

LA REFORMA DEL MARCO DE  
GOBERNANZA DE LA POLÍTICA FISCAL  
DE LA UNIÓN EUROPEA EN UN NUEVO  
ENTORNO MACROECONÓMICO

2021

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema

Documentos Ocasionales  
N.º 2121

Mario Alloza, Javier Andrés, Pablo Burriel,  
Iván Kataryniuk, Javier J. Pérez y Juan Luis Vega

**LA REFORMA DEL MARCO DE GOBERNANZA DE LA POLÍTICA FISCAL DE LA UNIÓN EUROPEA  
EN UN NUEVO ENTORNO MACROECONÓMICO**

# **LA REFORMA DEL MARCO DE GOBERNANZA DE LA POLÍTICA FISCAL DE LA UNIÓN EUROPEA EN UN NUEVO ENTORNO MACROECONÓMICO (\*)**

**Mario Alloza**

BANCO DE ESPAÑA

**Javier Andrés**

UNIVERSIDAD DE VALENCIA

**Pablo Burriel**

BANCO DE ESPAÑA

**Iván Kataryniuk**

BANCO DE ESPAÑA

**Javier J. Pérez**

BANCO DE ESPAÑA

**Juan Luis Vega**

BANCO DE ESPAÑA

(\*) Agradecemos los comentarios de Óscar Arce, Pilar L'Hotellerie, Paloma Marín, Enrique Moral y Javier Vallés.  
Contacto: javierperez@bde.es.

La serie de Documentos Ocasionales tiene como objetivo la difusión de trabajos realizados en el Banco de España, en el ámbito de sus competencias, que se consideran de interés general.

Las opiniones y análisis que aparecen en la serie de Documentos Ocasionales son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con los del Banco de España o los del Eurosistema.

El Banco de España difunde sus informes más importantes y la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección <http://www.bde.es>.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© BANCO DE ESPAÑA, Madrid, 2021

ISSN: 1696-2230 (edición electrónica)

## Resumen

Las principales propuestas de reforma del marco de política fiscal de la Unión Europea inciden en tres bloques de cuestiones: i) simplificación de las reglas, para dotarlas de mayor transparencia y flexibilidad; ii) incorporación de nuevos instrumentos supranacionales de compartición de riesgos en la Unión Económica y Monetaria, en particular para facilitar la absorción de perturbaciones de elevada intensidad, y iii) los elementos fiscales deben venir acompañados de reformas nacionales (reformas estructurales) y supranacionales (por ejemplo, avanzar en la unión del mercado de capitales). El encaje de estas propuestas en el entorno macroeconómico actual resulta complejo, independientemente del cálculo de su factibilidad política. Este entorno es muy diferente al vigente en los años noventa del siglo pasado: se están evidenciando o consolidando tendencias estructurales como la digitalización, la globalización, la transición climática o el envejecimiento poblacional, que afectan a los tipos de interés naturales y al crecimiento potencial. Asimismo, tras la era de la «gran moderación», se ha pasado a un período de perturbaciones globales de elevada intensidad. En el presente documento argumentamos que este contexto reclama un cambio de paradigma en el diseño del marco de política fiscal, frente a la aproximación de reforma incremental que se ha seguido en las últimas décadas. Este tendría que incorporar una gobernanza mejorada de las reglas fiscales, que deberían ser más simples, operativas y creíbles que las actuales, pero ir más allá, e incorporar elementos supranacionales de compartición de riesgos que permitan un funcionamiento adecuado del *policy-mix* entre las políticas monetaria y fiscal, con una visión conjunta del área del euro. Proporcionamos elementos cuantitativos para ilustrar varios retos que condicionan, en la situación actual, cualquier proceso de reforma: i) las anclas de deuda de medio plazo deben ajustarse a las expectativas de medio y largo plazo acerca de los tipos de interés y el crecimiento potencial; ii) las economías pueden seguir viéndose sujetas a perturbaciones muy intensas, lo que conlleva la necesidad de recuperar los márgenes de maniobra de la política fiscal en el medio plazo, y iii) resulta necesario desarrollar mecanismos realistas de absorción de los desequilibrios fiscales existentes.

**Palabras clave:** política fiscal, gobernanza fiscal, reglas fiscales, deuda pública, déficit fiscal, tipos de interés.

**Códigos JEL:** E62, E63, H60, H61, H62, H63.

## Abstract

The main proposals for the reform of the European Union's fiscal policy framework affect three blocks of issues: (i) simplifying the rules to make them more transparent and flexible; (ii) incorporating new supranational risk-sharing instruments into the Economic and Monetary Union, in particular to facilitate the absorption of severe shocks; and (iii) the fiscal aspects necessarily being accompanied by reforms at the national (structural reforms) and supranational (e.g. pressing forward with the capital markets union) levels. Irrespective of their political feasibility, these proposals do not easily fit the current macroeconomic environment, which is far removed from that of the 1990s: structural trends, such as digitalisation, globalisation, the climate transition and population ageing, affecting the natural rates of interest and potential growth are emerging or taking hold. Also, after the Great Moderation, we have entered a period of severe global shocks. In this paper we argue that this setting calls for a paradigm shift in how the fiscal policy framework is designed, as opposed to the incremental reform approach of recent decades. This should include improved governance of fiscal rules, which should be simpler, more functional and more credible than the current ones, but it should also go a step further and incorporate supranational risk-sharing components enabling the smooth operation of the monetary and fiscal policy mix, from a wider euro area perspective. We provide quantitative elements to illustrate several challenges with a bearing on any reform process in the current setting: (i) medium-term debt anchors should be adapted to the medium and long-term interest rate and potential growth expectations; (ii) economies may remain subject to very severe shocks, meaning that fiscal space must be recovered in the medium term; and (iii) realistic mechanisms for absorbing existing fiscal imbalances must be implemented.

**Keywords:** fiscal policy, fiscal governance, fiscal rules, public debt, public deficit, interest rates.

**JEL classification:** E62, E63, H60, H61, H62, H63

## Índice

**Resumen** 5

**Abstract** 6

**1 Los principales elementos del debate actual** 8

**2 El marco original de gobernanza y sus lagunas** 13

2.1 Racionalidad 13

2.2 Lagunas 14

**3 Los sucesivos ajustes del marco original de gobernanza** 16

**4 Elementos condicionantes del nuevo proceso de reforma** 19

4.1 ¿Qué nivel (ancla) de deuda de medio plazo es adecuado? 19

4.2 Ampliar los canales de compartición de riesgos en la unión monetaria 24

4.3 Un marco adecuado de interacción de las políticas fiscal y monetaria 26

4.4 Reglas, transparencia, control y estándares 28

**5 Conclusiones** 30

**Recuadro 1 Reglas, discreción e instituciones** 31

**Recuadro 2 El Mecanismo Europeo de Estabilidad** 33

**Bibliografía** 35

**Anejo 1 La aritmética de la sostenibilidad de la deuda** 38

## 1 Los principales elementos del debate actual

**Existe un amplio consenso sobre la necesidad de reformar el marco de gobernanza de la política fiscal en la Unión Europea (UE)**<sup>1</sup>. Si bien la evidencia disponible reconoce los beneficios de contar con un marco de reglas fiscales nacionales de referencia en la unión monetaria como el que proporciona el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) (véase recuadro 1)<sup>2</sup>, el consenso sobre la necesidad de reforma se basa en la percepción compartida de que el sistema actual no ha sido capaz de conseguir sus dos objetivos fundamentales: i) introducir un comportamiento contracíclico generalizado de las políticas fiscales, que hubiera permitido generar márgenes de maniobra en las expansiones para usar en las recesiones, en particular en crisis de gran calado como la crisis financiera global y la crisis sanitaria reciente<sup>3</sup>, y ii) proporcionar un tono de la política fiscal coherente con las necesidades macroeconómicas del área del euro en su conjunto.

**La Comisión Europea lanzó en febrero de 2020 una consulta pública**<sup>4</sup> **con el objetivo de poner en marcha un proceso de reforma del marco fiscal.** El debate sobre la necesidad de reforma no es nuevo, y ha venido acompañando las discusiones sobre el funcionamiento y la aplicación del PEC y los avances hacia una mayor integración en la Unión Económica y Monetaria (UEM) en las dos últimas décadas<sup>5</sup>. En este período se han producido múltiples cambios legislativos, empezando por 2005, año en el que se introdujeron los primeros refinamientos sobre el marco del PEC, con una intensificación significativa en el contexto de la superación de la crisis soberana del área del euro, destacando, entre otros, la aprobación del *Six-Pack* y del *Two-Pack*. En paralelo, además, las sucesivas reformas reconocían que la necesidad de ajuste no era solo en el frente de la política presupuestaria, y se introdujeron importantes avances en la mayor integración de los mercados de capitales en la UEM/UE y en la unión bancaria.

**En el contexto de la crisis sanitaria, se ha activado la cláusula general de salvaguardia del PEC, y no hay una fecha fija de vuelta a la normalidad.** La cláusula permite a los Estados miembros (EEMM) adoptar medidas presupuestarias para hacer frente adecuadamente a perturbaciones extraordinarias, dentro de los procedimientos preventivo

1 Véanse, entre otros, Andrieu *et al.* (2015), Hernández de Cos y Pérez (2015), Beetsma *et al.* (2018), Banco de España (2017), Bénassy-Quéré *et al.* (2018), Eyraud *et al.* (2018), Rodríguez y Cuerpo (2019), Gaspar (2020), Thygesen *et al.* (2021), Comisión Europea (2020a), Consejo Fiscal Europeo (2020), Martin, Pisani-Ferry y Ragot (2021), Martínez Mongay *et al.* (2021), y la secuencia de comentarios en la página de VoxEU sobre [EU Economic Policy and Architecture after Covid](#), moderada por J. Pisani-Ferry y J. Zettelmeyer.

2 Para una discusión metodológica sobre los beneficios y propiedades deseables de los marcos de reglas fiscales, con una perspectiva general, véase Kopits (2001).

3 Galí y Perotti (2003) muestran que tras los primeros años de vigencia del PEC la política fiscal discrecional de los países firmantes fue más contracíclica que en décadas precedentes. No obstante, Larch *et al.* (2021) señalan que la política fiscal ha sido procíclica en la UE (y en un conjunto más amplio de países avanzados) en las últimas décadas. De acuerdo con este estudio, el cumplimiento de las reglas fiscales hace la política fiscal más contracíclica.

4 Véase Comisión Europea (2020b).

5 Véase, para una revisión del debate más temprano, Brunilla, Buti y Franco (2001). González-Páramo (2005) proporciona una visión completa de las discusiones conceptuales iniciales en torno al marco de reglas fiscales y la interacción con la política monetaria.

y correctivo del PEC<sup>6</sup>. En lo que respecta al procedimiento preventivo, el Reglamento (CE) 1466/97 establece que «en períodos de crisis económica grave [...], se podrá permitir a los EEMM que se aparten temporalmente de la trayectoria de ajuste hacia el objetivo presupuestario a medio plazo [...], siempre que dicha desviación no ponga en peligro la sostenibilidad presupuestaria a medio plazo». En cuanto al componente correctivo del PEC, dicho reglamento establece que, en caso de crisis económica grave, el Consejo puede decidir, previa recomendación de la CE, la adopción de una trayectoria presupuestaria revisada. De acuerdo con la CE, la decisión de desactivar la cláusula debería adoptarse basándose en una evaluación global de la situación de la economía según criterios cuantitativos, siendo el criterio clave el nivel de actividad económica en la UE comparado con los niveles anteriores a la crisis. Así, de acuerdo con las previsiones económicas de la CE de primavera de 2021, la cláusula seguirá aplicándose en 2022 y se espera que se desactive a partir de 2023<sup>7</sup>.

**El debate sobre la reforma del marco de gobernanza de la política fiscal en la UE está siendo muy intenso, con un aluvión de contribuciones de distinta naturaleza, que se pueden agrupar en tres bloques.** En primer lugar, se propone una simplificación de las reglas fiscales y un reforzamiento de su gobernanza. En segundo lugar, se resalta la necesidad de añadir nuevos elementos supranacionales de política fiscal, que contribuyan a la estabilización macroeconómica del área del euro. Finalmente, se apunta la necesidad de que las reformas en el componente fiscal se enmarquen en (y contribuyan a) un proceso más ambicioso de reformas necesarias para completar una unión monetaria que funcione de manera óptima.

**En cuanto al primer bloque, la simplificación de las reglas tendría como objetivo dotarlas de mayor transparencia y flexibilidad.** Una propuesta ampliamente compartida consistiría en centrarse en una parte del marco actual, la relacionada con la definición de un objetivo de deuda a medio plazo, que sirve de ancla para la conducción de la política fiscal, y seleccionar un solo instrumento operativo de entre los actuales, el vinculado a la regla de gasto público, que garantizaría el papel contracíclico de aquella. La regla podría excluir determinados elementos, como la carga de intereses de la deuda pública, así como determinadas inversiones, y dispondría de una cláusula de escape para circunstancias excepcionales. Esta arquitectura debería venir acompañada de una gobernanza reforzada que garantizase su cumplimiento, con un papel más destacado de los actores multilaterales (Consejo Fiscal Europeo —EFB, por sus siglas en inglés—, CE, Eurogrupo) en su supervisión y coordinación, así como de los consejos fiscales independientes nacionales<sup>8</sup>. La definición precisa de todos estos elementos, que son muy complejos, podría llevar posiblemente a un marco más sencillo que el actual, si se diseñan adecuadamente. No obstante, la definición de las reglas de gasto o *expenditure benchmark* en la literatura económica no está exenta de controversias<sup>9</sup>.

6 Según el [comunicado](#) de la CE al Consejo en el que se propone su activación, «la cláusula general de salvaguardia no suspende los procedimientos del PEC. Permitirá a la Comisión y al Consejo tomar las medidas necesarias de coordinación de las políticas en el marco del Pacto, pero al margen de las obligaciones presupuestarias que, normalmente, resultarían de aplicación».

7 Véase, entre otros, la [presentación por parte de la CE del Paquete de primavera del Semestre Europeo](#) el 2 de junio de 2021.

8 Véase Martin, Pisani-Ferry y Ragot (2021).

9 Véase Marinheiro (2021).

**Con respecto al segundo bloque, los instrumentos supranacionales permitirían la compartición de riesgos ante perturbaciones asimétricas y simétricas, de diferente intensidad, sufridas por las economías de la UEM, en particular para facilitar la absorción de perturbaciones de elevada intensidad.** Los instrumentos de «centralización» de la política fiscal podrían ser automáticos, como un seguro de desempleo común (reaseguro sobre los nacionales) o un instrumento estabilizador más general contingente en la situación cíclica (*output gap*)<sup>10</sup>. También podrían adoptar el formato de acuerdos *ad hoc* y temporales, financiados con deuda común, que serían esperables ante perturbaciones severas, como las medidas adoptadas en el contexto de la crisis sanitaria del COVID-19, donde destacan el paquete NGEU, los préstamos del fondo de ayudas al desempleo (SURE) o las líneas de liquidez del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) destinadas a cubrir costes sanitarios, directos o indirectos, ligados a la crisis del coronavirus. Este tipo de instrumentos reduce la probabilidad de que los países miembros sufran episodios de estrés soberano y, por tanto, la eventual necesidad de recurrir a la red de rescate existente, en el marco del MEDE (véase recuadro 2). No obstante, se resalta que la compartición de riesgos, financiados con deuda común o con una mayor capacidad impositiva a escala europea, debe venir acompañada de un sistema de incentivos que evite la aparición de externalidades negativas entre países y fenómenos de riesgo moral, lo que adquiere importancia crucial en una unión monetaria. Los incentivos podrían anclarse en una cláusula de «no rescate», que ya existe en la legislación actual (artículo 125 del Tratado).

