiento de la población, la globalización (con mayor apertura comercial y exposición a la competencia internacional), y el impacto de las nuevas tecnologías (digitalización y nuevas formas de comercio)⁶.

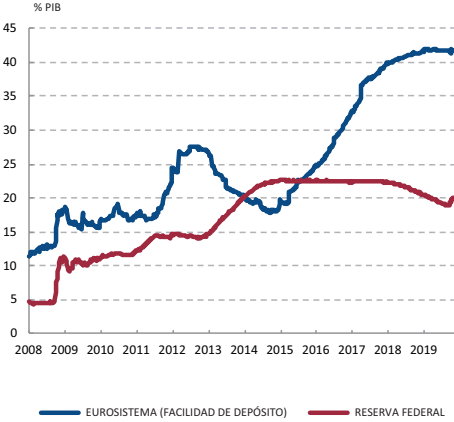
⁶ Véanse Banco de España (2019b), Hooper *et al.* (2019) y Moretti *et al.* (2019), y las referencias citadas en esos trabajos. Estudios empíricos sugieren que al estimar curvas de Phillips se han de

GRAFICO 4. POLÍTICA MONETARIA

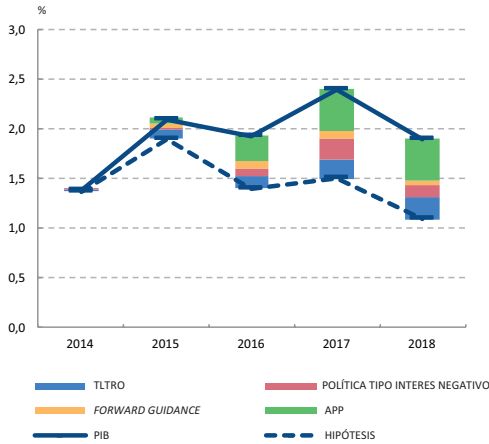
1 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



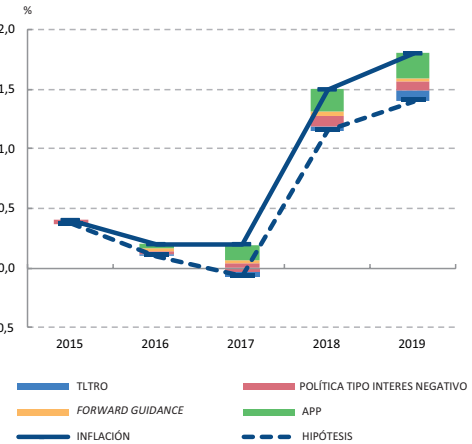
2 BALANCE DEL BANCO CENTRAL



3 ÁREA DEL EURO. IMPACTO DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES DEL BCE EN EL PIB



4 ÁREA DEL EURO. IMPACTO DE LAS MEDIDAS NO CONVENCIONALES DEL BCE EN LA INFLACIÓN



FUENTES: BCE, Reserva Federal, Eurostat y Rostagno et al. (2019).

La literatura ha demostrado asimismo que las expectativas de inflación son un determinante clave de la inflación observada en muchas economías avanzadas y

tener en cuenta diversos factores, como la incertidumbre en torno a las estimaciones empíricas de la holgura de la economía, el impacto de cambios en los impuestos indirectos y en los precios administrados, el efecto de los precios de la energía y la relevancia de los precios internacionales de las materias primas alimenticias, entre otros. No se dispone de evidencia concluyente que confirme la teoría de un aplanamiento de la curva de Phillips, aunque algunos trabajos señalan la presencia de no linealidades asociadas a la existencia de rigideces a la baja en los salarios o en los precios.



emergentes. La cuestión de si estas expectativas presentan un vínculo más estrecho con elementos prospectivos (el objetivo del BCE) o con la inflación resulta esencial para explicar la evolución reciente de la inflación, ya que determina la persistencia de las perturbaciones que afectan a la tasa de inflación⁷. A este respecto es especialmente importante que las expectativas de largo plazo permanezcan firmemente ancladas, ya que las desviaciones persistentes de la inflación con respecto a la tasa de referencia o el objetivo de la política monetaria pueden acabar afectando a las expectativas de largo plazo.

El deterioro de las condiciones macroeconómicas, el aumento de los riesgos a la baja para las perspectivas de crecimiento, la moderada inflación y unas expectativas de inflación en niveles históricamente reducidos llevaron a reconsiderar la política monetaria del BCE en marzo de 2019, y en especial durante el verano. En marzo, el Consejo de Gobierno del BCE decidió reforzar sus indicaciones sobre la orientación futura de la política monetaria (*forward guidance*) señalando que los tipos de interés se mantendrían constantes «al menos hasta el final de 2019», y también decidió poner en marcha una nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III), que se llevarían a cabo entre septiembre de 2019 y marzo de 2021, todas con vencimiento a dos años.

Posteriormente, en septiembre de 2019, el Consejo de Gobierno del BCE introdujo un paquete integral de medidas para apoyar la convergencia de la inflación hacia el objetivo. En concreto, el Consejo de Gobierno decidió reducir en 10 puntos básicos, hasta el -0,5 %, el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito, tratando de inducir un nuevo descenso de los costes de financiación de las empresas y de los hogares con el fin de facilitar su toma de decisiones de inversión y de consumo.

Además, el paquete de medidas adoptado por el Consejo de Gobierno contribuyó a reducir la incertidumbre sobre las condiciones financieras futuras modificando su *forward guidance* de diversas maneras. En primer lugar, reforzó las indicaciones condicionadas a la situación económica anunciando que esperaban que «los tipos de interés oficiales del BCE continúen en los niveles actuales, o en niveles inferiores, hasta que se observe una convergencia sólida de las perspectivas de inflación hasta un nivel suficientemente próximo, aunque inferior, al 2 % en el horizonte de proyección, y dicha convergencia se haya reflejado de forma consistente en la evolución de la inflación subyacente». Con estas palabras, el BCE expresó su firme compromiso de alcanzar una tasa de inflación acorde con el nivel de referencia de forma sostenida antes de empezar a subir los tipos de interés. La trayectoria de la inflación subyacente debería respaldar esta valoración. En segundo lugar, mantuvo un sesgo expansivo al indicar que esperaban que los tipos de interés continuaran en los niveles actuales o inferiores. Por último, la parte condicionada a una fecha de las indicaciones se eliminó, al considerar que la formulación actual proporciona orientación suficiente a los mercados sobre el curso futuro de la política monetaria.

⁷ Véase, de nuevo, Banco de España (2019b).



El Consejo de Gobierno decidió también reanudar las compras netas de activos a un ritmo mensual de 20.000 millones de euros a partir de principios de noviembre. Las compras continuarán durante el tiempo que sea necesario para reforzar el impacto acomodaticio de los tipos de interés y finalizarán poco antes de que comiencen a subir los tipos de interés oficiales del BCE. Además, el Consejo de Gobierno reiteró su decisión de seguir reinvertiendo íntegramente el principal de los valores que vayan venciendo durante un período prolongado tras la fecha en la que empiecen a incrementar los tipos. Al influir en las primas por plazo, el programa de compra de activos (APP) complementa el impacto sobre los tipos de interés a largo plazo derivado de la modificación de la *forward guidance*, y lo que es más importante, la reanudación del APP muestra claramente el compromiso del Consejo de Gobierno de utilizar todos los instrumentos a su disposición para alcanzar su objetivo, un elemento que podría tener un fuerte impacto en la formación de las expectativas de inflación. Al mismo tiempo, los tipos de interés negativos brindan apoyo al canal de recomposición de carteras del APP incentivando a los bancos a conceder crédito a la economía real en lugar de mantener liquidez.

Para asegurar una transmisión fluida de la política monetaria, el Consejo de Gobierno decidió ajustar los parámetros de la nueva serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) anunciada en marzo. La primera serie de operaciones TLTRO se anunció en junio de 2014 y la segunda en marzo de 2016. Son operaciones con objetivo específico porque el importe que las entidades de crédito pueden tomar prestado, así como el tipo de interés aplicable a la financiación, están ligados a los préstamos que concedan a las sociedades no financieras y a los hogares (excluidos los préstamos para adquisición de vivienda). Estas operaciones tienen como finalidad específica preservar unas condiciones de crédito bancario favorables y respaldar la orientación acomodaticia de la política monetaria. En cuanto a la tercera serie de TLTRO, en septiembre, el Consejo de Gobierno decidió reducir los costes iniciales de financiación de estas operaciones eliminando el diferencial de 10 puntos básicos por encima de los tipos de interés oficiales y ampliando el plazo de vencimiento de dos a tres años. Las operaciones comenzaron en septiembre de 2019 y finalizarán en marzo de 2021. Cabe destacar que, para mitigar posibles efectos colaterales de la política monetaria del BCE sobre las entidades de crédito, se decidió introducir un sistema de dos tramos para la remuneración de las reservas, con arreglo al cual a una parte del exceso de liquidez mantenido por las entidades de crédito (esto es, las reservas por encima de las exigencias de reservas mínimas) no se le aplicará la remuneración negativa al tipo de interés de la facilidad de depósito. Esta decisión trata de apoyar la transmisión de la política monetaria a través del canal bancario, al tiempo que se mantiene la contribución positiva de los tipos negativos a la orientación acomodaticia de la política monetaria.

La evidencia presentada en Rostagno *et al.* (2019) y Banco de España (2016) muestra que las medidas no convencionales de política monetaria han sido eficaces a la hora de relajar las condiciones financieras y han contribuido notablemente a las sendas de crecimiento y de inflación (véanse gráficos 4.3 y 4.4). Según Rostagno *et al.*



(2019), sin las medidas no convencionales del BCE, el tipo de interés a largo plazo a diez años habría sido 1,4 puntos porcentuales (pp) superior en 2016, 2017 y 2018. Una parte significativa de este efecto —casi el 60 %— puede atribuirse al APP y el resto a la política de tipos de interés negativos y a la *forward guidance*. También llegan a la conclusión de que la tasa de inflación anual habría sido, en promedio, 0,4 pp más baja esos tres años, mientras que el crecimiento del PIB habría sido unos 0,8 pp inferior cada año desde 2016⁸.

En síntesis, se espera que este paquete de medidas de política monetaria contribuya a favorecer la convergencia de la inflación a niveles acordes con la tasa de referencia de la política monetaria de manera sostenida. No es de extrañar que haya un amplio consenso en que la política monetaria ha desempeñado un papel extraordinario durante los diez últimos años. El balance del BCE representa alrededor del 40 % del PIB del área del euro y los tipos de interés se sitúan en niveles históricamente bajos, lo que suscita preocupación sobre la estabilidad financiera.

2.5. NIVELES MÁS BAJOS DURANTE MÁS TIEMPO: ¿UN «NUEVO NORMAL» PARA EL ÁREA DEL EURO?

2.5.1 ¿NOS ESTAMOS ACERCANDO A UN «NUEVO NORMAL» DE LA ECONOMÍA?

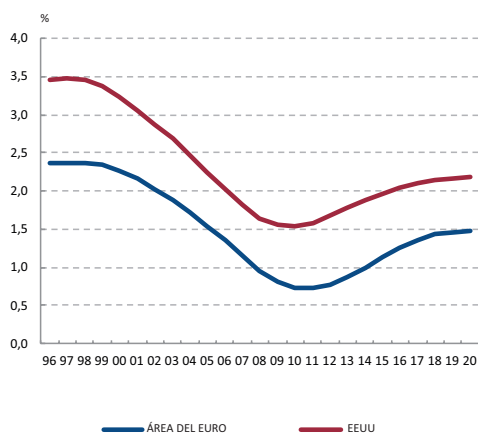
La incertidumbre comercial y geopolítica han ido aparejadas de otras importantes fuentes de incertidumbre relacionadas con la necesidad de comprender si nos estamos acercando a una nueva «normalidad económica» (véase Eggertson *et al.* 2017). Hay un consenso cada vez mayor que sugiere que el crecimiento moderado y las escasas presiones inflacionistas han estado determinadas por algunos factores estructurales interrelacionados que podrían estar configurando las perspectivas ma-

⁸ Otros trabajos en los que se estudia la transmisión de las medidas no convencionales de política monetaria utilizando microdatos relativos al sector bancario confirman la eficacia de las medidas no convencionales del BCE. Estos trabajos incluyen el de Andreeva y García Posada (2019), en el que se evalúa el impacto de las TLTRO del Eurosistema sobre las políticas crediticias de las entidades del área del euro y se llega a la conclusión de que los programas de financiación han contribuido a mejorar las condiciones de financiación y a estimular la concesión de crédito. A su vez, Arce, Gimeno y Mayordomo (2018) muestran que las compras de bonos corporativos en el marco del APP tuvieron efectos positivos en la oferta de crédito bancario a pequeñas y medianas empresas. Los efectos de los tipos de interés negativos son más difíciles de valorar, pero la evidencia disponible tiende a confirmar su eficacia: Altavilla *et al.* (2019) y Arce, García-Posada, Mayordomo y Ongena (2018), empleando datos de entidades de crédito del área del euro, muestran que las entidades solventes trasladan los tipos de interés negativos a sus depósitos de empresas sin que la financiación experimente una contracción, y que la tendencia a aplicar tipos negativos aumenta a medida que los tipos de interés oficiales se adentran más en terreno negativo. Por el contrario, Heider, Saidi y Schepens (2019) sugieren que los tipos negativos podrían haber incidido adversamente en la oferta de crédito, lo que implica riesgos para la estabilidad financiera.