**Finalmente, el tercer bloque de argumentos incide en que para completar la unión monetaria no basta con los elementos fiscales de compartición de riesgos, y en que resultarían necesarias actuaciones adicionales, tanto nacionales como supranacionales.** En este sentido, hay que reforzar las agendas de reformas estructurales nacionales, dotándolas de mayor ambición, para que favorezcan la convergencia económica y sienten las bases para una compartición de riesgos más amplia, avanzar en la integración de los mercados de capitales en la UE/UEM (los canales privados son una herramienta fundamental de compartición de riesgos en uniones monetarias<sup>11</sup>), así como completar la última fase de la unión bancaria, que debería cerrar elementos relevantes, como la definición de un seguro de depósitos común.

**El encaje de estas propuestas en el entorno macroeconómico actual resulta complejo, independientemente del cálculo de su factibilidad política.** El entorno en el que se inserta la necesaria reforma es muy diferente al vigente en la década de 1990, cuando se pusieron en marcha las piezas básicas del modelo actual de coordinación de las políticas fiscales en la unión monetaria. En las últimas décadas se están evidenciando o consolidando tendencias estructurales de gran calado, como la digitalización, la globalización, el cambio climático y el envejecimiento poblacional, que en gran medida condicionan un entorno de tipos de interés naturales más reducidos, así como las tasas de crecimiento potencial del producto, al menos en las economías avanzadas. Asimismo, tras

<sup>10</sup> Véase Banco de España (2017).

<sup>11</sup> Véanse Banco de España (2017), Gordo y Kataryniuk (2019) o Burriel *et al.* (2020).

la era de la «gran moderación», la economía europea, y mundial, se ha encontrado sujeta en los quince últimos años a perturbaciones globales de enorme intensidad. Estas tendencias, además, están poniendo a prueba la resistencia de las redes tradicionales de seguridad pública, articuladas en la UE en torno a estados de bienestar de amplio espectro<sup>12</sup>, cuyo soporte ha llevado a la acumulación de niveles cada vez más elevados de endeudamiento público en las últimas décadas, con máximos históricos en la actualidad, y al aumento de las cargas impositivas sobre hogares y empresas (véase gráfico 1).

**Este contexto reclama un cambio de paradigma en el diseño del nuevo marco de gobernanza, frente a la aproximación incremental que se ha seguido en las últimas décadas.** En línea con la discusión anterior, el nuevo marco tendría que incorporar una gobernanza mejorada de las reglas fiscales, que deberían ser más simples, operativas y creíbles que las actuales, pero ir más allá de esto, e incorporar elementos supranacionales fiscales de compartición de riesgos que permitieran un funcionamiento adecuado del *policy-mix* entre las políticas monetaria y fiscal, con una visión conjunta del área del euro. Asimismo, las anclas de medio plazo deben ajustarse al entorno de tipos de interés y crecimiento potencial vigente en cada momento, reconocer que las economías se pueden seguir viendo sujetas a perturbaciones muy intensas, como las registradas en la última década, y al mismo tiempo desarrollar mecanismos realistas de absorción de los desequilibrios fiscales existentes. Esto último, no obstante, debe considerar la necesidad de recuperar los márgenes de maniobra de la política fiscal en el medio plazo, lo que lleva aparejada la aplicación de un marco prudente, transparente y creíble de política fiscal.

**Conscientes de esta situación, los informes de los «Cuatro presidentes»<sup>13</sup> y de los «Cinco presidentes»<sup>14</sup> marcaron una agenda de propuestas de reforma en el medio-largo plazo.** El análisis de 2015 contenido en este último informe partía de la idea de que la UEM era un proyecto no solo económico, sino también político, y llamaba a completarlo sobre la doble base del cumplimiento de las reglas comunes y el principio de solidaridad. Reconociendo que la heterogeneidad de puntos de partida (*legacy issues*) constituye una dificultad objetiva, el informe identificó prerequisites para que activar mecanismos de solidaridad —en particular, en el terreno fiscal (*Fiscal Union*)— pudiera ser socialmente aceptable con carácter general: i) los países tienen que emprender reformas estructurales con el triple objetivo de mejorar la calidad y la gobernanza de las políticas económicas nacionales, incrementar la flexibilidad de los mecanismos de ajuste ante crisis y, en definitiva, construir economías resilientes y que cuenten con márgenes fiscales suficientes a lo largo del ciclo económico (*Economic Union*), y ii) deben mejorarse también los mecanismos privados de compartición de riesgos mediante la verdadera integración de los mercados financieros y de capitales (*Financial Union*). El informe planteó un progreso por etapas, en la segunda de las cuales (que debía empezar en julio de 2017 y terminar antes de 2025) se concentraban las reformas de mayor calado, incluida la creación de una capacidad

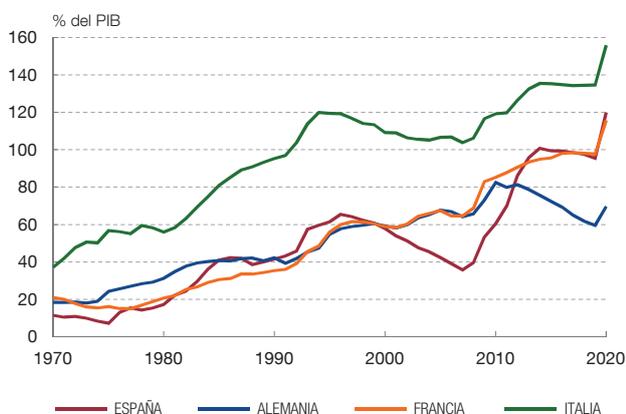
<sup>12</sup> Véase Delgado-Téllez *et al.* (2020a).

<sup>13</sup> Véase Van Rompuy (2012).

<sup>14</sup> Véase Informe Juncker (2015).

## LA FINANCIACIÓN DEL GASTO PÚBLICO EN LA UEM EN LAS ÚLTIMAS DÉCADAS: DEUDA PÚBLICA E IMPOSICIÓN

1 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA DEUDA PÚBLICA EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS DE LA UEM



2 INGRESOS IMPOSITIVOS



FUENTES: FMI (Historical Public Debt Database) y Eurostat.

centralizada de absorción de *shocks*, a la que los países accederían sobre la base de un compromiso efectivo con estándares de convergencia de naturaleza legal.

**El resto de este documento contextualiza y desarrolla estas ideas.** En el epígrafe 2 se exponen la racionalidad del marco de gobernanza original que se fundamenta en el Tratado de Maastricht (1992) y las principales lagunas de su diseño. En el epígrafe 3 se discuten la experiencia con este marco de gobernanza y los sucesivos ajustes que se han ido instrumentando para superar las carencias iniciales de su diseño. Por su parte, en el epígrafe 4 discutimos los principales elementos que condicionan las opciones actuales de reforma del marco de gobernanza de la política fiscal en un nuevo entorno macroeconómico; en particular, la problemática sobre la definición de las anclas de deuda de medio plazo (y su dependencia del entorno de tipos de interés y crecimiento potencial vigente en cada momento), la necesidad de recuperar los márgenes de maniobra de la política fiscal en el medio plazo (dado que las economías se pueden seguir viendo sujetas a perturbaciones muy intensas) y, por tanto, la necesidad de desarrollar mecanismos realistas de absorción de los desequilibrios fiscales existentes. No obstante, si bien proporcionamos elementos cuantitativos para ilustrar estos retos, no entramos en la valoración de cuál sería la senda adecuada de transición hacia una nueva situación, ni de cuál sería el calendario idóneo para implementar una eventual reforma del marco de reglas fiscales. Estos aspectos se dejan para trabajos futuros. Por último, en el epígrafe 5 proporcionamos las principales conclusiones del análisis realizado en el artículo.

## 2 El marco original de gobernanza y sus lagunas

### 2.1 Racionalidad

**El diseño de la UEM del Tratado de Maastricht contemplaba dos piezas básicas: una política monetaria única y un conjunto de políticas fiscales nacionales coordinadas.** La política monetaria se encargaba a un banco central independiente, centrado en el objetivo de estabilidad de precios. Por su parte, las políticas fiscales nacionales autónomas, en su ámbito estabilizador, se encargarían de responder a perturbaciones idiosincrásicas y divergencias cíclicas, y estarían sometidas a unas ciertas restricciones, formuladas a través de reglas comunes. La existencia de externalidades<sup>15</sup> justificaba una cierta limitación en la conducción autónoma de la política fiscal: i) ya que desviaciones graves de la disciplina presupuestaria podrían generar inestabilidad económica y financiera en el conjunto de la UEM, y condicionar la política monetaria común, y ii) dado que el mantenimiento de la disciplina presupuestaria no podía confiarse exclusivamente a los mecanismos de mercado, a pesar de las cautelas incluidas, como la denominada «cláusula de *no bail-out*» o la prohibición del acceso privilegiado del sector público a la financiación del banco central<sup>16</sup>. El Tratado incluyó dos referencias cuantitativas: una ratio de deuda sobre el PIB del 60 % y un déficit público del 3 % del PIB.

**El PEC, suscrito en 1997 por los EEMM de la UE en preparación de la UEM, desarrolló la gobernanza de las referencias cuantitativas incluidas en el Tratado.** La referencia de deuda del 60 % del PIB permitía restringir la dinámica de los déficits, que solo podían exceder el límite del 3 % de forma limitada y transitoria en la medida en que hubiera planes de ajuste que permitieran reducirlo por debajo de dicho límite en el medio plazo. El seguimiento de estas referencias cuantitativas permitiría *prevenir* orientaciones imprudentes de las políticas fiscales nacionales y *corregir* situaciones de déficit o deuda excesivos, definidos como excesos sobre los umbrales de referencia. El PEC reguló también el papel de la CE y el ECOFIN, así como los diversos procedimientos político-administrativos de coordinación: remisión anual por parte de los EEMM de los programas de estabilidad, que permiten evaluar el grado de cumplimiento del Pacto, y elaboración por parte de las instituciones europeas de recomendaciones, advertencias e, incluso, sanciones.

**Los límites cuantitativos se definieron teniendo en cuenta, aproximadamente, la situación económica promedio de finales de la década de 1990.** Si se asume un crecimiento potencial del 2 % y un objetivo de inflación del 2 %, un límite de déficit público del 3 % del PIB estabilizaría la ratio de deuda pública sobre el PIB en el 60 % (véase el anejo 1 para la

<sup>15</sup> Ya identificadas en el *Informe Delors* (1989).

<sup>16</sup> Tras el período de alta inflación de las décadas de 1970 y 1980, la consagración en Maastricht de un estatuto de independencia para el BCE y la prohibición de financiación monetaria constituyeron, en buena parte, la respuesta a los argumentos desarrollados en la literatura académica de que la falta de disciplina fiscal podría ser una fuente de inflación [véase Sargent y Wallace (1981)]. Mediante estas salvaguardas constitucionales, se trataba de evitar que, en situaciones de estrés para las finanzas públicas, se pudiera optar por reducir al valor real de los pasivos del sector público generando sorpresas inflacionarias. En el transcurso de la década de los noventa, sucesivos trabajos académicos desarrollaron con mayor detalle la interacción entre las políticas fiscal y monetaria [véase Leeper (1991)].

aritmética que vincula estos números). Estas referencias se fijaron de manera homogénea para todos los países de la UE. Para el agregado de la UEM, entre 1995 y 1999, la carga de intereses de la deuda, el superávit primario, el déficit público y la deuda pública se situaron en el 4,8 %, 1,1 %, 3,7 % y 72,4 % del PIB, respectivamente. Por su parte, el tipo de interés implícito de la deuda soberana, el crecimiento del PIB real y el tipo de interés real presentaron registros del 6,6 %, 2,5 % y 5 %, respectivamente. Estas magnitudes eran, en ese momento, coherentes con los valores de largo plazo reflejados en los límites cuantitativos.

## 2.2 Lagunas

**El diseño de Maastricht dejó varias lagunas significativas en la gobernanza de la UEM. En primer lugar, la sencillez aparente del marco de reglas incorporaba de una manera muy tenue el papel del ciclo económico como determinante de la posición de las finanzas públicas.** Tan solo se contemplaba la aplicación discrecional de la senda de corrección de situaciones de déficit/deuda excesivos que eventualmente pudiera tener en cuenta esta consideración, sin explicitar la importancia de la situación cíclica, en particular en la determinación del déficit público observado. Tras una primera crisis del PEC en 2003, en torno a las propuestas de procedimientos de déficit excesivos para Alemania y Francia por parte de la CE, y considerando que los indicadores sencillos podrían introducir un sesgo procíclico en la política fiscal, se introdujeron elementos de flexibilidad. En este sentido, la reforma de 2005 buscó aumentar tanto el *ownership* de los países como la discrecionalidad de la CE para interpretar flexiblemente el límite de déficit y los plazos de corrección que consideraran las diferentes situaciones cíclicas de las economías nacionales, para lo cual se introdujeron indicadores adicionales, como el déficit público estructural<sup>17</sup>.

**En segundo lugar, los límites cuantitativos se incluyeron en el Tratado como si fueran «valores estructurales» de las economías.** No se tuvo en cuenta que se calibraron sobre la base de las condiciones macroeconómicas, en promedio, de finales de la década de 1990, y que podrían perder vigencia ante transformaciones estructurales de las economías.

**En tercer lugar, no se anticipó el papel que los desequilibrios macroeconómicos podían desempeñar en una unión monetaria.** En concreto, el diseño original no fue capaz de identificar el riesgo de que los desequilibrios macroeconómicos —especialmente, los nacionales, con origen en el sector privado de la economía— pudieran generar situaciones de grave inestabilidad económica y financiera para el conjunto de la UEM.

**En cuarto lugar, el Tratado tampoco contempló la creación de un marco de gestión de crisis, que se dejaba a la operativa de la política monetaria supranacional y la coordinación *ad hoc* de las políticas nacionales en el marco del Consejo de la UE.** No se contemplaba una institución, eventualmente dotada de un presupuesto

<sup>17</sup> El Banco Central Europeo se mostró muy crítico con la reforma del brazo correctivo, recordando que el mantenimiento de la disciplina fiscal constituía un prerequisite para la estabilidad macroeconómica, el crecimiento y la cohesión del área del euro [véase Banco Central Europeo (2005)].

centralizado, que contribuyera a dos funciones claves<sup>18</sup>. Por una parte, a la estabilización macroeconómica de la UEM en su conjunto, que, en ausencia de dicha institución, quedaba en manos exclusivamente de la política monetaria. Por otra, a la capacidad de absorber mancomunadamente los riesgos derivados de *shocks* asimétricos (o de efectos asimétricos de *shock* comunes), en contrapartida a la pérdida de autonomía fiscal nacional impuesta en el Tratado. Mientras que la primera omisión pudo deberse a la expectativa de que el marco de coordinación de las políticas fiscales nacionales funcionara de manera óptima, la segunda respondió fundamentalmente a motivos de realismo político<sup>19</sup>, aunque ciertamente subyacía en el pensamiento económico del momento un cierto escepticismo sobre la capacidad estabilizadora de la política fiscal y la deseabilidad de la coordinación entre esta (definida a partir de la agregación de las referencias nacionales) y la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE).

**Tampoco se tuvo en cuenta la situación macroeconómica heterogénea (más allá de las variables fiscales) de los países de la UEM.** Estos accedían a la Unión con unas economías muy diferentes en su estructura industrial, su especialización sectorial, su grado de competitividad, su nivel de paro estructural, su nivel de desarrollo (y, por ello, necesidad de inversión pública), o sus patrones financieros de familias y empresas, entre otros. En definitiva, se trataba de un conjunto de reglas fiscales para una unión económica y monetaria posiblemente en un estado ya muy maduro, más que en proceso de perfeccionamiento, dada una cierta expectativa de que la convergencia económica sería un resultado de la mayor integración monetaria y financiera.

---

<sup>18</sup> Esto es, un Tesoro europeo, ya defendido en el *Informe Werner* (1970).

<sup>19</sup> Bini-Smaghi, Padoa-Schioppa y Papadia (1994).

### 3 Los sucesivos ajustes del marco original de gobernanza

**Las lagunas identificadas en el marco de gobernanza se han puesto en evidencia a lo largo de los quince últimos años.** La crisis financiera global, la posterior crisis del área del euro y la más reciente del COVID-19 han puesto a prueba el marco de gobernanza de la política fiscal de la UEM, y han llevado a sucesivos ajustes de este, para cubrir, de manera parcial, las carencias que presentaba y que se han discutido en la sección anterior.

**Con carácter general, se ha constatado que la capacidad de absorción de riesgos por parte de los presupuestos nacionales de los países más vulnerables se ha visto sobrepasada por las perturbaciones recientes.** En gran medida, esto ha sido magnificado por el hecho de que las reglas fiscales no garantizaron que los buenos tiempos se aprovecharan para alcanzar una posición fiscal suficientemente saneada. La crisis financiera global y la de la deuda soberana europea pusieron de manifiesto la importancia de las interacciones entre los desequilibrios macroeconómicos con origen en los sectores público y privado (y, en particular, financiero), reforzados por la existencia de *spillovers* muy significativos entre países, tanto reales como, sobre todo, financieros, por la existencia de riesgos de redenominación —entendidos como la posibilidad de que una ruptura de la unión monetaria provocase que las deudas contraídas en la moneda común fueran convertidas a una moneda nacional— y el potencial disruptivo de la fragmentación financiera, esto es, la divergencia en los costes financieros motivada por la situación geográfica de los agentes financieros. En todos estos casos se produjo una actuación decidida de la política monetaria, que vino acompañada de cambios institucionales de calado en otros ámbitos.

**En este sentido, los avances en momentos de crisis han sido significativos<sup>20</sup>.** La respuesta a la crisis financiera global de 2008-2009 y la crisis de deuda soberana de la UEM en 2011-2012 llevó a reforzar los mecanismos de supervisión presupuestaria de la UEM y se introdujo el nuevo Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos (*Six Pack* en 2011, *Fiscal Compact* en 2012 y *Two Pack* en 2013)<sup>21</sup>. Estas acciones seguían incidiendo en la coordinación de las acciones nacionales, proporcionando un contexto institucional más favorable tanto en el ámbito fiscal como en el macroeconómico (reformas estructurales)<sup>22</sup>. Asimismo, se dieron pasos importantes en el ámbito supranacional, con la creación del MEDE en 2012, que establecía un mecanismo permanente de asistencia financiera condicional a los países del área, o el inicio de la unión bancaria (2012), con la transferencia de la

20 Véanse Gordo y García-Perea (2016) y Kataryniuk, Mora-Bajén y Pérez (2021).

21 El *Six Pack* reforzó las sanciones previstas en el PEC, e introdujo nuevas reglas y el Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos. En el *Fiscal Compact*, por su parte, los países firmantes del Tratado se comprometían a trasladar el objetivo de equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo a sus respectivas legislaciones nacionales. Finalmente, el *Two Pack* dotaba a la Comisión de capacidad de emitir una opinión sobre los presupuestos nacionales antes de su aprobación en los parlamentos. Estas reformas llevaron a una revisión sustancial de los marcos presupuestarios nacionales, incluyendo, a través de la introducción de un nuevo elemento en el proceso presupuestario, las autoridades fiscales independientes [véase Gordo *et al.* (2015)].

22 Diversos autores han mostrado que la implementación de las recomendaciones ha sido, en todo caso, relativamente baja. Véanse Darvas y Leandro (2015) o Efstathiou y Wolff (2018).

responsabilidad de la supervisión bancaria al Mecanismo Único de Supervisión (MUS). Por otra parte, el Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos se introdujo para tratar de insertar en el marco de gobernanza la importancia del seguimiento de los desequilibrios macroeconómicos.

**Posteriormente, la crisis sanitaria del COVID-19 ha llevado al diseño de instrumentos fiscales, temporales, de carácter centralizado, lo que ha supuesto un cierto cambio de paradigma<sup>23</sup>.** Esto contribuyó a que los EEMM pudieran, en primera instancia, responder al *shock* mediante ayudas de emergencia (sector sanitario) y préstamos no condicionales a tipos de interés ventajosos (SURE, desempleo). Asimismo, a partir de 2021 estos instrumentos van a financiar la eventual recuperación mediante una combinación de ayudas y préstamos sujeta a cierta condicionalidad no de carácter fiscal sino finalista en cuanto al destino de los fondos y a la eficiencia en su utilización, así como a la realización de reformas estructurales (NGEU). En 2020 también se introdujeron cambios adicionales en el MEDE, dotándolo de líneas de liquidez. Además, como se ha mencionado anteriormente, se usó la cláusula general de escape prevista en el PEC, lo que ha permitido en 2020 y 2021 mantener unas políticas fiscales nacionales muy expansivas, acordes con las circunstancias cíclicas prevalentes.

**Las sucesivas reformas, no obstante, no han cubierto todos los temas pendientes: el marco de interacción entre las políticas fiscal y monetaria sigue presentando carencias fundamentales.** Más allá de la actuación coordinada durante la crisis del COVID-19, que puede calificarse, sin duda, como adecuada y exitosa, el diseño que subyace al *policy-mix* actual tiene diferentes márgenes de mejora. En primer lugar, las políticas fiscales nacionales, que siguen siendo la base del tono agregado de la política fiscal en el área del euro, no se determinan teniendo en cuenta la situación conjunta del área, lo que puede dar lugar en determinadas situaciones a desajustes entre las necesidades del conjunto y las de las partes. Esto se evidenció de manera clara en el período posterior a la crisis de 2008-2009, en el que la política fiscal tuvo un tono agregado destacadamente contractivo, marcando un perfil procíclico, en particular en 2011-2013, y aproximadamente neutral en años posteriores, hasta el inicio de la pandemia en 2020. Esta situación se ha corregido en el contexto de la crisis del COVID-19, con las acciones (temporales) descritas antes (véase gráfico 2). Esto ha permitido mantener un *policy-mix* adecuado, con unas políticas fiscales nacionales muy expansivas, que están acompañando a la política monetaria, también muy expansiva.

**En este contexto, además, adquiere importancia el hecho de que las referencias a la composición de las finanzas públicas en el marco de reglas presupuestarias son muy limitadas.** Este elemento cobra un papel importante en un contexto en el que los márgenes de la política monetaria se ven restringidos de manera más frecuente por la proximidad a la cota inferior de los tipos de interés, dada la reducción

---

23 Véanse Arce *et al.* (2020), Delgado-Téllez *et al.* (2020b) y Banco de España (2021).

## VARIACIÓN DEL SALDO ESTRUCTURAL DE LAS AAPP EN TIEMPO REAL

1 UEM (a)



2 CUATRO PAÍSES GRANDES



FUENTES: Comisión Europea y Burriel *et al.* (2021).

a El saldo estructural se refiere al cálculo de la CE en sus previsiones de primavera del año siguiente, basado en la primera estimación oficial de Eurostat del saldo de las AAPP y el PIB real.

secular de los tipos de interés naturales. Una composición de la política fiscal más favorable al crecimiento económico y a la inversión permitiría aumentar los márgenes de actuación de la política monetaria.

## 4 Elementos condicionantes del nuevo proceso de reforma

### 4.1 ¿Qué nivel (ancla) de deuda de medio plazo es adecuado?

La literatura económica, principalmente empírica, muestra que el mantenimiento de niveles de deuda pública elevados durante períodos prolongados suele estar asociado a un menor crecimiento económico<sup>24</sup>. Este efecto negativo operaría a partir de determinados umbrales de ratios de deuda pública, de acuerdo con la literatura de referencia, que vendrían determinados no solo por el nivel de deuda, sino también por su dinámica, de manera que el impacto negativo de un nivel de deuda pública elevado sería menor en un contexto de reducción de aquella. Al mismo tiempo, la evidencia muestra que son relevantes la interacción de los niveles de deuda pública, la calidad del diseño de la política fiscal y otros factores idiosincrásicos de los países. Estos argumentos son la base de la justificación para la imposición de referencias o límites legales al nivel de endeudamiento en los marcos presupuestarios tanto nacionales como, en el caso europeo, en el contexto del PEC.

El nivel de deuda pública sostenible a medio plazo depende de los fundamentales macroeconómicos que sustentan al soberano. En el largo plazo, y para una tasa de inflación dada, el saldo primario (aquel que excluye la carga de intereses) que permite estabilizar un nivel dado de la ratio de deuda pública sobre el PIB depende del diferencial entre el tipo de interés real ( $r$ ) y la tasa de crecimiento real del producto ( $g$ ) (véase anejo 1). De esta manera, cuanto más elevada sea la brecha entre los tipos de interés y el crecimiento económico, mayor será el saldo primario necesario para poder mantener estable a medio plazo un nivel dado de la ratio de deuda pública sobre el PIB. En el período cercano a la entrada en vigor del PEC, el diferencial  $r-g$  era positivo, de cerca de 2 puntos porcentuales (pp), en media, durante 1995-1999, de manera que la estabilización a medio plazo de los niveles de deuda pública vigentes en el entorno del 60 %, con una inflación del 2 % (objetivo del BCE), resultaba coherente con el mantenimiento de un saldo público total en el entorno del -3 % del PIB. En el contexto actual, no obstante, la tendencia hacia diferenciales de  $r-g$  negativos sería coherente, dada la referencia del déficit público del 3 % del PIB, con la estabilización de los niveles de deuda pública como porcentaje del producto de la economía en valores más elevados (véase gráfico 3).

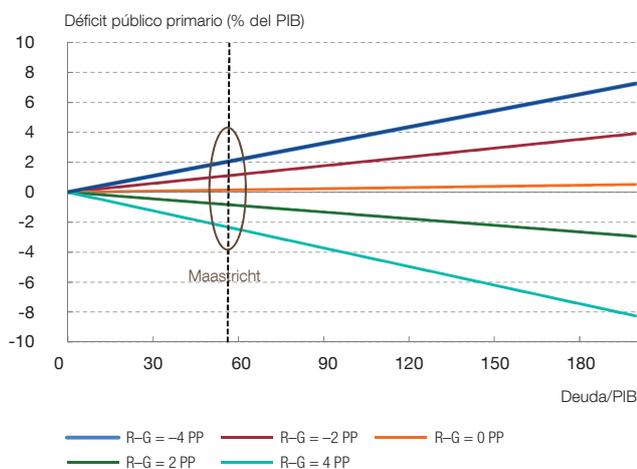
Al margen de la aritmética simplificada anterior, la literatura ha discutido la determinación de umbrales de referencia para la deuda en contextos más amplios<sup>25</sup>.

24 Véanse, por ejemplo, Reinhart, Reinhart y Rogoff (2012) y la revisión de la literatura en Hernández de Cos, López Rodríguez y Pérez (2018). Existen varios canales a través de los cuales un nivel de deuda elevado puede lastrar el crecimiento económico. Por un lado, un mayor endeudamiento público aumenta la exposición a riesgos macroeconómicos, tanto por la falta de un colchón fiscal para estabilizar la economía (cuya construcción a través de la limitación del gasto productivo o incrementos en los impuestos distorsionadores afectaría negativamente al crecimiento económico) como por una mayor incidencia de episodios de deuda soberana (por ejemplo, a través de la relación viciosa entre riesgo soberano y riesgo bancario, conocido como *doom loop*). Por otro lado, el mantenimiento de niveles altos de deuda pública absorbe recursos de la economía que podrían destinarse a usos privados potencialmente más productivos, limitando el crecimiento económico a largo plazo.

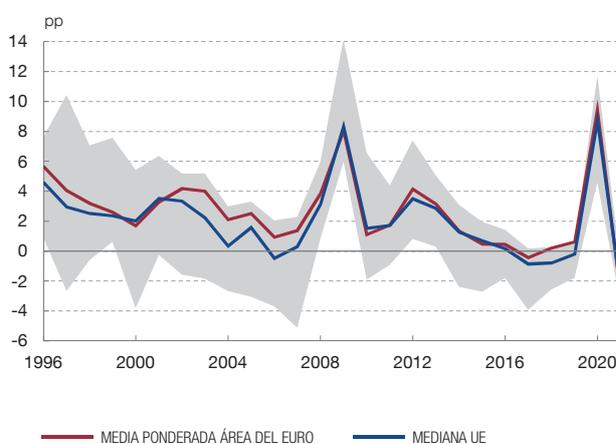
25 Véase Alloza *et al.* (2020) para una caracterización empírica del límite «prudente» de deuda pública en España coherente con las expectativas de los mercados financieros.

## LA ARITMÉTICA DE LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

1 RELACIÓN ENTRE DÉFICIT PRIMARIO DE LAS AAPP Y DEUDA EN EL LARGO PLAZO PARA DISTINTOS SUPUESTOS DE R-G



2 DIFERENCIAL R-G EN LA UE (a)



FUENTE: Comisión Europea.

a La línea sombreada representa el rango entre los percentiles 10 y 90 de los países de la UE.

La literatura teórica, en línea con la empírica mencionada anteriormente, sugiere que, más allá de los niveles exigidos por los distintos marcos presupuestarios, existen niveles «prudentes» de deuda pública para cada país, a partir de los cuales este pasaría a ser más vulnerable y estaría sujeto a un mayor escrutinio por parte de los mercados financieros. En la medida en que los prestamistas puedan analizar la fortaleza actual y futura de una economía, la situación de sus finanzas públicas o la calidad de las instituciones nacionales, estarían en posición de imponer límites de deuda más estrictos a los países con fundamentales macroeconómicos más débiles y/o más volátiles. Un conjunto de trabajos, en particular, estudia los determinantes del máximo nivel de deuda que se puede permitir un país sin el riesgo de incurrir a un impago de aquella, así como la aparición de reacciones no lineales en la proximidad de dicho nivel, que pueden acabar provocando aumentos explosivos del coste de la deuda.