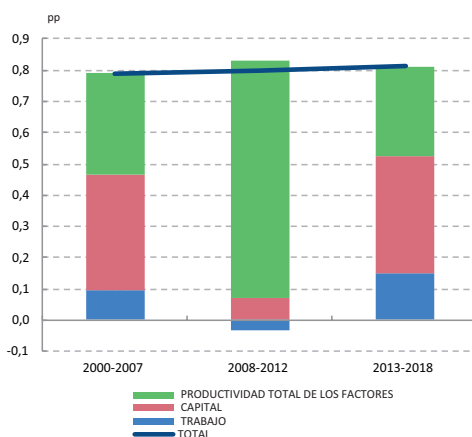
croeconómicas futuras de forma permanente. Este es el caso, en particular, del área del euro, en vista de que registra un crecimiento potencial persistentemente más bajo que el de Estados Unidos, lo que se debe sobre todo al menor avance de la productividad y a la debilidad de la inversión (véase gráfico 5).

GRAFICO 5. PIB POTENCIAL Y TENDENCIAS DEMOGRÁFICAS

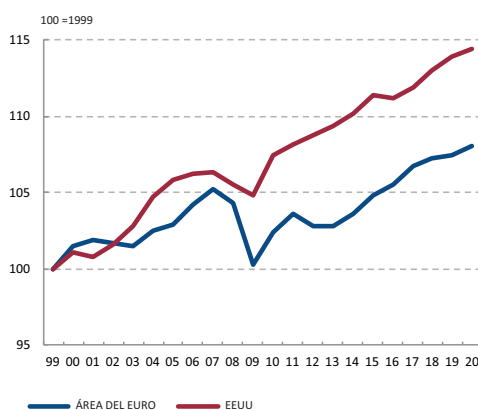
1 CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL



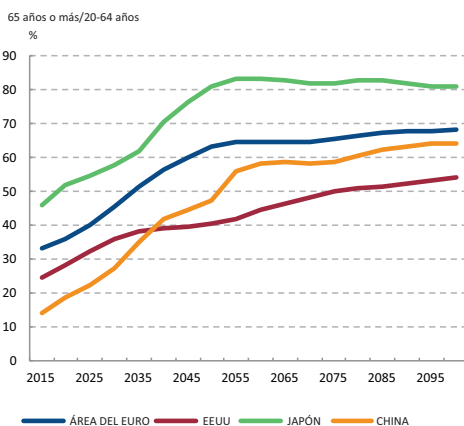
2 DIFERENCIAL DE CRECIMIENTO DEL PIB POTENCIAL EEUU - ÁREA DEL EURO



3 PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES



4 RATIO DE DEPENDENCIA



FUENTES: Comisión Europea, *Perspectivas de la Población Mundial Naciones Unidas (2019)* y Banco de España.

En primer lugar, la transición demográfica está teniendo consecuencias de amplio alcance para el área del euro y para otras economías avanzadas. Sus efectos sobre la población activa y sobre la tasa de dependencia implican no solo un aumento de los compromisos por pensiones y de los costes de la atención sanitaria, sino



también retos importantes en términos de productividad y crecimiento⁹. Como se observa en el gráfico 5.4, Europa tendrá una población mucho más envejecida que Estados Unidos y China.

Otro elemento fundamental es el prolongado descenso del crecimiento de la productividad y, en particular, de la productividad total de los factores (PTF) en muchas economías avanzadas y en el área del euro desde la década de 1990¹⁰. Los principales factores determinantes de esta tendencia están asociados al menor progreso técnico y, en el caso de la eurozona, a la escasa inversión en activos intangibles, a la digitalización y a otros cambios organizativos ligados a estas tecnologías¹¹, a la ineficiente asignación de los recursos entre empresas (Bartlesman *et al.*, 2018), a las barreras regulatorias existentes en el entorno empresarial y a la baja cualificación de la fuerza laboral en algunos países (Consejo Nacional de Productividad de Francia, 2019).

Por último, existe una amplia literatura que documenta la debilidad de la inversión en el área del euro y en otras economías avanzadas desde la crisis financiera¹². En el área del euro, la tasa de inversión permanece por debajo del 5 % del valor añadido neto, mientras que la media entre 1999 y 2008 fue superior al 7 %. Algunos de los motivos pueden estar relacionados con la debilidad cíclica o con el aumento de la incertidumbre, pero otros autores subrayan el papel de los cambios permanentes que se han producido en las propensiones al ahorro y a invertir en los países industriales, que hacen que la economía sea proclive a registrar un estancamiento secular (véase Lukasz y Summers, 2019).

2.5.2. ¿CÓMO ADAPTAMOS EL MARCO DE LAS POLÍTICAS MONETARIA Y FISCAL A ESTA SITUACIÓN?

Como han señalado Blanchard y Summers (2017 y 2019), todos estos factores hacen necesario replantear el pensamiento macroeconómico y reconsiderar el papel que pueden desempeñar las políticas monetaria y fiscal para estabilizar la economía y ofrecer la respuesta adecuada. La arquitectura de la UEM hace que este reto sea aún mayor.

⁹ Véase, entre otros, Aksoy *et al.* (2015) y Börsch-Schupan *et al.* (2019). Estos últimos autores muestran que el proceso de envejecimiento podría reducir el PIB per cápita del área del euro (aproximado por el agregado de sus tres economías más importantes, Francia, Alemania e Italia) un 8,7%, en términos acumulados, entre 2015 y 2030.

¹⁰ Véanse, p. ej., Bergeaud *et al.* (2017) y Díaz del Hoyo *et al.* (2017).

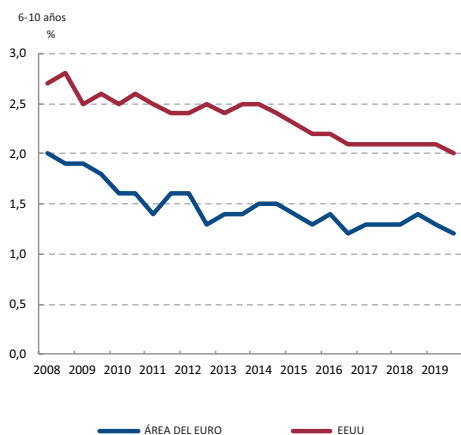
¹¹ Según la encuesta del Banco Europeo de Inversiones, en comparación con Estados Unidos, en la UE hay más empresas que no innovan y menos que se consideren líderes en innovación, que inviertan en I+D y que introduzcan nuevos productos. Para conocer argumentos relacionados, véase también Elding y Morris (2018).

¹² Véanse, entre otros, Dottling *et al.* (2017) y Banco de España (2018b), y las referencias citadas en esos trabajos.

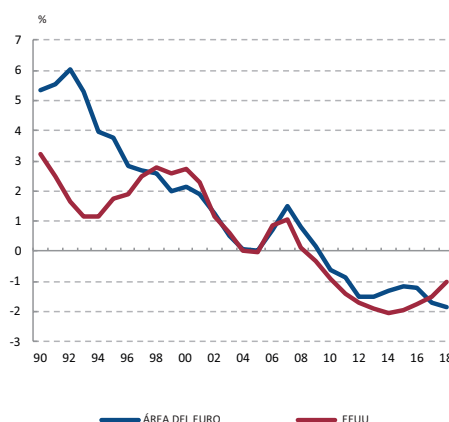
La persistencia de bajos niveles de crecimiento y de inflación durante un largo período se ha traducido en una disminución secular del tipo de interés natural en las economías avanzadas y en el área del euro (véase gráfico 6)¹³. Esto también se ha debido, entre otros factores potenciales, a la menor tasa de crecimiento tendencial de la productividad, a factores demográficos (Fiorentini *et al.* 2018) y a la mayor preferencia por activos seguros (Caballero *et al.*, 2017).

GRAFICO 6. EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO A LARGO PLAZO DEL PIB Y TIPO DE INTERÉS NATURAL

1 CRECIMIENTO ESPERADO DEL PIB A LARGO PLAZO



2 TIPO DE INTERÉS NATURAL



FUENTES: Consensus y Banco de España (Informe Anual 2018).

Las consecuencias de una reducción permanente del tipo de interés natural para el diseño de la política monetaria son significativas (véase, p. ej., Jordà y Taylor, 2019). Si este escenario persiste, el margen para responder con una medida convencional podría ser más limitado que en el pasado, ya que los tipos de interés nominales se situarían en el límite inferior efectivo con más frecuencia y el espacio para reducir los tipos de interés en respuesta a crisis futuras se vería restringido. La primera consecuencia es que la política monetaria tendrá que recurrir más a menudo a medidas no convencionales para lograr su objetivo. Con todo, en la situación actual, caracterizada por una orientación extremadamente expansiva de la política monetaria, el margen de actuación no utilizado podría ser más limitado que en circunstancias normales.

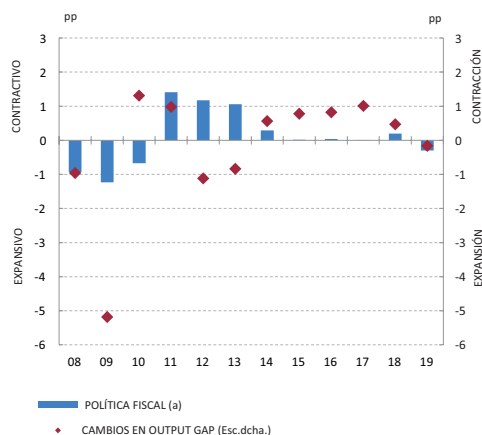
¹³ El tipo de interés natural es el tipo que equilibra el ahorro y la inversión deseados en la economía. Véanse Laubach y Williams (2016), y del Negro *et al.* (2017).

Todo ello ha hecho que algunos bancos centrales, como la Reserva Federal y el Banco de Canadá, consideren posibles alternativas al marco actual de política monetaria, incluidas la estrategia, los instrumentos y la comunicación¹⁴. El BCE ha comunicado que la estrategia se revisará bajo el mandato de la nueva presidenta, aunque el alcance y el calendario concretos todavía no se han completado. En este contexto, hay literatura cada vez más abundante en la que se exploran posibles alternativas [véase Banco de España (2019c)].

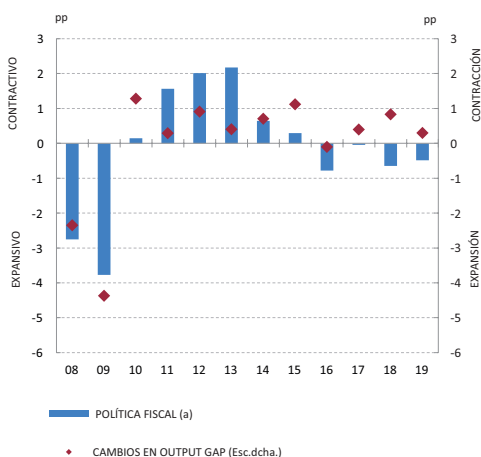
Además de la revisión de los marcos de política monetaria, cada vez hay más autores que defienden que, para que la política monetaria logre alcanzar su objetivo de inflación, es necesario que otras políticas, y en particular la política fiscal, jueguen un papel más activo¹⁵. Este es el caso, en particular, del área del euro. En el gráfico 7.1 se muestra que, tras el ajuste procíclico de la orientación general de la política fiscal durante la crisis de deuda soberana (2011-2013), dicha política ha sido prácticamente neutral a nivel agregado, lo que contrasta con el tono más expansivo seguido en Estados Unidos (véase gráfico 7.2).

GRAFICO 7. TONO DE LA POLÍTICA FISCAL Y OUTPUT GAP

1 ÁREA DEL EURO



2 ESTADOS UNIDOS



a. El tono de la política fiscal se aproxima por la variación del saldo presupuestario ajustado de ciclo.

FUENTES: Comisión Europea y FMI.

¹⁴ Clarida (2019) menciona que la evidencia de un tipo de interés natural más bajo en Estados Unidos ha sido una razón fundamental de la revisión actual de la estrategia de la Reserva Federal.

¹⁵ Véanse, por ejemplo, Blanchard (2019), Sims (2016) y Leeper (2019a).



Se han presentado diversos argumentos a favor de que la política fiscal desempeñe un papel más activo en las circunstancias actuales. En primer lugar, la política fiscal es más eficaz si los tipos de interés oficiales están próximos al límite inferior efectivo y es bastante seguro que los tipos de interés no se incrementarán (véase, p. ej., Arce, Hurtado y Tomas, 2016). En el caso de una unión monetaria, el tamaño de los multiplicadores fiscales (es decir, el impacto positivo sobre el producto de una expansión fiscal determinada) es mayor no solo para el país que aplica las medidas de estímulo fiscal, sino también para el resto de los países que integran dicha unión monetaria.

Una pregunta importante es si los dos marcos de política (fiscal y monetaria) son coherentes entre sí a la hora de tener en cuenta la necesidad de mayor coordinación durante largos períodos de inflación y tipos de interés en niveles muy bajos¹⁶. Existe una literatura creciente que aboga por que las instituciones y los marcos estén diseñados para tener presentes las interacciones entre las políticas monetaria y fiscal¹⁷. El reto para la eurozona es aún mayor, dado que la política monetaria se instrumenta a nivel agregado, mientras que la política fiscal es competencia nacional.