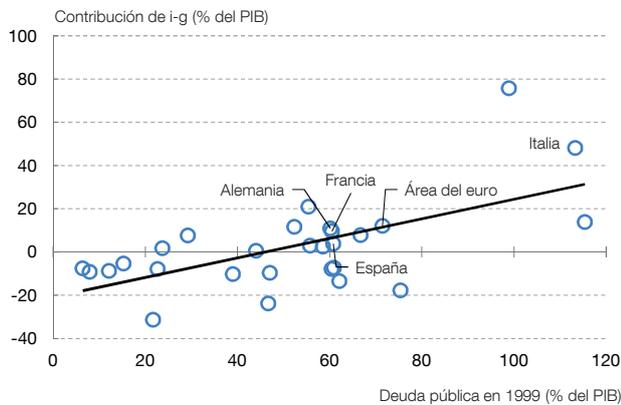
**La idea del nivel «prudente» de la ratio de deuda pública sobre el PIB también se ha tratado en la literatura que se centra en el desarrollo de indicadores para el análisis de su sostenibilidad.** Algunos trabajos han definido con más precisión el concepto de *Límite Fiscal* como el valor que se iguala con la suma descontada de los superávits primarios que una economía puede alcanzar en el futuro<sup>26</sup>. Si este valor es inferior a la deuda pública actual, sería indicativo de la necesidad de corregir drásticamente los planes

26 Véase Bi (2012).

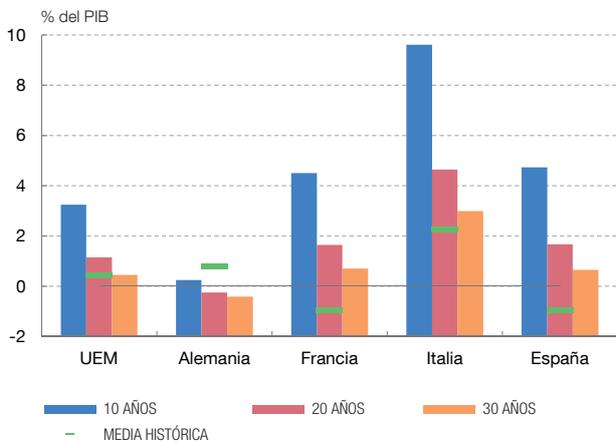
Gráfico 4

**ESFUERZO FISCAL NECESARIO PARA REDUCIR EL NIVEL DE DEUDA PÚBLICA EN UN HORIZONTE DETERMINADO, BAJO DISTINTOS SUPUESTOS SOBRE LOS FUNDAMENTALES MACROECONÓMICOS**

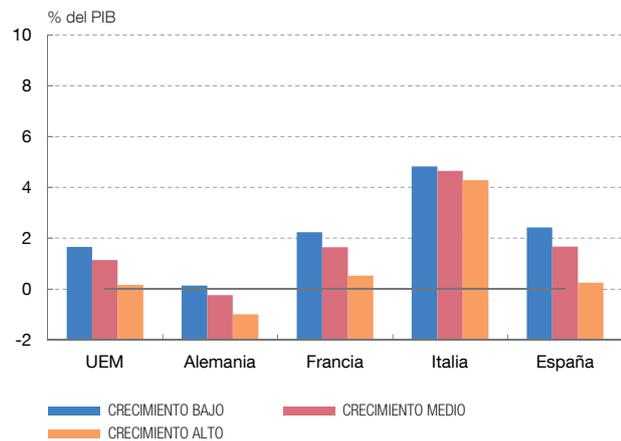
1 RELACIÓN ENTRE LA RATIO DE DEUDA PÚBLICA EN 1999 Y LA CONTRIBUCIÓN DEL DIFERENCIAL I-g EN 1999-2019



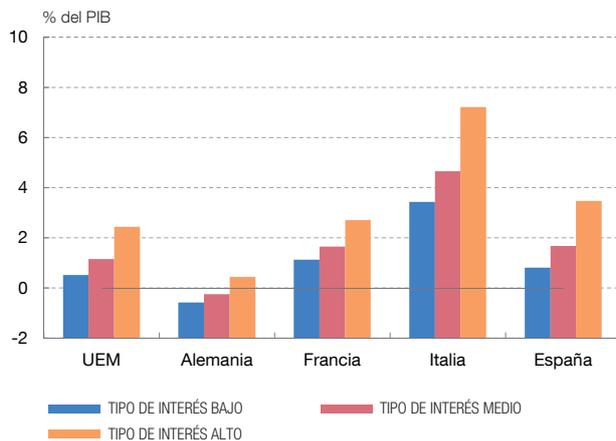
2 SALDO PRIMARIO CONSTANTE NECESARIO PARA ALCANZAR UNA RATIO DE DEUDA/PIB DEL 60 % EN UN HORIZONTE DETERMINADO (a)



3 SALDO PRIMARIO CONSTANTE NECESARIO PARA ALCANZAR UNA RATIO DE DEUDA/PIB DEL 60 % EN 20 AÑOS: EL ROL DEL PIB REAL (b)



4 SALDO PRIMARIO CONSTANTE NECESARIO PARA ALCANZAR UNA RATIO DE DEUDA/PIB DEL 60 % EN 20 AÑOS: EL ROL DE LOS TIPOS DE INTERÉS (c)



FUENTE: Comisión Europea.

- a Los cálculos asumen un crecimiento medio del PIB real, el PIB nominal y la inflación según su promedio de 1995-2021. Se asume un valor de los tipos implícitos de la deuda pública según su promedio de 2019-2021.
- b Crecimiento medio se refiere a un supuesto en el que el PIB real crece al ritmo de su promedio de 1995-2021. Los supuestos de crecimiento bajo y alto multiplican la cantidad anterior por 0,5 y por 2, respectivamente.
- c Tipo de interés medio se refiere a un supuesto en el que los tipos de interés se mantienen en su promedio de 2019-2021. Los supuestos de tipo de interés bajo y alto multiplican la cantidad anterior por 0,5 y por 2, respectivamente.

fiscales (para generar más recursos) o de recurrir al impago parcial de la deuda en algún momento, con el consiguiente aumento de las primas de riesgo. Tanto el nivel de deuda prudente como el límite fiscal son específicos de cada país y, crucialmente, no dependen únicamente de variables presupuestarias, sino del funcionamiento conjunto de la economía, lo que explicaría que niveles similares de deuda puedan dar lugar a costes financieros diferentes. Esto implica que, aunque no podamos definir con precisión los niveles de deuda a partir de los cuales un país en concreto pueda entrar en dificultades de financiación, sea muy importante monitorizar la evolución de aquella. Una crisis de deuda se puede

Cuadro 1

**INCREMENTO DE LA DEUDA PÚBLICA EN PROMEDIO EN RECESIONES HISTÓRICAS (a)**

	Impacto promedio	Impacto máximo
Área del euro (media ponderada)	20,2	25,6
Alemania	9,5	16,9
Francia	21,1	26,1
Italia	19,9	28,6
España	39,3	61,0
UE: media aritmética	18,3	31,6
UE: percentil 25	10,0	15,9
UE: percentil 75	24,1	42,4

**FUENTE:** Elaboración propia, basada en datos de la Comisión Europea.

a El impacto promedio se calcula como la variación media de la deuda que se observa en un horizonte de cinco años tras el inicio de una crisis económica. El impacto máximo muestra el valor más alto que alcanza la variación de la deuda durante ese período. Se considera una crisis económica un período en el que hay al menos un año de crecimiento negativo del PIB real durante una ventana temporal de cinco años. Para el análisis se utiliza un período muestral comprendido entre 1995 y 2021.

desarrollar con relativa rapidez y de forma imprevista, sobre todo si en algún momento de la recuperación la política monetaria se ve obligada a adoptar una política más activa para eliminar brotes inflacionistas<sup>27</sup>.

**Los elevados niveles de deuda pública actuales evidencian las dificultades de la transición hacia las anclas de deuda de medio plazo.** En la actualidad, la convergencia hacia una ratio de deuda sobre PIB del 60 % exigiría un esfuerzo fiscal elevado y constante durante un horizonte temporal prolongado, limitando, además, la capacidad de la política fiscal como herramienta de estabilización mientras dure el proceso de ajuste. Así, por ejemplo, y para unos valores del crecimiento real, inflación y tipos de interés fijados en sus valores medios históricos, la UEM necesitaría mantener un superávit fiscal del 1,1 % del PIB durante 20 años para poder reducir la ratio de deuda al 60 % (véase gráfico 4). Este valor es sustancialmente más elevado que el déficit primario medio observado desde 1995 para el agregado del área del euro, que se sitúa en el 0,4 % del PIB. Para que este esfuerzo fiscal constante se situase en valores más plausibles, se requeriría un entorno macroeconómico mucho más favorable que el observado en las décadas recientes. Así, si el crecimiento real del área del euro fuese dos veces superior al de su valor histórico (del 1,3 %, media de 1995-2021), para reducir la ratio de deuda al 60 % en 20 años bastaría con mantener un déficit primario constante en valores cercanos al 0,2 % del PIB. De manera similar, si el tipo implícito de la deuda pública de la UEM se situase en el entorno del 0,8 % durante los próximos 20 años (frente al 1,6 % esperado para el período 2019-2021), haría falta un esfuerzo fiscal constante del 0,5 % del PIB durante ese período para alcanzar un objetivo de deuda del 60 %. A pesar de su sencillez, estos ejercicios permiten ilustrar que el esfuerzo

<sup>27</sup> Véase Andrés, Burriel y Shi (2020).

necesario para lograr una transición a los objetivos fiscales de medio plazo en cualquier entorno macroeconómico que no sea inusualmente favorable puede ser significativo.

**Esto es especialmente relevante, dada la necesidad de recuperar márgenes para la política fiscal en el medio plazo.** Tras una crisis económica, las finanzas públicas tienden a deteriorarse, debido al uso de la política fiscal como elemento de estabilización económica. La trayectoria hacia una consolidación fiscal debería tener en cuenta las probabilidades de ocurrencia de una nueva crisis económica y el margen fiscal necesario para combatirla. Dicho margen podría cuantificarse, de forma muy estilizada, utilizando la variación promedio de la ratio de deuda pública que ocurre en los cinco años siguientes a una crisis económica. Desde una perspectiva histórica, esta variación de la ratio de deuda pública ha sido cercana a 20 pp para el conjunto del área del euro, si bien existe un amplio grado de heterogeneidad entre países, lo que en gran medida refleja la diferente volatilidad del producto y otros factores específicos (véase cuadro 1). Ante la dificultad de que un país logre un colchón fiscal necesario que permita una adecuada estabilización económica en la eventualidad de una recesión, resulta conveniente discutir el papel que los márgenes supranacionales podrían desempeñar en la transición hacia posiciones fiscales más saneadas. Además, la existencia de una institución como el MEDE podría desempeñar un papel significativo como mitigador de los eventuales riesgos soberanos, actuando como *backstop* ante perturbaciones que afectaran a algunos países.

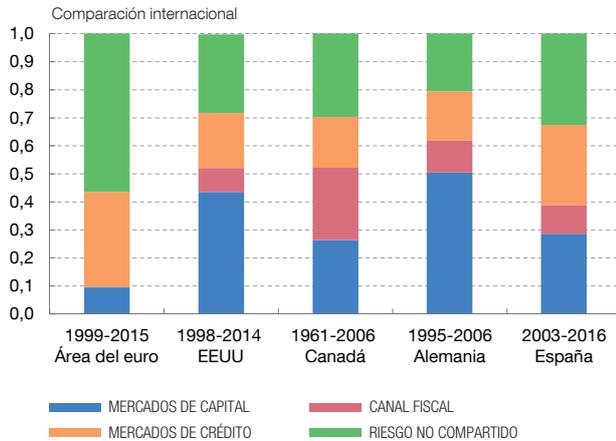
**La magnitud y la disparidad en la posición fiscal inicial de los EEMM podrían requerir la inclusión de medidas transitorias que permitiesen su homogeneización.** La transición hacia posiciones fiscales consideradas deseables sería especialmente exigente en términos de tiempo y de esfuerzo para los países con una ratio de deuda pública más elevada. La literatura económica ha propuesto dos líneas de acción que permitirían atenuar este problema. Por un lado, se podría plantear una convergencia a las anclas de medio plazo en «dos velocidades». Esto permitiría que los EEMM que parten de una posición inicial más deteriorada pudieran converger a los objetivos necesarios suavizando en el tiempo los ajustes fiscales necesarios<sup>28</sup>. Por otro lado, algunos autores han propuesto medidas con carácter exclusivamente temporal (*one-off*) que permitan homogeneizar las posiciones de partida de la deuda de forma inmediata mediante la creación de fondos de redención<sup>29</sup>. Estas medidas se podrían implementar mediante la creación de una agencia europea que asumiera la deuda de cada país que excediera un umbral determinado, y que

28 La implementación de medidas de ajuste fiscal ha sido objeto de numerosos estudios, con un creciente consenso en que un ajuste fiscal adecuado debe ser cuidadosamente diseñado en cuanto a su composición y distribución temporal para limitar sus posibles efectos negativos en el crecimiento económico [véanse, por ejemplo, Corsetti *et al.* (2010), y Guajardo, Leigh y Pescatori (2011)]. A pesar de su importancia en el contexto actual, la idea de que resulta óptimo repartir las cargas fiscales provenientes de aumentos impositivos en un horizonte temporal amplio (*tax smoothing*) proviene de estudios seminales en esta materia [véase Barro (1979)].

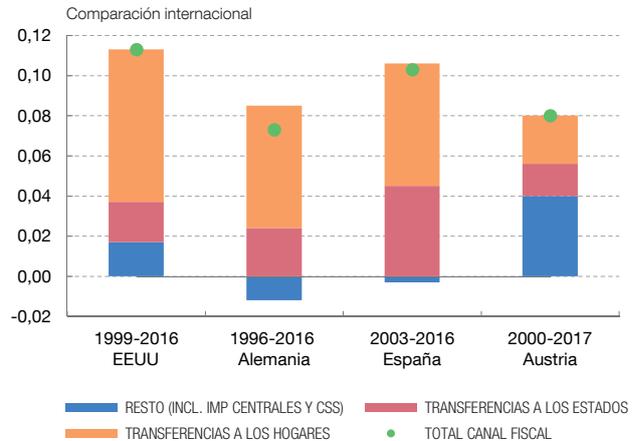
29 La naturaleza de la operación de redención se basa en el argumento de que el gran aumento de la deuda experimentado en la última década obedece a aspectos exclusivamente relacionados con la gran crisis financiera o la reciente crisis por COVID-19, es decir, una percepción de la deuda como legado de condiciones económicas previas. Existen diferentes propuestas que varían en tamaño y horizonte de implementación de la operación de redención, los recursos que dedican para su financiación (IVA, impuesto sobre el patrimonio, recursos de señoreaje) o los mecanismos que se utilizan para inducir credibilidad en la operación. Para más detalles, véanse, por ejemplo, Pàris y Wyplosz (2014), Corsetti *et al.* (2015) o Cioffi *et al.* (2019), así como las referencias contenidas.

## CANALES DE ESTABILIZACIÓN

1 POTENCIA DE LOS CANALES DE COMPARTICIÓN DE RIESGOS



2 COMPOSICIÓN DEL CANAL FISCAL DE COMPARTICIÓN DE RIESGOS



**FUENTES:** Los canales de compartición de riesgos para la UEM, Estados Unidos y España son cálculos del Banco de España, para Alemania provienen de Hepp y Von Hagen (2013) y para Canadá de Balli, Kalemli-Ozcan y Sørensen (2012). La descomposición del canal fiscal proviene de Burriel *et al.* (2020).

se financiaría con un compromiso de ingresos futuros que garantice el funcionamiento del fondo. El éxito de estas medidas temporales recaería en el correcto diseño de mecanismos de incentivos que anclen su credibilidad y, por tanto, limiten problemas de riesgo moral, como comportamientos indisciplinados que redunden en aumentos de los costes de financiación de los países participantes.

#### 4.2 Ampliar los canales de compartición de riesgos en la unión monetaria

**La introducción de mecanismos permanentes y automáticos de carácter supranacional podría aumentar el alcance y la eficacia de la política fiscal en el seno de la UEM.** En particular, estos mecanismos podrían incrementar la capacidad de la política presupuestaria para absorber de manera automática perturbaciones adversas a escala agregada (simétricas) o idiosincrásicas de algunos países (asimétricas), con el doble objetivo de suavizar los efectos en los países individuales y de salvaguardar la estabilidad de la UEM en su conjunto en casos extremos.

**Los canales privados pueden desempeñar un papel importante para la correcta diversificación de riesgos en uniones monetarias.** Por una parte, el impacto de una perturbación negativa en un país miembro de una unión monetaria puede moderarse si sus agentes residentes obtienen rentas —financieras o laborales— de otros países (regiones) no afectados por dicha perturbación (canal de rentas). Por otra parte, las empresas y los hogares de la economía afectada pueden suavizar su consumo acudiendo a su ahorro o al mercado de crédito (canal de crédito). Lógicamente, cuanto mayor sea la integración financiera entre las regiones o la movilidad de la mano de obra, mayor será la potencia

de estos dos canales. Sin embargo, la presencia de rigideces nominales en una unión monetaria tiende a mermar el alcance de algunos mecanismos de diversificación de los riesgos idiosincrásicos, ya que la capacidad de ajuste de los diferentes países se ve limitada por la incapacidad de ajustar el tipo de cambio<sup>30</sup>. Para ello se necesitaría recurrir a mecanismos de aseguramiento público entre países.

**Actualmente, los canales de compartición de riesgos (*risk sharing*) en la UEM son limitados, no solo en el ámbito del presupuesto público, sino también en lo referido a los de carácter privado.** En efecto, la potencia actual de los mecanismos de compartición de riesgos existentes entre los países de la UEM es limitada (véase gráfico 5): alrededor de un 60 % de las perturbaciones que afectan al PIB de un Estado miembro se reflejan en el consumo de ese mismo Estado, el doble que en dos uniones monetarias más completas, como son Estados Unidos y Canadá (Estados federales), donde la compartición de riesgos a través de la integración de los mercados de capitales es sustancialmente mayor. En lo que respecta al porcentaje de compartición de riesgos realizado mediante transferencias fiscales, este oscila entre el 7 % y el 11 % en Austria, Alemania, España y Estados Unidos, mientras que este porcentaje es prácticamente nulo en el caso del área del euro<sup>31</sup>.

**Existen diversas alternativas para la construcción de mecanismos de aseguramiento público entre países dentro de una unión monetaria.** La literatura ha identificado fundamentalmente dos tipos de mecanismos de aseguramiento mutuo de carácter fiscal, los de naturaleza automática y los de naturaleza discrecional<sup>32</sup>. Entre los primeros, se encuentran un seguro de desempleo federal y una capacidad fiscal centralizada. Estos otorgarían transferencias en función de la evolución de unos parámetros calibrados previamente, relacionados con el aumento del desempleo o con la brecha de producción<sup>33</sup>. Entre los segundos, destacan las propuestas referentes a presupuestos de emergencia, destinados a absorber perturbaciones comunes de elevada intensidad<sup>34</sup>. Según estas propuestas, se combinaría la existencia de presupuestos «para tiempos normales», que se enfocarían en la sostenibilidad fiscal en el medio plazo, con «presupuestos de emergencia», financiados con deuda y cuya activación se coordinaría con la autoridad monetaria, para asegurar una respuesta óptima. En el caso de la UEM, mientras que la respuesta en «tiempos normales» se podría mantener en el ámbito nacional y estaría regida por unas reglas fiscales reforzadas, los «presupuestos de emergencia» deberían tener un ámbito supranacional y coordinado con la autoridad monetaria.

**En este sentido, la aprobación del Fondo de Recuperación se puede interpretar como un primer ensayo del funcionamiento de este tipo de instrumentos.**

<sup>30</sup> Véanse Galí y Monacelli (2005) o Farhi y Werning (2017).

<sup>31</sup> Véase Burriel *et al.* (2020).

<sup>32</sup> Véase Bilbie, Monacelli y Perotti (2021). Las autoridades públicas también pueden realizar acciones que permitan un mayor aseguramiento privado, como la eliminación de barreras a las inversiones transfronterizas.

<sup>33</sup> Véase Banco de España (2017).

<sup>34</sup> Véase Bianchi, Faccini y Melosi (2020).

Las transferencias en el marco del NGEU, ligadas a la incidencia de la crisis, suponen cierta compartición de riesgos, aunque los retardos en su implementación, la naturaleza estructural de los gastos y su temporalidad suponen que no se pueda considerar un mecanismo de estabilización cíclica. Sin embargo, la financiación mediante la emisión de deuda conjunta, aunque está previsto que se reembolse en un plazo dilatado de tiempo, en un contexto de condiciones monetarias relajadas, constituye un ensayo de respuesta común fiscal de la unión monetaria a grandes perturbaciones agregadas.

### 4.3 Un marco adecuado de interacción de las políticas fiscal y monetaria

**Las últimas crisis económicas han evidenciado las múltiples formas en las que pueden interactuar las políticas fiscal y monetaria.** Por un lado, la política monetaria puede proporcionar espacio a la política fiscal. En efecto, la política monetaria contracíclica reduce los costes de financiación a los que se enfrentan los agentes de la economía, incluidos los del soberano<sup>35</sup>, en las crisis, momento en el que la política fiscal debe desempeñar un papel expansivo más activo. En particular, en la reciente crisis sanitaria, la caída en el coste de la deuda soberana ha proporcionado margen de actuación a las autoridades fiscales de todos los países del área, lo que les ha permitido desplegar actuaciones sin precedentes de sostenimiento de las rentas de hogares y de empresas<sup>36</sup>.

**Por otro lado, cuando los tipos de interés se sitúan en su límite inferior, la política fiscal contracíclica complementa a la política monetaria**<sup>37</sup>. En este contexto, en el que la inflación se mantiene en niveles muy moderados y los tipos de interés nominales no reaccionan, la política fiscal expansiva es particularmente efectiva, ya que empuja al alza las expectativas de inflación futura y reduce los tipos de interés reales esperados, potenciando el gasto en consumo y en inversión<sup>38</sup>. Este relevante rol estabilizador de la política fiscal se podría ver aún más potenciado, según algunos autores<sup>39</sup>, si una acción coordinada de las autoridades fiscal y monetaria permitiera que el aumento de gasto no se compensara con superávits primarios futuros, sino con mayor crecimiento o inflación, puesto que reduciría el comportamiento ricardiano de los agentes, siempre que los anuncios fueran creíbles. No obstante, esta actuación de la política fiscal puede generar riesgos importantes para la sostenibilidad de la deuda e incluso llevar a una situación de dominancia fiscal sobre la política monetaria, si el banco central no dispone de mecanismos que aseguren su independencia.

**Al mismo tiempo, la política fiscal puede contribuir a aumentar la efectividad de la política monetaria, en un entorno de inflación persistentemente baja, presionando el tipo de interés natural al alza.** Para ello resulta crucial una composición del gasto público

<sup>35</sup> Véanse Burriel, Martí y Pérez (2017) y Andrés, Burriel y Shi (2020).

<sup>36</sup> Véase Hernández de Cos (2020).

<sup>37</sup> Asimismo, la política fiscal debe asegurar la capacidad de los bancos centrales para sus políticas no convencionales, en particular asegurando la viabilidad de los bancos centrales manteniendo el valor de la deuda pública que estos adquieren masivamente. Es decir, garantizando que la deuda pública es un activo seguro.

<sup>38</sup> Véanse Arce, Hurtado y Thomas (2016) y Christiano, Eichenbaum y Rebelo (2011).

<sup>39</sup> Bianchi, Faccini y Melosi (2020).

orientada hacia la inversión pública y privada, que permita aumentar la productividad de la economía y expandir el crecimiento potencial y la tasa natural<sup>40, 41</sup>. Por otro lado, la política fiscal también puede aumentar la tasa natural, reduciendo el exceso de ahorro de la economía, por ejemplo, aumentando la oferta de activos libres de riesgo mediante una mayor emisión de estos<sup>42</sup>. Finalmente, la política fiscal debe contribuir a asegurar la capacidad de los bancos centrales para implementar sus políticas no convencionales manteniendo el valor de la deuda pública que estos adquieren masivamente. Es decir, garantizando el carácter de activo seguro de la deuda pública.

**En cualquier caso, una de las lecciones más claras de la experiencia de los últimos años es que, en una unión monetaria como la UEM, la efectividad de la política fiscal como elemento estabilizador del conjunto de la unión requiere una estrecha coordinación entre las actuaciones de los EEMM<sup>43</sup>.** La dificultad radica en cómo lograr esa coordinación reforzada dentro del marco del PEC, sin ejercer un nivel de intromisión en las políticas fiscales nacionales que sería de difícil encaje en el proceso democrático. Por un lado, las actuales reglas fiscales prevén mecanismos para corregir los niveles de déficit o de deuda excesivos, pero no para corregir actuaciones nacionales incompatibles con el alcance del tono fiscal deseado a nivel agregado. Por otro lado, el que el tono agregado de la política fiscal resulte adecuado para el conjunto área no garantiza que las políticas fiscales individuales sean adecuadas para los objetivos nacionales de sostenibilidad de las finanzas públicas y estabilización cíclica, como se ha observado en los últimos años. Una posible solución a este problema de coordinación podría consistir en establecer una capacidad central encargada de fijar el tono agregado de la política fiscal de la UEM, mientras las autoridades nacionales podrían ejercer sus actuaciones de forma autónoma bajo un cumplimiento estricto de las reglas del PEC. El diseño de esta capacidad central puede obedecer a distintos esquemas, como se ha discutido anteriormente, y supone una opción compatible con el desarrollo autónomo de políticas fiscales nacionales que tenga un tono orientado a las necesidades de cada país.

40 Leeper, Walker y Yang (2010) y Fournier (2016).

41 Un paso adecuado en esta dirección serían los planes recientes de la UE y de Estados Unidos, denominados *Next Generation EU* y *American Jobs Plan*, que prevén aumentar la inversión de estas áreas en 750 mm y 2.000 mm, respectivamente, durante la próxima década. El programa *Next Generation EU* prevé invertir 750 mm (6% del PIB) hasta 2026, de los que destinará al menos un 37% a inversión para revertir los efectos del cambio climático y un 20% a la transición digital. El *American Jobs Plan* de Estados Unidos espera destinar 2.000 mm de dólares durante la próxima década para financiar inversiones, principalmente en infraestructuras.

42 Asimismo, según Fernández-Villaverde *et al.* (2021), la política fiscal también podría presionar al alza el tipo de interés natural mediante actuaciones que consigan reducir el ahorro que los agentes económicos realizan con motivos precautorios. Entre estas actuaciones se encuentran el aumento de la capacidad de redistribución de rentas de las políticas de ingresos y gastos públicos o el reforzamiento de los mecanismos de aseguramiento social. En este sentido, Mian, Straub y Sufi (2021) ilustran el balance al que se enfrenta la política fiscal expansiva, que podría actuar como estímulo a la economía, pero también como fuente de inestabilidad de la deuda soberana. Los autores muestran que, para el caso de Estados Unidos, existe una combinación de déficits permanentes pero bajos y de deuda pública relativamente alta, en la que la tasa de crecimiento del producto es superior a la del tipo de interés y, gracias a la política fiscal expansiva, converge a su tasa potencial.

43 Los argumentos a favor de la coordinación de las políticas fiscales nacionales para conseguir un tono expansivo de la política fiscal agregada en la UEM en contextos recesivos, como complemento a la actuación de la política monetaria, se ven reforzados por la evidencia disponible, que sugiere que existen efectos de desbordamiento de la política fiscal relevantes entre los países más grandes de la UEM, que serían especialmente relevantes en el caso de una expansión presupuestaria basada en la inversión pública [véanse Banco de España (2017), Alloza, Burriel y Pérez (2019) y Alloza *et al.* (2019)].

#### 4.4 Reglas, transparencia, control y estándares

**La regla de gasto como regla operativa para modular la convergencia al ancla de deuda de medio plazo parece adecuada, de acuerdo con la literatura<sup>44</sup>.** El diseño habitual de este tipo de reglas establece que el crecimiento del gasto público, una vez que se excluyen total o parcialmente determinadas partidas, como las de inversión o las relacionadas con el desempleo, no puede superar un límite de referencia, calculado a partir del crecimiento potencial o de medio plazo de la economía. Además, estas reglas pueden incorporar un factor de corrección que impone un límite más restrictivo al crecimiento del gasto para los países con una ratio de deuda superior al valor de referencia. Su principal ventaja es que contribuyen a limitar el sesgo procíclico de las fases expansivas, al impedir que los ingresos de carácter extraordinario se dediquen a incrementar el gasto público corriente de forma permanente. En este sentido, la literatura empírica sugiere que los marcos fiscales que incorporan reglas de gasto suelen presentar mejores resultados en términos de sostenibilidad a largo plazo de las cuentas públicas, al tiempo que generan una menor volatilidad de la actividad económica. Asimismo, una regla de gasto bien diseñada permitiría simplificar la multiplicidad de reglas operativas actuales, que se basan en distintas variables (gasto, déficit, déficit estructural) que interactúan entre sí.

**No obstante, la literatura especializada resalta la conveniencia de reforzar las reglas fiscales con elementos adicionales que garanticen su cumplimiento<sup>45</sup>.** En este sentido, la introducción en los últimos años de autoridades o consejos fiscales independientes, a escala tanto nacional como europea, incluyendo el reforzamiento de los poderes de la CE en la supervisión de los EEMM, permite robustecer el marco institucional. Otros elementos del marco institucional nacional, como el grado de centralización del proceso presupuestario, los procesos de elaboración y publicación de proyecciones fiscales, la existencia de reglas fiscales nacionales o la fijación de objetivos presupuestarios plurianuales, también son clave para el éxito de las reglas fiscales, a la luz de la experiencia internacional. La evidencia disponible indica, además, que las autoridades fiscales nacionales, en la medida en que pueden desarrollar un mejor acceso y conocimiento de los datos, los procesos presupuestarios y la legislación nacional, suelen estar menos sujetas a los sesgos que habitualmente se detectan en los análisis, siempre que se garantice su independencia tanto formal como operativa. Finalmente, la literatura también señala que la disponibilidad generalizada, y sin retardos, de la información estadística necesaria para la evaluación de cualquier regla, así como la calidad de dicha información, son elementos de primer orden para la evaluación en tiempo real de su funcionamiento, la corrección de eventuales desviaciones e incluso la valoración de su cumplimiento a corto y medio plazo.

**Convendría reconsiderar el papel de las instituciones fiscales independientes a escala europea frente a las nacionales.** En un marco en el que los elementos supranacionales

<sup>44</sup> Véanse Banco de España (2017), Holm-Hadulla, Hauptmeier y Rother (2012) o Ayuso-i-Casals (2012), y las referencias allí citadas.