El marco de gobernanza incompleto del área del euro conduce a una falta de mecanismos que garanticen una alineación más adecuada de las políticas monetaria y fiscal incluso en condiciones normales (véase, p. ej., Banco de España, 2017). El marco fiscal de la UE previsto en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento está dotado de las herramientas necesarias para prevenir déficits excesivos, pero carece de un instrumento que incentive la aplicación de una política fiscal más activa en caso de necesidad. El debate sobre la orientación de la política fiscal a escala del área del euro y sobre la combinación adecuada de políticas no formó parte del diseño de la política del área hasta la creación del Consejo Fiscal Europeo en 2014, un órgano de carácter consultivo. En concreto, el marco no contempla ningún mecanismo para presionar a los países que cuentan con margen de maniobra fiscal con el fin de que lo utilicen o para implementar una política fiscal a escala del área del euro.

En este sentido, una capacidad fiscal centralizada a escala del área del euro podría contribuir no solo a amortiguar perturbaciones que afectan a países concretos, sino también a la estabilización macroeconómica si se produce una perturbación económica común y el margen fiscal nacional es limitado. El nuevo instrumento presupuestario de convergencia y competitividad (Eurogrupo, 2019) es un paso en la dirección correcta, pero no es suficiente. En concreto, su función anticíclica de estabilización será bastante limitada.

¹⁶ Como señala Sims (2016), tanto durante los períodos de rápido crecimiento de la inflación como durante períodos prolongados de inflación y de tipos de interés muy bajos es necesario coordinar las políticas monetaria y fiscal. Los bancos centrales que se encuentren en tales condiciones deben explicar las conexiones entre las políticas monetaria y fiscal, y dejar claros los límites a su capacidad para controlar la inflación sin el respaldo fiscal adecuado.

¹⁷ Leeper (2019b) propone rediseñar las reglas fiscales para tener en cuenta la interacción entre las políticas monetaria y fiscal.



Mientras tanto, la medida más eficaz sería probablemente un estímulo impulsado por la inversión a escala del área del euro. A este respecto hay razones de peso para establecer una capacidad de inversión europea común. Ciertamente, la inversión pública cuenta con mayores multiplicadores y efectos de contagio transfronterizos que otros instrumentos fiscales (Alloza *et al.*, 2019). Por ejemplo, en un análisis basado en modelos efectuado por el BCE se llega a la conclusión de que un aumento del 1 % de la inversión durante cinco años en una economía como Alemania podría incrementar en un 2 % el crecimiento del PIB a largo plazo con respecto al escenario central, con un impacto transitorio del 0,6 % sobre la tasa de crecimiento del PIB del resto de los países del área del euro (Jong *et al.*, 2017). En este contexto, ni el Plan de Inversiones para Europa (IPE)¹⁸ que se puso en marcha en 2015 (denominado Plan Juncker) ni su sucesor, el programa InvestEU, han sido plenamente satisfactorios, ya que la mayor parte de los proyectos presentados no cumplen el criterio de ser inversiones que en cualquier caso no se hubieran llevado a cabo por parte del sector privado. En el caso del IPE, según la evaluación del Tribunal de Cuentas europeo, muchos de los proyectos habrían sido emprendidos por el sector privado, con independencia de la implicación del IPE.

Un plan de inversión pública mejor diseñado podría contribuir a reducir la brecha de inversión en áreas fundamentales como las infraestructuras, la investigación y la innovación, y la transformación digital, ámbitos en los que la UE en su conjunto va a la zaga de otras economías avanzadas. Ello contribuiría a acelerar la transformación que requieren algunos sectores industriales. La inversión suele ser una de las categorías de gasto que más sufre en caso de consolidación fiscal. Además, la participación de la inversión pública productiva (infraestructuras, I+D y educación) en el gasto primario total ha disminuido en las economías del área del euro, debido no solo a los procesos de consolidación fiscal (véase Consejo Fiscal Europeo, 2019), sino también a una caída secular resultante de las presiones demográficas sobre otros tipos de gasto (como el destinado a pensiones y sanidad; véase Banco de España, 2019d).

2.5.3. AUMENTAR LA CAPACIDAD DE RESISTENCIA Y MEJORAR EL FUNCIONAMIENTO DE LA UNIÓN MONETARIA

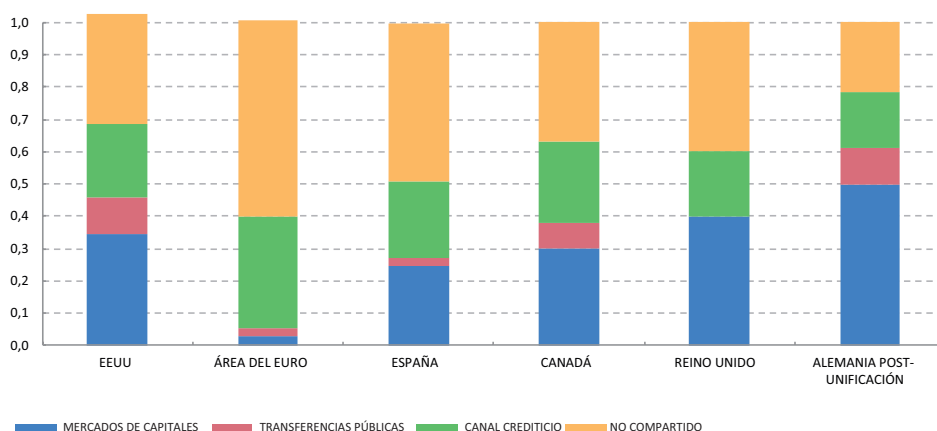
En cualquier caso, para lograr una mejora significativa en el diseño de las políticas de estabilización durante el ciclo habría que reforzar otros aspectos de la

¹⁸ El Plan de Inversiones para Europa estaba integrado por tres pilares: i) primero, el Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas (FEIE), que proporcionaba una garantía de la UE para movilizar inversiones privadas; la Comisión trabaja junto con su socio estratégico, el Grupo del Banco Europeo de Inversiones (BEI); ii) segundo, el Centro Europeo de Asesoramiento para la Inversión y el Portal Europeo de Proyectos de Inversión, que brindaron asesoramiento técnico y dotaron de más visibilidad a las oportunidades de inversión, contribuyendo así a convertir en realidad las propuestas de proyectos de inversión. El Centro Europeo de Asesoramiento fue una iniciativa conjunta con el Grupo BEI; iii) tercero, la mejora del entorno empresarial mediante la eliminación de las barreras regulatorias a la inversión, a escala tanto nacional como de la UE.

arquitectura de la UEM, con el fin de aumentar la capacidad de resistencia ante perturbaciones asimétricas serias. Desde la crisis se han dado pasos importantes para mejorar la capacidad general de gestión de crisis e incrementar la fortaleza del área del euro. El Mecanismo Europeo de Estabilidad (EME) se creó con el objeto de aumentar la capacidad de la eurozona para afrontar problemas de deuda y de liquidez y perturbaciones asimétricas muy graves. Para limitar las dinámicas perversas de realimentación entre riesgo bancario y riesgo soberano y las implicaciones sistémicas de entidades con fuertes vínculos transfronterizos, el Mecanismo Único de Supervisión y el Mecanismo Único de Resolución han contribuido a que se hayan realizado avances significativos en la creación de la Unión Bancaria. Por último, se ha progresado de forma sustancial en la reducción de los riesgos bancarios y de los préstamos dudosos (*non-performing loans*).