<sup>45</sup> Véanse, entre otros, Hallerberg, Strauch y Von Hagen (2007), Von Hagen (2010), Merola y Pérez (2013), De Castro, Pérez y Rodríguez-Vives (2013), Reuter (2015), Hernández de Cos, Lacuesta y Moral-Benito (2016), Gilbert y De Jong (2017), Debrun *et al.* (2019), y Paredes, Pérez y Pérez-Quirós (2021).

adquirieran mayor importancia, como el que se defiende en este artículo, resultaría conveniente reforzar el papel de las instituciones fiscales nacionales, primera línea de control de los Gobiernos nacionales, así como su coordinación con instituciones similares a escala europea. En la actualidad, el Consejo Fiscal Europeo es un organismo independiente que asesora a la CE, en particular en la aplicación del marco fiscal y en la adecuación de las políticas fiscales nacionales con el tono adecuado para el área del euro en su conjunto<sup>46</sup>. El Consejo Fiscal Europeo carece de un papel formal frente a los consejos fiscales nacionales independientes y podría resultar conveniente que esta institución, u otra similar, posiblemente con una gobernanza reforzada, incluyendo su posible dependencia operativa en el poder legislativo (Parlamento Europeo) en vez del ejecutivo (CE), desempeñara un papel de supervisión de las instituciones nacionales. Esto permitiría, por una parte, introducir un nivel de rendición de cuentas en los consejos fiscales nacionales y, por otra, reforzar la independencia del Consejo Fiscal Europeo.

**Una parte de la literatura argumenta que los marcos basados en reglas deberían dejar paso a esquemas basados en estándares<sup>47</sup>.** Estos autores defienden que no es factible diseñar un sistema de reglas fiscales sencillo y operativo, dada la diversidad de situaciones específicas a las que tiene que enfrentarse. La evolución del PEC que hemos discutido es reflejo de estas dificultades. Esto, a su vez, evidencia que, por muy complejo que se haga un marco, no pueden acomodarse todas las posibles contingencias que pueden surgir. Por tanto, proponen abandonar los sistemas de reglas formales y pasar a un sistema de estándares compartidos por países, como, por ejemplo, la necesidad de evitar «déficits públicos excesivos». Dos elementos resultan centrales en esta propuesta: i) la realización de análisis de sostenibilidad de la deuda pública específicos para cada país, y ii) la determinación de los comportamientos de los Gobiernos que se ajustan a los «estándares» y los que no lo hacen. El primer elemento requeriría acuerdos sobre la metodología que se ha de utilizar y la institución o instituciones encargadas de su realización<sup>48</sup>. El segundo elemento requeriría formular qué institución independiente (o instituciones) se encargaría de determinar si el curso de la política fiscal de un país está en línea con los estándares. En la práctica, los problemas conceptuales identificados resultan similares a los presentes en el debate que se realiza dentro de los marcos formales de reglas: cuáles son los indicadores de referencia, quién se encarga de comprobar que se cumplen y cómo se instrumenta un eventual mecanismo corrector.

---

<sup>46</sup> Véase Asatryan *et al.* (2017).

<sup>47</sup> Véase Blanchard, Leandro y Zettelmeyer (2021).

<sup>48</sup> Las sucesivas revisiones del marco de Análisis de Sostenibilidad de la Deuda para países con acceso a los mercados (MAC DSA) del FMI reflejan la notable complejidad de este tipo de herramientas. El marco, introducido en 2002, fue revisado en 2003, 2005, 2011, 2013 y 2021. Además de los problemas comunes con las reglas fiscales, los Análisis de Sostenibilidad de la Deuda añaden problemas propios, como la necesidad de introducir previsiones económicas o la identificación de riesgos. En el caso del MAC DSA, se ha identificado la dificultad para incluir previsiones de crecimiento realistas, la sensibilidad ante cambios en los parámetros de los modelos o el anclaje de los modelos a variables de largo plazo, por definición sostenibles, que limitan la importancia de las perturbaciones. Véase Fondo Monetario Internacional (2021).

## 5 Conclusiones

**El hecho de que el marco europeo de reglas fiscales se encuentre en suspenso, por la aplicación de la cláusula general de salvaguarda, y que no haya una fecha fija de vuelta a la normalidad, abre una ventana de oportunidad para la reforma.** Existe un consenso amplio sobre la necesidad de esta. Las principales propuestas inciden en tres bloques de cuestiones: i) simplificación de las reglas para dotarlas de mayor transparencia y flexibilidad; ii) incorporación de nuevos instrumentos supranacionales de compartición de riesgos en la UEM, en particular para facilitar la absorción de perturbaciones de elevada intensidad, y iii) los elementos fiscales deben venir acompañados de actuaciones adicionales, tanto nacionales (reformas estructurales) como supranacionales (por ejemplo, completar la unión bancaria y avanzar en la unión del mercado de capitales). El encaje de estas propuestas en el entorno macroeconómico actual resulta complejo, independientemente del cálculo de su factibilidad política. Este es muy diferente al vigente en la década de 1990: se están evidenciando o consolidando tendencias estructurales como la digitalización, la globalización, el cambio climático o el envejecimiento poblacional, que afectan a los tipos de interés naturales y al crecimiento potencial. Asimismo, tras la era de la «gran moderación», se ha pasado a un período de perturbaciones globales de elevada intensidad.

**El nuevo contexto macroeconómico global y la experiencia de los 25 últimos años aconsejan un cambio de paradigma en el diseño del marco de gobernanza.** Este tendría que incorporar una gobernanza mejorada de las reglas fiscales, que deberían ser más simples, operativas y creíbles que las actuales, pero ir más allá, e incorporar elementos supranacionales de compartición de riesgos que permitan un funcionamiento adecuado del *policy-mix* entre las políticas monetaria y fiscal, con una visión conjunta del área del euro. Asimismo, las anclas de medio plazo deben ajustarse al entorno de tipos de interés y crecimiento potencial vigente en cada momento, reconocer que las economías se pueden seguir viendo sujetas a perturbaciones muy intensas y, al mismo tiempo, desarrollar mecanismos realistas de absorción de los desequilibrios fiscales existentes. Esto último, no obstante, debe considerar la necesidad de recuperar los márgenes de maniobra de la política fiscal en el medio plazo, lo que lleva aparejada la aplicación de un marco prudente, transparente y creíble de política fiscal.

**REGLAS, DISCRECIÓN E INSTITUCIONES**

En un célebre discurso en 2003, B. Bernanke<sup>1</sup> acuñó el término «discreción limitada» (*constrained discretion*) para describir el marco operativo que la Reserva Federal y otros bancos centrales habrían adoptado a lo largo de la anterior década como camino intermedio para superar el debate dicotómico entre reglas y discreción que había agitado a la profesión desde los años cincuenta del siglo pasado. El marco respondía a la necesidad de circunvenir los problemas sistémicos de inconsistencia temporal<sup>2</sup> que plantean las reglas numéricas, que —por lo general— resultan subóptimas debido a la dificultad intrínseca de diseñar planes contingentes que se adapten flexiblemente a circunstancias difíciles de prever. Al mismo tiempo, se intentaban evitar los potenciales costes, bien documentados, de las políticas discrecionales: falta de predictibilidad, tendencia al excesivo activismo y posibilidad de cometer errores graves.

En esencia, el marco adoptado asigna un papel medular al compromiso del banco central con el objetivo de estabilidad de precios en el medio-largo plazo que permitiera anclar las expectativas de inflación de los agentes y, de este modo, ampliar su capacidad discrecional para estabilizar crecimiento y empleo en el corto plazo. Pensado para maximizar las potenciales sinergias a todos los plazos entre los objetivos de inflación y empleo, el marco postulado —que contribuyó significativamente a la gran moderación— descansaba de forma crucial, sin embargo, en la existencia de una institución técnicamente competente, independiente del poder político en su operativa y dotada de credibilidad basada no solo en promesas, sino en los hechos que las avalan: el modelo prototípico de banco central que se había ido imponiendo progresivamente desde mediados de los ochenta del siglo pasado<sup>3</sup>.

En el área de las políticas fiscales, en principio, la delegación a una autoridad independiente (agente) del objetivo de preservar la solvencia de las finanzas públicas a largo plazo podría también, en un marco de «discreción limitada», cumplir la doble función de: i) poner coto a la indisciplina fiscal, es decir, la tendencia (el sesgo) de los Gobiernos a ignorar su restricción presupuestaria intertemporal, y ii) implementar medidas de política fiscal que respondan óptimamente a los *tradeoffs* que plantean a corto plazo las circunstancias económicas cambiantes<sup>4</sup>. La dificultad práctica, sin embargo, surge a la hora de dotar a dicha autoridad delegada de los instrumentos fiscales (de ingresos y/o de gastos) que: i) tengan un impacto efectivo en el presupuesto, y ii) respeten principios básicos de representación democrática, en particular dadas las implicaciones redistributivas de las actuaciones en esta área. Obviamente, la dificultad que entraña la cesión de soberanía por parte de parlamentos y gobiernos se ve multiplicada en caso de que dichos instrumentos fiscales hubieran de ser transferidos a instancias supranacionales.

Excluido el modelo de delegación fiscal del conjunto de instrumentos factibles, las reglas numéricas a los diferentes niveles de gobierno (subnacional, nacional o supranacional) han acaparado buena parte del protagonismo. En general, estas establecen límites cuantitativos a la evolución de la deuda, el déficit, el gasto y los ingresos públicos en un determinado período. La base de datos sobre reglas fiscales nacionales y supranacionales del FMI<sup>5</sup> reporta características clave de ellas en más de 90 países; además de su ubicuidad, el grado de heterogeneidad resulta notable: diferentes bases legales, cobertura, procedimientos de *monitoring* y *enforcement*, cláusulas de escape, etc.

La base de datos del FMI incluye también un conjunto amplio de arreglos institucionales no cuantitativos que tienen por objetivo mejorar la calidad del proceso presupuestario. Entre estos, quizá el ejemplo más sofisticado lo constituyen los Consejos Fiscales (cuya labor es reconocida en la regulación de la UE sobre los marcos fiscales nacionales), a los que se le encomiendan tareas concretas que varían en los diversos países; así, por ejemplo, mientras en ocasiones el Consejo Fiscal es el responsable de producir piezas analíticas clave en el proceso presupuestario (e g., cuadro macroeconómico sobre el que se basan las predicciones de ingresos, gastos y déficit del sector público), en la mayoría de los casos su papel se limita a emitir su opinión oficial sobre el realismo de los objetivos declarados de los presupuestos o de las predicciones macroeconómicas que lo sustentan. Crucialmente, al contrario que en el caso de la política monetaria, los Consejos Fiscales tienen mandatos fundamentalmente consultivos y, en general, no están dotados con los instrumentos propios que les permitan de forma autónoma alcanzar el objetivo de preservar la solvencia de las finanzas públicas a largo plazo.

En el caso de la UE, ya en 1992, el Tratado Maastricht consagró las referencias cuantitativas de deuda y déficit que luego serían desarrolladas mediante el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) cinco años después. Como se ha comentado en el texto principal, desde entonces el PEC ha tenido que reinventarse en múltiples ocasiones, y no siempre en la misma dirección, en respuesta a crisis. Blanchard *et al.* (2019), Gaspar (2020), Pappa (2020) y Bilbie *et al.* (2021) han proporcionado recientemente revisiones concisas de la evolución de la gobernanza fiscal de UE; las cuatro contribuciones mencionadas enfatizan la multiplicación de reglas fiscales en la UE y la gran complejidad del marco resultante. En este sentido, en su última etapa, las reformas del período 2011-2013 se concentraron en mejorar los procesos presupuestarios nacionales, con la consagración de los Consejos Fiscales nacionales y el Consejo Fiscal Europeo (EFB), más que en incrementar el número y la complejidad de las reglas.

1 Véase Bernanke (2003).

2 Véase Kydland y Prescott (1977).

3 Véase Kocherlakota (2016).

4 Véanse Costain y De Blas (2012) y Costain y Basso (2016, 2017).

5 Disponible en <https://www.imf.org/external/datamapper/FiscalRules/map/map.htm>.

**REGLAS, DISCRECIÓN E INSTITUCIONES (cont.)**

¿Han resultado efectivas las diversas reglas e instituciones fiscales? Heinemann *et al.* (2018) llevan a cabo un metaanálisis sobre el impacto presupuestario de las reglas numéricas basado en 30 estudios publicados en la última década. Sus estimaciones sugieren *prima facie* que las reglas habrían ayudado a contener las magnitudes fiscales; sin embargo, los resultados dejan de ser significativos cuando se corrigen por dos fuentes de sesgo reportados por los autores: 1) un sesgo

de endogeneidad, y 2) un sesgo de publicación<sup>6</sup>. Eyraud *et al.* (2018) muestran que la efectividad mejora considerablemente en el caso de reglas «bien diseñadas» (lo que en el contexto del FMI se ha dado en denominar «reglas de segunda generación»), especialmente cuando vienen acompañadas por Consejos Fiscales independientes. Esto sugeriría el papel complementario de reglas e instituciones para aumentar la efectividad del marco de gobernanza fiscal.

---

6 Obtienen que los resultados de documentos de trabajo son, en media, menos favorables a la tesis de efectividad de las reglas que los de artículos publicados en revistas académicas.

## EL MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIDAD

El Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) fue creado en 2012 como una organización intergubernamental encargada de otorgar préstamos de última instancia para la resolución de crisis en los países pertenecientes a la UEM. En su constitución, los países de la UEM aportaron fondos en forma de capital, en función de su peso económico. Estos fondos se utilizan como garantía para la emisión de deuda en los mercados por parte del MEDE, lo que le permite conceder asistencia financiera a los Estados miembros (EEMM), sujeta a una estricta condicionalidad.

En su creación, el MEDE disponía de dos tipos de asistencia financiera. El primer tipo se refiere a los préstamos a Estados soberanos<sup>1</sup>. Estas líneas de crédito podían ser de carácter preventivo (PCCL), para países considerados solventes y que cumplen con todas las reglas establecidas en los tratados, pero que afrontan una crisis de liquidez derivada de un *shock* exógeno; o condicionales (ECCL), para países que no cumplen alguno de los requisitos de los créditos de carácter preventivo y cuya situación puede desembocar en una crisis de solvencia<sup>2</sup>. Mientras que la concesión de una PCCL no estaría sujeta a condicionalidad, las ECCL se complementan con un programa de reforma macroeconómica, preparado por la Comisión Europea y la participación del BCE y, si se considera necesario, del FMI. Este fue el instrumento utilizado en los rescates de Grecia, Irlanda, Portugal y Chipre. El segundo tipo de asistencia financiera se refiere a préstamos destinados a la recapitalización de entidades financieras, y, en un principio, podían ser indirectos, a través de préstamos a los Estados soberanos destinados a la recapitalización del sistema financiero (el instrumento utilizado en el caso de España), o directos, de forma que el MEDE adquiriese instrumentos financieros de bancos considerados solventes.

Recientemente, una reforma del MEDE ha cambiado ambos tipos de préstamos<sup>3</sup>. En lo que se refiere a los préstamos a los soberanos, se han revisado los criterios que dan acceso a las líneas de crédito preventivas. En concreto, la reforma persigue hacer más transparente y previsible el acceso a las líneas, definiendo de forma clara los criterios cualitativos y cuantitativos que permitan valorar la situación macroeconómica y fiscal de los países que soliciten una PCCL. Específicamente, los países deben cumplir los criterios del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), es decir, una deuda inferior al 60 % del PIB, o decreciente hacia ese objetivo en una

proporción de 1/20 por año; un saldo ajustado de ciclo compatible con su objetivo de medio plazo; y un déficit inferior al 3 % del PIB<sup>4</sup>. Además, no deben estar sujetos a un Procedimiento de Déficit Excesivo ni de Desequilibrios Excesivos, y deben mantener un nivel de deuda pública sostenible. Estos criterios deben cumplirse durante los dos años anteriores a la petición<sup>5</sup>.