Con todo, al mismo tiempo, se ha avanzado poco en algunos aspectos muy relevantes de la reforma de la gobernanza del área del euro. Los avances insuficientes en la integración financiera y la inexistencia de instrumentos fiscales de carácter supranacional hacen que el área del euro sea vulnerable a perturbaciones económicas. Ciertamente, según estimaciones recientes de Cimadomo *et al.* (2019) y Banco de España (2017), solo alrededor del 40 % de las perturbaciones económicas se mitigan a través de los mercados de crédito y de capitales en el área del euro, mientras que, en Estados Unidos, los mercados financieros amortiguan en torno al 60 % de este tipo de perturbaciones. Además, en este último país, las transferencias del presupuesto federal suavizan entre el 10 % y el 15 % del efecto de una perturbación, mientras que, en el área del euro, este canal no existe. En consecuencia, en el área del euro, prácticamente el 60 % de una perturbación en países concretos queda sin suavizar, frente a solo el 30 % en Estados Unidos.

GRAFICO 8. POTENCIA DE LOS CANALES DE COMPARTICIÓN DE RIESGOS



FUENTES: Cimadomo *et al.* (2019).



Por consiguiente, un reto fundamental es cómo integrar los sistemas bancarios y los mercados de capitales para incrementar los canales privados de compartición de riesgos en el área del euro. En los últimos años hemos observado un aumento del crédito interbancario entre los países del área del euro, pero la integración de la banca minorista y la concentración transfronteriza han seguido siendo limitadas. Aunque no hay barreras formales a la entrada de bancos extranjeros, todavía hay diferencias sustanciales en la regulación bancaria, por ejemplo en la legislación sobre insolvencias y sobre liquidación, entre unos países y otros. Pese a la baja rentabilidad y al exceso de capacidad del sector bancario europeo, algunas cajas de ahorro y bancos regionales están protegidos por la normativa nacional y carecen de incentivos para fusionarse o estudiar nuevas oportunidades en otros países (Restoy, 2018).

También es necesario completar la Unión Bancaria. Un verdadero Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (SEGD) es la única forma de equiparar el nivel de confianza de los depositantes en todo el mercado único, lo que contribuiría a disociar la protección de los depositantes de su ubicación y a reducir el vínculo entre riesgo bancario y riesgo soberano. En consecuencia, el SEGD reforzará la estabilidad financiera en Europa y mermará los incentivos para realizar retiradas masivas de depósitos bancarios y la severidad de las crisis financieras. La literatura ha sugerido elementos de diseño alternativos que podrían minimizar las subvenciones cruzadas entre países en caso de producirse una crisis bancaria (Carmasi *et al.*, 2018)¹⁹.

En cuanto a los mercados de capitales, el recurso a la financiación mediante acciones por parte de las empresas europeas sigue siendo la excepción y todavía persiste un sesgo nacional considerable en la eurozona en comparación con Estados Unidos (Gonçalves-Raposo y Lehmann, 2019). Es esencial realizar avances en la Unión de los Mercados de Capitales (UMC), pero por ahora han sido demasiado lentos. La mayoría de las empresas y de las familias continúan dependiendo en gran medida de la financiación facilitada por sus sistemas bancarios nacionales. La falta de fuentes de financiación alternativas puede estar dificultando especialmente determinadas inversiones, como las destinadas a activos intangibles o a otras inversiones más innovadoras, y obstaculizando la creación de *start-ups* exitosas que generalmente recurren al capital riesgo (*venture capital*) en las primeras fases de su existencia.

La Directiva de la UE para reformar los regímenes de insolvencia europeos es un importante paso para reducir la fragmentación. No obstante, algunos autores abogan por la adopción de medidas más ambiciosas, como el establecimiento de un sistema europeo de tribunales especializados en quiebras, que ya existen en Estados Unidos. Una supervisión europea de los mercados de capitales única o unificada, la revisión del sesgo a la financiación con deuda existente en la mayor parte de los sistemas tributarios y la armonización de la regulación en áreas como la legislación sobre insolvencia, podrían contribuir a alcanzar este objetivo.

¹⁹ En Estados Unidos, la FDIC permite que bancos de estados diferentes se aseguren mutuamente de quiebras, respaldados por una línea de crédito del Tesoro estadounidense.



En cualquier caso, los mecanismos de mercado para la compartición de riesgos no son suficientes para afrontar perturbaciones graves. A este respecto, Fahri y Werning (2012) muestran que incluso si los mercados de capitales estuvieran totalmente integrados, un sistema que únicamente se apoye en mecanismos privados no sería óptimo porque los agentes no internalizan las ventajas de la estabilidad macroeconómica. Además, la evidencia empírica demuestra que la mutualización de riesgos a través de canales privados suele disminuir en épocas de crisis (Banco de España, 2017; Gordo y Kataryniuk, 2019), por lo que el seguro privado debe complementarse con canales públicos de compartición de riesgos. En este contexto, un mecanismo de seguro fiscal de carácter supranacional conduciría a una UEM con mayor capacidad de resistencia.

Por último, la culminación del Mercado Único también puede generar beneficios significativos para la UE. Según las estimaciones de In't Veld (2019), por ahora, la reducción de las barreras arancelarias y no arancelarias al comercio de bienes y servicios ha tenido un impacto macroeconómico de casi 9 pp del PIB para el promedio de la UE. Sin embargo, las barreras no arancelarias, como las diferencias en los regímenes regulatorios o en las normas sobre productos, siguen constituyendo un importante obstáculo para el comercio²⁰. Completar el Mercado Único, en especial en áreas como la economía digital y los servicios financieros, podría reportar sustanciales ganancias (Aussilloux *et al.*, 2011 y 2017).

2.5.4. OTRAS POLÍTICAS CON ORIENTACIÓN DE LARGO PLAZO

Por lo que respecta a la política comercial, la UE ha demostrado tener flexibilidad para adaptarse a nuevos retos, tanto a nivel multilateral (con la propuesta de reforma de la OMC) como regional [con el Acuerdo Económico y Comercial Global con Canadá (CETA), Japón, acuerdos comerciales con MERCOSUR, entre otros]. Sin embargo, son necesarios mayores esfuerzos para alcanzar nuevos acuerdos comerciales y de inversión con otros socios comerciales importantes (China e India, por ejemplo), así como asegurar la igualdad de condiciones y mayor transparencia en las negociaciones sobre comercio.

En cuanto al cambio climático, en comparación con otras economías avanzadas, los países de la UE están a la vanguardia en políticas de mitigación de sus efectos. Con todo, debemos ser más ambiciosos si pretendemos cumplir los compromisos adquiridos en el Acuerdo de París de 2015 de reducir las emisiones de gases de efecto invernadero al menos un 40 % entre 1990 y 2030 y de limitar el aumento de la temperatura mundial a mucho menos de 2° C por encima de los niveles preindustriales.

²⁰ Aussilloux *et al.* (2017) estiman que las barreras no arancelarias subsistentes, en particular en los servicios, reducen el comercio entre países de la UE a un nivel unas cuatro veces por debajo de la intensidad comercial entre los estados de Estados Unidos, teniendo en cuenta la influencia del idioma y de otros factores como la distancia y la población.



Las reformas necesarias en este ámbito exigen coordinación y análisis sólidos a fin de compensar a los grupos vulnerables por tener que ajustarse a unos precios de la energía más elevados y mitigar el impacto sobre las empresas con una estructura de costes intensiva en energía que compiten en los mercados globales.

Sin pretender ser exhaustivo, entre otras áreas que merecen mayor prioridad se incluyen: mayor integración de las políticas de I+D e innovación en la UE; promoción de políticas activas del mercado de trabajo; resolución del problema de la elevada cuña fiscal sobre las rentas del trabajo existente en algunos países, y flexibilización de la normativa que restringe los servicios profesionales, el comercio minorista y las industrias de red.

2.6. CONCLUSIONES

La crisis financiera global y la crisis de deuda soberana que afectó específicamente al área del euro contribuyeron a dar un salto importante en la culminación de la UEM. Las enseñanzas extraídas de la doble recesión, todavía reciente, están demasiado presentes y sus cicatrices son demasiado profundas como para olvidar que aún queda mucho por hacer, y la actual situación de desaceleración global sincronizada es un llamamiento a la acción.

Al pensar en el «estado de la economía de la Unión», las autoridades europeas deben adoptar una perspectiva amplia e implementar políticas dirigidas a contrarrestar los posibles efectos adversos sobre el crecimiento de las tendencias de carácter estructural discutidas en el texto, para evitar el riesgo de que la economía europea caiga en una situación de «estancamiento secular», con bajo crecimiento y reducción del bienestar, como se ha analizado en este capítulo. Pensar en grande exige no solo completar y hacer efectivas el conjunto de políticas de estabilización a corto plazo disponibles a escala de la UEM, sino sobre todo afrontar los retos que plantean los desarrollos tecnológicos, medioambientales y demográficos globales.

REFERENCIAS

- AHIR H., N. BLOOM y D. FURCERI (2019). «The world uncertainty index», Stanford Institute for Economic and Social Research, Working Paper 19-027.
- AKSOY Y., H. BASSO, R. P. SMITH y T. GRASL (2019). «Demographic Structure and Macroeconomic Trends», *American Economic Journal: Macroeconomics*, American Economic Association, vol. 11(1), p. 193-222.
- ALLOZA M., P. BURRIEL y J.J. PÉREZ (2019). «Fiscal policies in the euro area: revisiting the size of spillovers», *Journal of Macroeconomics*, p. 103-132.
- ALTAVILLA C., L. BURLON, M. GIANETTI y S. HOLTON (2019). «Is There a Zero Lower Bound? The Effects of Negative Policy Rates on Banks and Firms», trabajo



- presentado en la conferencia del BCE Monetary Policy: Bridging Science and Practice, October.
- ANDREEVA D. y M. GARCÍA-POSADA (2019). «The Impact of the ECB's Targeted Long-Term Refinancing Operations on Banks' Lending Policies: The Role of Competition», Banco de España, Documento de Trabajo 1903.
- ARCE O., R. GIMENO y S. MAYORDOMO (2018). «Los efectos del programa de compra de bonos corporativos del Eurosistema sobre las empresas españolas», Banco de España, Boletín Económico, artículo 1/2018.
- ARCE O., S. HURTADO y C. THOMAS (2016). «Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union», *International Journal of Central Banking*, vol. 12(3), p. 219-277.
- ARCE O., M. GARCIA-POSADA, S. MAYORDOMO y S. ONGENA (2018). «Adapting lending policies when negative interest rates hit banks' profits», Banco de España Documento de Trabajo 1832.
- AUSSILLOUX V., A. BENASSY-QUERE, C. FUEST y G.B. WOLFF (2017). «Making the best of the European single market», Bruegel policy contribution, 3.
- AUSSILLOUX V., C. EMLINGER y L. FONTAGNE (2011). «What benefits from completing the Single Market?», *La lettre du CEPII* 316.
- BANCO DE ESPAÑA (2016). «El efecto de las políticas monetarias del BCE en el período reciente», capítulo 3, Informe Anual 2015.
- BANCO DE ESPAÑA (2017). «La política fiscal en la UEM», capítulo 4, Informe Anual 2016.
- BANCO DE ESPAÑA (2018b). «El dinamismo de la inversión en la recuperación: determinantes y retos», capítulo 3, Informe Anual 2017.
- BANCO DE ESPAÑA (2019a). «El aumento del proteccionismo entre Estados Unidos y China y sus repercusiones sobre la economía mundial», Recuadro 2, Boletín Económico, septiembre.
- BANCO DE ESPAÑA (2019b). «Los determinantes de la baja inflación en la UEM y en España», capítulo 2, Informe Anual 2018.
- BANCO DE ESPAÑA (2019c). «El diseño de la política monetaria en el medio y en el largo plazo», capítulo 3, Informe Anual 2018.
- BANCO DE ESPAÑA (2019d). «Consecuencias económicas de los cambios demográficos», capítulo 4, Informe Anual 2018.
- BARTELSMAN E. J., P. LÓPEZ-GARCÍA y G. PRESIDENTE. (2018). «Cyclical and structural variation in resource allocation: evidence for Europe», *European Central Bank Working Paper* 2210.
- BERGEAUD A., G. CETTE y R. LECAT (2017). «Total factor productivity in advanced countries: A long-term perspective», *International Productivity Monitor*, Centre for the Study of Living Standards, vol. 32, p. 6-24.
- BING, X., D. SANTABÁRBARA y M. ROTH (2019), «Impacto global de una desaceleración en China», Banco de España, Boletín Económico, Artículos Analíticos.
- BLANCHARD O. (2019). «Public Debt and Low Interest Rates», *American Economic*