Por su parte, el instrumento de recapitalización directa de entidades financieras ha sido sustituido por la actuación del Fondo Único de Resolución (FUR). El FUR, constituido en el marco de la unión bancaria, realizaría las aportaciones directas (y, por tanto, serviría de prestamista de última instancia del sector financiero). El MEDE serviría como respaldo de última instancia al FUR, mediante una línea de crédito específica que cubriría la eventualidad de que el FUR no disponga de fondos suficientes en el contexto de una resolución bancaria.

Además, la reforma del MEDE supone la introducción obligatoria de la cláusula de acción colectiva (CAC) tipo *single-limb* en los contratos de emisión de deuda soberana de los EEMM del área del euro a partir de 2022. La nueva cláusula sustituye a la actualmente vigente en el marco europeo, la *two-limb* Euro CAC, obligatoria en todas las emisiones con vencimiento superior a un año realizadas desde el 1 de enero de 2013. La *single-limb* CAC consiste en introducir en los contratos de emisión un mecanismo de votación en caso de que se proponga una modificación de las condiciones del bono, que agrega los votos a través de todas las series de títulos afectados. Así, esta cláusula permite una reestructuración de todas las emisiones de bonos afectadas, con una única mayoría cualificada de votos (normalmente, un 75 %), independientemente de la existencia de una minoría disidente de bonistas (*holdouts*) en una serie individual. Por su parte, la actual *two-limb* Euro CAC introduce una votación a dos niveles, exigiendo mayorías tanto en cada serie individual (2/3 de los votos) como a nivel agregado de todas las series afectadas (75 %). En teoría, las nuevas cláusulas *single-limb* permitirán una reestructuración más rápida de la deuda en caso necesario, al tiempo que proporcionará una mayor certeza de que el proceso de reestructuración se llevará a cabo de forma ordenada.

Finalmente, en el contexto de la respuesta europea a la pandemia de COVID-19, las instituciones europeas acordaron activar un

1 La participación en alguno de los programas del MEDE es un requisito fundamental para el acceso a las *Outright Monetary Transactions* (OMT) del BCE. Bajo las OMT, el BCE puede comprar una cantidad, en principio ilimitada, de deuda en el mercado secundario del país considerado, en la medida en que dicha intervención se considere justificada desde una perspectiva de política monetaria.

2 Complementariamente, el MEDE puede adquirir deuda de un país que haya solicitado alguna de estas líneas de crédito en el mercado primario o secundario.

3 La reforma fue acordada por los líderes europeos en diciembre de 2018 y fue firmada a principios de 2021.

4 Estos criterios cuantitativos fueron incorporados en el anexo a la reforma del Tratado del MEDE. Anteriormente, los criterios de acceso a una PCCL eran de corte cualitativo, exigiendo el cumplimiento de las reglas fiscales, incluso si un país estaba sujeto a un Procedimiento de Déficit Excesivo, siempre que el país siguiera las decisiones y recomendaciones del Consejo, así como una deuda pública sostenible.

5 Además, se sustituye la firma de un memorándum de entendimiento por la de una carta de intenciones, con el compromiso de seguir cumpliendo los criterios de calificación *ex ante*. La aprobación del memorándum exigía la unanimidad de todos los EEMM, mientras existía la posibilidad de que estos pudieran introducir nuevas condiciones durante el proceso, lo que podría limitar la disposición de un país a solicitar el acceso a una línea precautoria.

Recuadro 2

**EL MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIDAD (cont.)**

instrumento de apoyo ante la crisis pandémica. Esta línea de crédito permite proporcionar préstamos a los EEMM, limitados al 2 % de su PIB, hasta un valor total de 240 mm de euros. La línea de crédito está disponible para todos los países de la

UEM hasta finales de 2022, y puede usarse para cubrir gastos sanitarios directos o indirectos relacionados con la pandemia. Sin embargo, ningún Estado miembro ha solicitado la línea de crédito hasta el momento.

## Bibliografía

- Andrés, J., P. Burriel y W. Shi (2020). *Debt sustainability and fiscal space in a heterogeneous Monetary Union: normal times vs the zero lower bound*, Documentos de Trabajo, n.º 2001, Banco de España.
- Andrie, M., J. Bluedorn, L. Eyraud, T. Kinda, P. K. Brooks, G. Schwartz y A. Weber (2015). «Reforming Fiscal Governance in the European Union», IMF Staff Discussion Note 15/09.
- Alloza, M., J. Andrés, J. J. Pérez y J. A. Rojas (2020). «Implicit public debt thresholds: An operational proposal», *Journal of Policy Modeling*, 42, pp. 1408-1424.
- Alloza, M., P. Burriel y J. J. Pérez (2019). «Fiscal policies in the euro area: revisiting the size of spillovers», *Journal of Macroeconomics*, 61, septiembre.
- Alloza, M., B. Cozmanca, M. Ferdinandusse y P. Jacquinot (2019). «Fiscal spillovers in a monetary union», *Boletín Económico*, Banco Central Europeo, n.º 1.
- Arce, Ó., S. Hurtado y C. Thomas (2016). «Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union», *International Journal of Central Banking*, 12(3), pp. 219-277.
- Arce, Ó., I. Kataryniuk, P. Marín y J. J. Pérez (2020). *Reflexiones sobre el diseño de un Fondo de Recuperación europeo*, Documentos Ocasionales, n.º 2014, Banco de España.
- Asatryan, Z., X. Debrun, F. Heinemann, M. Horvath, L. Ódor y M. Yeter (2017). «Making the Most of the European Fiscal Board», *ZEW policy brief*, n.º 3, 4 de mayo.
- Ayuso-i-Casals, J. (2012). «National Expenditure Rules – Why, How and When», *European Economic Papers*, 473, DG ECFIN, European Commission.
- Balli, F., S. Kalemli-Ozcan y B. E. Sørensen (2012). «Risk sharing through capital gains», *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économie*, vol. 45(2), pp. 472-492.
- Banco Central Europeo (2005). «Statement of the Governing Council on the ECOFIN Council's report on Improving the implementation of the Stability and Growth Pact», 21 de marzo.
- Banco de España (2017). «La política fiscal en la UEM», capítulo 4 del *Informe Anual 2016*.
- Banco de España (2021). «Los retos estructurales de la economía española tras el COVID-19 y las políticas para abordarlos», capítulo 2 del *Informe Anual 2020*.
- Barro, R. J. (1979). «On the determination of the public debt», *Journal of Political Economy*, 87.5, Part 1, pp. 940-971.
- Beetsma, R., N. Thygesen, A. Cugnasca, E. Orseau, P. Elifotou y S. Santacroce (2018). «Reforming the EU fiscal framework: A proposal by the European Fiscal Board», *VoxEU.org*, 26 de octubre.
- Bénassy-Quéré, A., et al. (2018). «Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform», *CEPR Policy Insight*, n.º 91.
- Bi, H. (2012). «Sovereign default risk premia, fiscal limits, and fiscal policy», *European Economic Review*, 56, pp. 389-410.
- Bianchi, F., R. Faccini y L. Melosi (2020). *Monetary and Fiscal Policies In Times of Large Debt: Unity is Strength*, NBER Working Paper, 27112.
- Bilbiie, F., T. Monacelli y R. Perotti (2021). «Fiscal Policy in Europe: Controversies over Rules, Mutual Insurance, and Centralization», *Journal of Economic Perspectives*, 35, pp. 77-100.
- Bini-Smaghi, L., T. Padoa-Schioppa and F. Papadia (1994). «The Transition to EMU in the Maastricht Treaty», *Essays in International Finance*, 194, Princeton University.
- Blanchard, O., A. Leandro y J. Zettelmeyer (2021). «Redesigning EU fiscal rules: From rules to standards», *Economic Policy*.
- Brunila, A., M. Buti, y D. Franco (eds.) (2001). *The stability and growth pact: the architecture of fiscal policy in EMU*, Springer.
- Burriel, P., F. Martí y J. J. Pérez (2017). «El impacto de la política monetaria no convencional sobre las finanzas públicas de la UEM», *Boletín Económico*, Banco de España.
- Burriel, P., P. Chronis, M. Freier, S. Hauptmeier, L. Reiss y D. Stegarescu (2020). *A fiscal capacity for the euro area: lessons from existing fiscal-federal systems*, Documentos Ocasionales, n.º 2009, Banco de España.
- Burriel, P., V. González-Díez, J. Martínez-Pagés y E. Moral-Benito (2021). *Real-time analysis of the revisions to the structural position of public finances*, Documentos Ocasionales, n.º 2108, Banco de España.
- Castro, F. de, J. J. Pérez y M. Rodríguez-Vives (2013). «Fiscal data revisions in Europe», *Journal of Money, Credit and Banking*, 45, pp. 1187-1209.
- Christiano, L., M. Eichenbaum y S. Rebelo (2011). «When Is the Government Spending Multiplier Large?», *Journal of Political Economy*, 119(1), pp. 78-121.
- Cioffi, M., M. Romanelli, P. Rizza y P. Tommasino (2019). *Outline of a redistribution-free debt redemption fund for the euro area*, Bank of Italy Occasional Papers, n.º 479.
- Consejo Fiscal Europeo (2020). *Annual Report*.

- Comisión Europea (2020a). «Communication on Economic Governance Review Report on the application of Regulations (EU) No. 1173/2011, 1174/2011, 1175/2011, 1176/2011, 1177/2011, 472/2013 and 473/2013 and on the suitability of Council Directive 2011/85/EU», Bruselas.
- Comisión Europea (2020b). «Economic governance review», Bruselas, 17 de febrero.
- Corsetti, G., K. Kuester, A. Meier y G. J. Müller (2010). «Debt Consolidation and Fiscal Stabilization of Deep Recessions», *American Economic Review*, 100(2), pp. 41-45.
- Corsetti, G., L. P. Feld, P. Lane, L. Reichlin, H. Rey, D. Vayanos y B. Weder Di Mauro (2015). «A New Start for the Eurozone: Dealing with Debt», *Monitoring the Eurozone*, 1, CEPR Press, Londres.
- Darvas, Z. M., y Á. Leandro (2015). *The limitations of policy coordination in the euro area under the European Semester* (n.º 2015/19), Bruegel Policy Contribution.
- Debrun, X., J. D. Ostry, T. Willems y C. Wyplosz (2019). *Public Debt Sustainability*, CEPR Discussion Paper 14010.
- Delgado-Téllez, M., E. Gordo, I. Kataryniuk y J. J. Pérez (2020a). *The decline in public investment: 'social dominance' or too-rigid fiscal rules?*, Documentos de Trabajo, n.º 2025, Banco de España.
- Delgado-Téllez, M., I. Kataryniuk, F. López Vicente y J. J. Pérez (2020b). *Endeudamiento supranacional y necesidades de financiación en la Unión Europea*, Documentos Ocasionales, n.º 2021, Banco de España.
- Efstathiou, K., y G. Wolff (2018). *Is the European Semester effective and useful?* (n.º 2018/09), Bruegel Policy Contribution.
- Eyraud, L., M. X. Debrun, A. Hodge, V. D. Lledo y M. C. A. Pattillo (2018). *Second-generation fiscal rules: Balancing simplicity, flexibility, and enforceability*, Fondo Monetario Internacional.
- Farhi, E., e I. Werning (2017). «Fiscal unions», *American Economic Review*, 107, pp. 3788-3834.
- Fernández-Villaverde, J., J. Marbet, G. Nuño y O. Rachedi (2021). «Inequality and the Zero Lower Bound», mimeo. Fondo Monetario Internacional (2021). *Review of the Debt Sustainability Framework for Market Access Countries*, IMF Policy Papers.
- Fournier, J. (2016). *The positive effect of public investment on potential growth*, Working Papers, n.º 1347, OECD Economics Department.
- Galí, J., y R. Perotti (2003). «Fiscal Policy and Monetary Integration in Europe», *Economic Policy*, octubre, pp. 533-572.
- Galí, J., y T. Monacelli (2005). «Monetary policy and exchange rate volatility in a small open economy», *The Review of Economic Studies*, 72, pp. 707-734.
- Gaspar, V. (2020). «Future of Fiscal Rules in the Euro Area», Keynote speech at Workshop on *Fiscal Rules in Europe: Design and Enforcement* organised by DG ECFIN, Bruselas, disponible en: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2020/01/28/sp012820-vitor-gaspar-fiscal-rules-in-europe>.
- Gilbert, N. D., y J. F. M. de Jong (2017). «Do European fiscal rules induce a bias in fiscal forecasts? Evidence from the Stability and Growth Pact», *Public Choice*, 170, pp. 1-32.
- González-Páramo, J. M. (2005). «The reform of the Stability and Growth Pact: an assessment», Speech at the Conference on *New Perspectives on Fiscal Sustainability*, Fráncfort, 13 de octubre.
- Gordo, E., y P. García-Perea (2016). «Los mecanismos de supervisión presupuestaria de la UEM», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.
- Gordo, E., P. Hernández de Cos y J. J. Pérez (2015). «Instituciones fiscales independientes en España y en la UEM», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España.
- Gordo, E., e I. Kataryniuk (2019). «Towards a more resilient euro area», *Economics and Business Letters*, 8, pp. 106-114.
- Guajardo, J., D. Leigh y A. Pescatori (2014). «Expansionary austerity? International evidence», *Journal of the European Economic Association*, 12.4, pp. 949-968.
- Hagen, J. von (2010). «Sticking to fiscal plans: the role of institutions», *Public Choice*, 144, pp. 487-503.
- Hallerberg, M., R. Strauch y J. von Hagen (2007). «The design of fiscal rules and forms of governance in European Union countries», *European Journal of Political Economy*, 23, pp. 338-359.
- Hepp, R., y J. von Hagen (2013). «Interstate risk sharing in Germany: 1970-2006», *Oxford Economic Papers*, vol. 65, n.º 1, pp. 1-24.
- Hernández de Cos, P. (2020). «La respuesta europea frente a la crisis del Covid-19», discurso de inauguración de las Jornadas de la Fundación Internacional Olof Palme, 13 de noviembre.
- Hernández de Cos, P., y J. J. Pérez (2015). «¿De la reforma del pacto de estabilidad a la unión fiscal?», *Anuario del Euro 2015*, pp. 209-222.
- Hernández de Cos, P., A. Lacuesta y E. Moral-Benito (2016). *An exploration of real-time revisions of output gap estimates across European countries*, Documentos Ocasionales, n.º 1605, Banco de España.
- Hernández de Cos, P., D. López Rodríguez y J. J. Pérez (2018). *Los retos del desapalancamiento público*, Documentos Ocasionales, n.º 1803, Banco de España.
- Holm-Hadulla, F., S. Hauptmeier y P. Rother (2012). «The impact of expenditure rules on budgetary discipline over the cycle», *Applied Economics*, 44, pp. 3287-3296.

- Informe Delors* (1989). «Report on the Economic and Monetary Union in the European Community», Comité para el Estudio de la Unión Económica y Monetaria.
- Informe Juncker* (2015). «Completing Europe's Economic and Monetary Union», European Commission.
- Informe Werner* (1970). «Report to the Council and the Commission on the realisation by stages of ECONOMIC AND MONETARY UNION in the Community», grupo de expertos liderado por P. Werner, [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication6142\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication6142_en.pdf).
- Kataryniuk, I., V. Mora-Bajén y J. J. Pérez (2021). *EMU deepening and sovereign debt spreads: using political space to achieve policy space*, Documentos de Trabajo, n.º 2103, Banco de España.
- Kopits, G. (2001). *Fiscal Rules: Useful Policy Framework or Unnecessary Ornament?*, IMF Working Paper No. 01/145.
- Larch, M., E. Orseau y W. van der Wielen (2021). «Do EU fiscal rules support or hinder counter-cyclical fiscal policy?», *Journal of International Money and Finance*, 112, 102328.
- Leeper, E. M. (1991). «Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies», *Journal of Monetary Economics*, vol. 27, n.º 1, febrero, pp. 129-147.
- Leeper, E. M., T. B. Walker y S. C. S. Yang (2010). «Government Investment and Fiscal Stimulus», *Journal of Monetary Economics*, 57, pp. 1000-1012.
- Marinheiro, C. F. (2021). «The Expenditure Benchmark: Complex and Unsuitable for Independent Fiscal Institutions», *Comparative Economic Studies*, de próxima publicación.
- Martin, P., J. Pisani-Ferry y X. Ragot (2021). «Reforming the European Fiscal Framework», *Les notes du conseil d'analyse économique*, n.º 63.
- Martínez Mongay, C., E. Feás, M. Otero Iglesias y F. Steinberg (2021). *Elementos de discusión para una reforma de la gobernanza de la Unión Económica y Monetaria*, Documento de Trabajo 4/2021, Real Instituto Elcano.
- Merola, R., y J. J. Pérez (2013). «Fiscal forecast errors: Governments versus independent agencies?», *European Journal of Political Economy*, 32, pp. 285-299.
- Mian, A., L. Straub y A. Sufi (2021). «A Goldilocks Theory of Fiscal Policy», mimeo.
- Moessinger, M. D., y M. Yeter (2018). «Do fiscal rules constrain fiscal policy? A meta-regression-analysis», *European Journal of Political Economy*, 51, pp. 69-92.
- Pappa, E. (2020). «Fiscal rules, policy and macroeconomic stabilization in the euro area», en *ECB Forum on Central Banking*, Sintra.
- Paredes, J., J. J. Pérez y G. Pérez-Quirós (2021). *Fiscal targets. A guide to forecasters?*, BCE y Banco de España, julio. Versión anterior: CEPR Discussion Paper Series, 10553.
- Páris, P., y C. Wyplosz (2014). «PADRE: Politically Acceptable Debt Restructuring in the Eurozone», *Geneva Special Report on the World Economy*, 3, ICMB and CEP.
- Reinhart, C. M., V. R. Reinhart y K. S. Rogoff (2012). «Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800», *Journal of Economic Perspectives*, 26(3), pp. 69-86.
- Reuter, W. H. (2015). «When and why do countries break their national fiscal rules?», *European Journal of Political Economy*, 57, pp. 125-141.
- Rodríguez, L., y C. Cuerpo (2019). *Some elements for a revamped fiscal framework for Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 2018/03, Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal.
- Rompuy, H. van (2012). *Report: Towards a genuine Economic and Monetary Union*, European Commission.
- Sargent, T. J., y N. Wallace (1981). «Some Unpleasant Monetarist Arithmetic», *Quarterly Review*, 531, Federal Research Bank of Minneapolis, otoño.
- Thygesen, N., R. Beetsma, M. Bordinon, X. Debrun, M. Szczurek, M. Larch, M. Busse, M. Gabrijelcic, L. Jankovics y S. Santacrose (2021). «High debt, low rates, and tail events: Rules-based fiscal frameworks under stress», *VoxEU.org.*, disponible en: <https://voxeu.org/article/rules-based-fiscal-frameworks-under-stress>.

## Anejo 1 La aritmética de la sostenibilidad de la deuda

Existe una relación económica que describe la dinámica de la deuda pública y que es válida para cada momento del tiempo  $t$ . Dicha ecuación, conocida como «restricción presupuestaria del sector público», relaciona el *stock* de deuda pública presente al final del período ( $B_t$ ), el *stock* de deuda inicial ( $B_{t-1}$ ), el tipo de interés nominal ( $i_t$ ), el déficit primario ( $D_t^p$ ) y otras cantidades ( $ADD_t$ , que denotan los ajustes flujo-fondo que tienen en cuenta diferencias entre las variaciones del déficit y las variaciones de la deuda):

$$B_t = (1 + i_t) B_{t-1} + D_t^p + ADD_t$$

La ecuación anterior es el punto de partida para el análisis de las dinámicas de deuda pública. Para ello, es útil expresar la relación anterior como porcentaje del PIB nominal (cuyas variables quedan representadas por letras minúsculas):

$$b_t = \frac{(1 + i_t)}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} b_{t-1} + d_t^p + add_t$$

donde  $g_t$  es la tasa de crecimiento real del producto y se refiere a la tasa de inflación (medida a través del deflactor del PIB). La anterior relación se puede expresar como la variación de la ratio de deuda sobre PIB en términos del diferencial entre el tipo de interés real  $r_t$  y  $g_t$ :

$$b_t - b_{t-1} = \frac{(r_t - g_t)}{(1 + g_t)} b_{t-1} + d_t^p + add_t$$

A continuación, se define el estado estacionario como aquel momento del tiempo  $t$  en el que las variables macroeconómicas crecen a un ritmo constante y, por tanto, la ratio de deuda sobre PIB se estabiliza. Además, por simplificación, se asume que los ajustes flujo-fondo son aproximadamente 0 en dicho estado estacionario. Por tanto, la ecuación anterior queda expresada como:

$$d^p = \frac{(g - r)}{(1 + g)} b$$

A pesar de las simplificaciones realizadas, esta ecuación de largo plazo es útil, dado que determina el déficit primario que permite estabilizar la ratio de deuda pública sobre PIB en un nivel  $b$ , para unos parámetros macroeconómicos dados.

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### DOCUMENTOS OCASIONALES

- 2010 MIGUEL ÁNGEL LÓPEZ y M.<sup>a</sup> DE LOS LLANOS MATEA: El sistema de tasación hipotecaria en España. Una comparación internacional.
- 2011 DIRECCIÓN GENERAL DE ECONOMÍA Y ESTADÍSTICA: La economía española en 2019. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2012 MARIO ALLOZA, MARIEN FERDINANDUSSE, PASCAL JACQUINOT y KATJA SCHMIDT: Fiscal expenditure spillovers in the euro area: an empirical and model-based assessment.
- 2013 DIRECCIÓN GENERAL DE ECONOMÍA Y ESTADÍSTICA: El mercado de la vivienda en España entre 2014 y 2019. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2014 ÓSCAR ARCE, IVÁN KATARYNIUK, PALOMA MARÍN y JAVIER J. PÉREZ: Reflexiones sobre el diseño de un Fondo de Recuperación europeo. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2015 MIGUEL OTERO IGLESIAS y ELENA VIDAL MUÑOZ: Las estrategias de internacionalización de las empresas chinas.
- 2016 EVA ORTEGA y CHIARA OSBAT: Exchange rate pass-through in the euro area and EU countries.
- 2017 ALICIA DE QUINTO, LAURA HOSPIDO y CARLOS SANZ: The child penalty in Spain.
- 2018 LUIS J. ÁLVAREZ y MÓNICA CORREA-LÓPEZ: Inflation expectations in euro area Phillips curves.
- 2019 LUCÍA CUADRO-SÁEZ, FERNANDO S. LÓPEZ-VICENTE, SUSANA PÁRRAGA RODRÍGUEZ y FRANCESCA VIANI: Medidas de política fiscal en respuesta a la crisis sanitaria en las principales economías del área del euro, Estados Unidos y Reino Unido. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2020 ROBERTO BLANCO, SERGIO MAYORDOMO, ÁLVARO MENÉNDEZ y MARISTELA MULINO: Las necesidades de liquidez y la solvencia de las empresas no financieras españolas tras la perturbación del Covid-19. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2021 MAR DELGADO-TÉLLEZ, IVÁN KATARYNIUK, FERNANDO LÓPEZ-VICENTE y JAVIER J. PÉREZ: Endeudamiento supranacional y necesidades de financiación en la Unión Europea. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2022 EDUARDO GUTIÉRREZ y ENRIQUE MORAL-BENITO: Medidas de contención, evolución del empleo y propagación del Covid-19 en los municipios españoles. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2023 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: La economía española ante la crisis del Covid-19. Comparecencia ante la Comisión de Asuntos Económicos y Transformación Digital del Congreso de los Diputados, 18 de mayo de 2020. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2024 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Los principales retos de la economía española tras el Covid-19. Comparecencia en la Comisión para la Reconstrucción Social y Económica de España tras el Covid-19 / Congreso de los Diputados, el 23 de junio de 2020. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2025 ENRIQUE ESTEBAN GARCÍA-ESCUADERO y ELISA J. SÁNCHEZ PÉREZ: Los *swaps* de divisas entre bancos centrales. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2026 PABLO AGUILAR, ÓSCAR ARCE, SAMUEL HURTADO, JAIME MARTÍNEZ-MARTÍN, GALO NUÑO y CARLOS THOMAS: La respuesta de la política monetaria del Banco Central Europeo frente a la crisis del Covid-19. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2027 EDUARDO GUTIÉRREZ, ENRIQUE MORAL-BENITO y ROBERTO RAMOS: Tendencias recientes de la población en las áreas rurales y urbanas de España.
- 2028 ÁNGEL LUIS GÓMEZ: Efectos de los cambios en la composición del empleo sobre la evolución de los salarios en la zona del euro: un análisis con datos de panel. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2029 MIGUEL GARCÍA-POSADA GÓMEZ: Análisis de los procedimientos de insolvencia en España en el contexto de la crisis del Covid-19: los concursos de acreedores, los preconcursos y la moratoria concursal. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2030 ÁNGEL GÓMEZ-CARREÑO GARCÍA-MORENO: Juan Sebastián Elcano: 500 años de la Primera vuelta al mundo en los billetes del Banco de España. Historia y tecnología del billete.
- 2031 OLYMPIA BOVER, NATALIA FABRA, SANDRA GARCÍA-URIBE, AITOR LACUESTA y ROBERTO RAMOS: Firms and households during the pandemic: what do we learn from their electricity consumption?
- 2032 JÚLIA BRUNET, LUCÍA CUADRO-SÁEZ y JAVIER J. PÉREZ: Fondos públicos de contingencia para situaciones de emergencia: lecciones de la experiencia internacional. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2033 CRISTINA BARCELÓ, LAURA CRESPO, SANDRA GARCÍA-URIBE, CARLOS GENTO, MARINA GÓMEZ y ALICIA DE QUINTO: The Spanish Survey of Household Finances (EFF): description and methods of the 2017 wave.

- 2101 LUNA AZAHARA ROMO GONZÁLEZ: Una taxonomía de actividades sostenibles para Europa.
- 2102 FRUCTUOSO BORRALLO, SUSANA PÁRRAGA-RODRÍGUEZ y JAVIER J. PÉREZ: Los retos de la fiscalidad ante el envejecimiento: evidencia comparada de la Unión Europea, Estados Unidos y Japón. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2103 LUIS J. ÁLVAREZ, M.ª DOLORES GADEA y ANA GÓMEZ LOSCOS: La evolución cíclica de la economía española en el contexto europeo. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2104 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: Proyecto de Presupuestos Generales del Estado para 2021. Comparecencia ante la Comisión de Presupuestos del Congreso de los Diputados, el 4 de noviembre de 2020. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2105 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: La independencia de las autoridades y supervisores económicos. El caso del Banco de España. Comparecencia del gobernador del Banco de España ante la Comisión para la Auditoría de la Calidad Democrática / Congreso de los Diputados, el 22 de diciembre de 2020. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2106 PABLO HERNÁNDEZ DE COS: El sistema de pensiones en España: una actualización tras el impacto de la pandemia. Contribución del Banco de España a los trabajos de la Comisión de Seguimiento y Evaluación de los Acuerdos del Pacto de Toledo. 2 de septiembre de 2020. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2107 EDUARDO BANDRÉS, MARÍA-DOLORES GADEA y ANA GÓMEZ-LOSCOS: Datado y sincronía del ciclo regional en España. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2108 PABLO BURRIEL, VÍCTOR GONZÁLEZ-DÍEZ, JORGE MARTÍNEZ-PAGÉS y ENRIQUE MORAL-BENITO: Real-time analysis of the revisions to the structural position of public finances.
- 2109 CORINNA GHIRELLI, MARÍA GIL, SAMUEL HURTADO y ALBERTO URTASUN: Relación entre las medidas de contención de la pandemia, la movilidad y la actividad económica. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2110 DMITRY KHAMETSHIN: High-yield bond markets during the COVID-19 crisis: the role of monetary policy.
- 2111 IRMA ALONSO y LUIS MOLINA: A GPS navigator to monitor risks in emerging economies: the vulnerability dashboard.
- 2112 JOSÉ MANUEL CARBÓ y ESTHER DIEZ GARCÍA: El interés por la innovación financiera en España. Un análisis con Google Trends.
- 2113 CRISTINA BARCELÓ, MARIO IZQUIERDO, AITOR LACUESTA, SERGIO PUENTE, ANA REGIL y ERNESTO VILLANUEVA: Los efectos del salario mínimo interprofesional en el empleo: nueva evidencia para España.
- 2114 ERIK ANDRES-ESCAIOLA, JUAN CARLOS BERGANZA, RODOLFO CAMPOS y LUIS MOLINA: A BVAR toolkit to assess macrofinancial risks in Brazil and Mexico.
- 2115 ÁNGEL LUIS GÓMEZ y ANA DEL RÍO: El impacto desigual de la crisis sanitaria sobre las economías del área del euro en 2020. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2116 FRUCTUOSO BORRALLO EGEA y PEDRO DEL RÍO LÓPEZ: Estrategia de política monetaria e inflación en Japón. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2117 MARÍA J. NIETO y DALVINDER SINGH: Incentive compatible relationship between the ERM II and close cooperation in the Banking Union: the cases of Bulgaria and Croatia.
- 2118 DANIEL ALONSO, ALEJANDRO BUESA, CARLOS MORENO, SUSANA PÁRRAGA y FRANCESCA VIANI: Medidas de política fiscal adoptadas a partir de la segunda ola de la crisis sanitaria: área del euro, Estados Unidos y Reino Unido. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2119 ROBERTO BLANCO, SERGIO MAYORDOMO, ÁLVARO MENÉNDEZ y MARISTELA MULINO: El impacto de la crisis del COVID-19 sobre la vulnerabilidad financiera de las empresas españolas. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2120 MATÍAS PACCE, ISABEL SÁNCHEZ y MARTA SUÁREZ-VARELA: El papel del coste de los derechos de emisión de CO<sub>2</sub> y del encarecimiento del gas en la evolución reciente de los precios minoristas de la electricidad en España. (Existe una versión en inglés con el mismo número).
- 2121 MARIO ALLOZA, JAVIER ANDRÉS, PABLO BURRIEL, IVÁN KATARYNIUK, JAVIER J. PÉREZ y JUAN LUIS VEGA: La reforma del marco de gobernanza de la política fiscal de la Unión Europea en un nuevo entorno macroeconómico. (Existe una versión en inglés con el mismo número).