- Review, American Economic Association, vol. 109(4), p. 1197-1229.
- BLANCHARD O., y L. SUMMERS (2017). Rethinking stabilization policy: evolution or revolution, National Bureau of Economic Research Working Paper 24179.
- BLANCHARD O., y L. SUMMERS (2019). Evolution or Revolution: Rethinking Macroeconomics after the Great Recession. MIT Press, 2019.
- BORN B., G.J. MÜLLER, M. SCHULARICK y P. SEDLÁČEK (2019). «The Costs of Economic Nationalism: Evidence from the Brexit Experiment». The Economic Journal. 129(10), p. 2722-2744.
- BÖRSCH-SUPAN A., D.N. LEITE y J. RAUSCH (2019). «Demographic changes, migration and economic growth in the euro area». Ponencia presentada en el ECB forum on Central Banking, Sintra.
- BOTELHO V. y A. DIAS DA SILVA (2019), «How does the current employment expansion in the euro area compare with historical patterns?», Boletín Económico, Banco Central Europeo número 6/2019.
- CABALLERO R., E. FHARI y P. GOURINCHAS (2017). «The safe assets shortage conundrum», Journal of Economic Perspectives 31(3), p. 29-46.
- CARMASSI J., S. DOBKOWITZ, J. EVRARD, L. PARISI, A. SILVA y M. WEDOW (2018). «Completing the Banking Union with a European Deposit Insurance Scheme: Who is Afraid of Cross-Subsidisation?», European Central Bank Occasional Paper Series 208.
- CIMADOMO J., E. GORDO, A. PALAZZO y P. SABALOT. «Reassessing risk sharing channels in the euro area and in the US». ECB Working Paper, de próxima publicación.
- CLARIDA R. (2019). «The Federal Reserve's Review of Its Monetary Policy Strategy, Tools, And Communication Practices», at A Hot Economy: Sustainability and Trade-Offs. Federal Reserve Bank of San Francisco, San Francisco, California.
- CONSEJO FISCAL EUROPEO. (2019). Informe Anual.
- Consejo Nacional de Productividad de Francia (2019). «Productivity and competitiveness: where does France stand in the euro zone?», National Productivity Board, First Report.
- DEL NEGRO M., D. GIANNONE, M.P. GIANNONI y A. TAMBALOTTI (2017). «Safety, liquidity, and the natural rate of interest», Brookings Papers on Economic Activity, 2017(1), p. 235-316.
- DÍAZ DEL HOYO J. L., E. DORRUCCI, F.F. HEINZ y S. MUZIKAROVA (2017). «Real convergence in the euro area: a long-term perspective». ECB Occasional Paper, (203).
- DÖTTLING R., G. GUTIÉRREZ GALLARDO y T. PHILIPPON (2017). «Is there an investment gap in advanced economies? If so, why?», disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3002796> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3002796>
- EGGERTSSON G. B., N. R. MEHROTRA y J. A. ROBBINS (2017). «A model of secular stagnation: Theory and quantitative evaluation», American Economic Journal: Macroeconomics 11(1), p. 1-48.
- ELDING C., y R. MORRIS (2018). «Digitalisation and its impact on the economy: insights from a survey of large companies», Boletín Económico, BCE, número 7/2018.



- Eurogrupo. (2019). Term sheet on the Budgetary Instrument for Convergence and Competitiveness. Comunicado de prensa, 14 de junio.
- FARHI E., e I. WERNING (2017). «Fiscal Unions», *American Economic Review* 107 (12), p. 3788-3834.
- FIorentini G., A. Galesi, G. PÉREZ-QUIRÓS y E. SENTANA. (2018). «The rise and fall of the natural interest rate», Banco de España, Documento de Trabajo 1822.
- GONCALVES-RAPOSO I. y A. LEHMANN (2019). «Equity finance and capital market integration in Europe», Bruegel Policy Contribution 3.
- GORDO E. e I. KATARYNIUK (2019). «Towards a more resilient euro area», *Economics and Business Letters* 8 (2), 106-114
- HANDLEY K. y N. LIMAO (2017). «Policy uncertainty, trade and welfare: theory and evidence for China and the United States», *American Economic Review* 107 (9), 2731-83.
- HEIDER F., F. SAIDI y G. SCHEPENS (2019). «Life below zero: Bank lending under negative policy rates», *The Review of Financial Studies*, vol. 32, no 10, p. 3728-3761.
- HOOOPER, P., F. MISHKIN y A. SUFI (2019), «Prospects for inflation in a high pressure economy: is the Phillips curve dead or is it just hibernating», US Monetary policy forum, Federal Reserve Bank of New York.
- IN'T VELD J. (2019). «The economic benefits of the EU single market in goods and services», *Journal of Policy Modeling* 41, 803-818.
- JONG J., M. FERDINANDUSSE, J. FUNDA e I. VETLOV (2017). «The effect of public investment in Europe: a model based assessment», ECB Working Paper 2021.
- JORDÀ O., y A. TAYLOR (2019). «Riders on the Storm», Federal Reserve of San Francisco Working Paper series 20.
- LAUBACH, T. y J.C. WILLIAMS (2016). «Measuring the natural rate of interest redux», *Business Economics*, vol. 51, no 2, p. 57-67.
- LEEPER E. (2019a). «Fiscal Backing for Monetary Policy: What If It Ain't There?», ponencia presentada en la conferencia del Banco Central Europeo *Monetary Policy: Bridging Science and Practice*.
- LEEPER E. (2019b). «Sweden's fiscal framework and monetary policy», ponencia presentada en la conferencia del Banco Central Europeo *Monetary Policy: Bridging Science and Practice*.
- LUKASZ R., y L. SUMMERS (2019), «On secular stagnation in the industrialized world», NBER Working Paper 26198.
- MORETTI L., L. ONORANTE y S.Z. SABER (2019). «Phillips curves in the euro area», European Central Bank Working Paper 2295.
- PARRAGA S., P. DEL RÍO y J.L. VEGA (2019). «The Federal Reserve review of its monetary policy framework», Banco de España, Boletín Económico 4.
- RESTOY F. (2018). The European Banking Union: what are the missing pieces? Conference at the International Center for Monetary and Banking Studies, Génova.
- ROSTAGNO M., C. ALTAVILLA, G. CARBONI, W. LAMKE, R. MOTTO, A. SAINT-



- GUILHEM y J. YANGOU (2019). «A Tale of two Decades: The ECB's Monetary Policy at 20», de próxima publicación.
- SIMS C.A. (2016). Luncheon address: Fiscal policy, monetary policy and central bank independence, in designing resilient monetary policy frameworks for the future. Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Conference proceedings 313-325.
- VEGA, J. L. (coord.) (2019), «Brexit: balance de situación y perspectivas», Banco de España Documento Ocasional, 1905.