

10.02.2023

Desarrollos en el marco de gobernanza económica de la UE: hacia una mayor eficiencia de las reglas fiscales en una unión monetaria más completa*

Warwick Economics Summit 2023

Universidad de Warwick - Coventry (Reino Unido)

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

* Traducción al español del original en inglés.

Quisiera agradecer al equipo de coordinación su invitación para participar en la edición 2023 del Warwick Economics Summit. Me gustaría felicitar al Departamento de Economía de la Universidad de Warwick por animar a sus estudiantes a poner en marcha esta iniciativa, que ha contado con oradores muy distinguidos desde 2002. Es para mí un honor formar parte de este grupo de ponentes que han compartido con vosotros sus opiniones sobre diversos temas clave no solo para nuestro presente sino también para nuestro futuro. Permitidme añadir que me alegra especialmente poder hacerlo este año en persona tras los últimos años de pandemia.

En mi intervención de hoy abordaré el papel principal que, a mi juicio, desempeña —o debería desempeñar— el marco de gobernanza fiscal de la Unión Europea (UE), así como la revisión en curso para acometer su reforma. Me referiré también a las orientaciones recientes de la Comisión Europea —publicadas el pasado mes de noviembre— relativas a la reforma de las reglas fiscales. Quisiera subrayar que mis palabras de hoy expresan solo una opinión más del debate actual entre académicos y responsables de la elaboración de políticas en relación con la reforma de este marco de gobernanza.

Introducción

En el entorno económico actual la actividad está perdiendo fuerza, pese a mostrar una capacidad de resistencia mayor de lo inicialmente esperado. Una serie de factores —en el caso del área del euro, sobre todo la invasión rusa de Ucrania— son los causantes de estas dinámicas económicas adversas y de la escalada de la inflación hasta niveles inéditos en décadas. Por ello, los bancos centrales, incluido el BCE, han respondido con celeridad a las presiones inflacionistas, endureciendo las condiciones de financiación de los agentes económicos privados y de los Gobiernos.

Además, estas perturbaciones han puesto claramente de manifiesto las vulnerabilidades europeas en áreas fundamentales, como el sector energético, así como la considerable disparidad entre países en su exposición relativa a las mismas.

Y esto sucede en un contexto en el que la deuda pública del área del euro ha aumentado en casi 10 puntos porcentuales (pp) de PIB desde la pandemia, lo que se ha traducido en unas ratios de deuda en relación con el PIB y déficits estructurales elevados en algunos países que han reducido el espacio fiscal disponible y representan una vulnerabilidad importante.

Todos estos aspectos subrayan la importancia de conseguir el *policy mix* adecuado entre las políticas monetaria y fiscal para afrontar esta compleja coyuntura.

Las circunstancias actuales difieren sustancialmente de las existentes cuando irrumpió la pandemia de COVID-19. La pandemia nos enfrentó a un *shock* exógeno grave, aunque transitorio, que probablemente constituyó la mayor perturbación de oferta y de demanda que habíamos experimentado en décadas. En ese contexto, era imprescindible dar una respuesta de política fiscal y monetaria coordinada para apoyar las rentas de los hogares y las empresas, y minimizar el daño estructural que la crisis pudiera causar en el empleo, la capacidad productiva y el crecimiento económico. La respuesta fiscal tenía que basarse en la adopción de medidas tanto nacionales como supranacionales de una magnitud significativa.

En el actual entorno de elevada inflación, no obstante, el *policy mix* adecuado pasa por endurecer la orientación de la política monetaria e imprimir un tono a la política fiscal que, a nivel agregado de la zona del euro, no sea incompatible con esta orientación antiinflacionista. Esto implica que las medidas de apoyo público deberían ser temporales, y estar focalizadas y adaptadas al mantenimiento de los incentivos para consumir menos energía. Concretamente, estas se deberían retirar gradualmente conforme vayan descendiendo los precios energéticos. De lo contrario corremos el riesgo de incrementar las presiones inflacionistas a medio plazo, lo que haría necesaria una respuesta más decidida de la política monetaria.

En este sentido, me gustaría subrayar que el papel del marco de reglas fiscales de la UE es precisamente el de conseguir que la orientación de la política fiscal sea compatible con el buen funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria (UEM), garantizando al mismo tiempo la sostenibilidad de las finanzas públicas, o, al menos, esa es su máxima aspiración.

¿Por qué son necesarias las reglas fiscales?

Quisiera dejar claro desde el principio que, para garantizar la estabilidad macroeconómica y el correcto funcionamiento de la UEM, es fundamental un marco de disciplina fiscal que promueva la sostenibilidad de las finanzas públicas.

En virtud del Tratado de Maastricht, el diseño de la UEM se basó en dos pilares: una autoridad monetaria única y un conjunto de políticas fiscales nacionales coordinadas, que constituyeron el *policy mix* de la UEM. La política monetaria se encargaba a un banco central independiente, centrado en el objetivo de estabilidad de precios. A su vez, las políticas fiscales nacionales autónomas, en su ámbito estabilizador, se ocuparían de responder a perturbaciones idiosincrásicas y divergencias cíclicas, garantizando al mismo tiempo la sostenibilidad de las cuentas públicas.

Sin embargo, la conducción autónoma de la política fiscal en una unión monetaria lleva aparejadas externalidades inherentes que justifican el establecimiento de ciertas limitaciones. La UEM se construyó sobre la base de que la plena responsabilidad de la toma de decisiones y la ejecución de la política fiscal recayera en los Gobiernos de los Estados miembros, sin injerencias en la política monetaria. En este sentido, la independencia del banco central se vio reforzada por dos vías: i) la prohibición de financiación monetaria y ii) una ejecución virtuosa de la política fiscal para evitar que la independencia de la autoridad monetaria se pusiera en entredicho. Así, la responsabilidad de las consecuencias de las actuaciones fiscales correspondía exclusivamente a los Estados miembros. Por ello, se introdujo en el Tratado una «cláusula de no rescate» (*no bail-out clause*), cuyo principal objetivo era que los mercados financieros desempeñaran un papel disciplinario exigiendo primas de riesgo diferentes en función de los fundamentos fiscales subyacentes.

Al mismo tiempo, se establecieron límites al déficit y a la deuda pública de los Estados miembros que posteriormente se complementaron a través de las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Existían dos motivos adicionales para ello. En primer lugar, no siempre se podía confiar en que los mercados financieros actuaran como elemento disuasorio de políticas inadecuadas¹. En segundo lugar, se podrían dar

¹ Aizenman, J., M. Hutchison e Y. Jinjark (2013). «What is the risk of European sovereign debt defaults? Fiscal space, CDS spreads and market pricing of risk». *Journal of International Money and Finance*, 34, 37-59.

situaciones en las que la cláusula de no rescate pudiera no ser plenamente creíble, dado que las desviaciones presupuestarias graves que se produjeran en un país podían generar inestabilidad económica y financiera en el conjunto de la UEM, lo que, en último término, obligaría a esta última a rescatar a los países en dificultades.

Esas limitaciones hicieron necesario aplicar reglas comunes adicionales. Así, el Tratado estipuló que los Estados miembros debían evitar déficits excesivos y que la Comisión Europea debía vigilar las finanzas públicas para detectar desviaciones significativas (o, en el lenguaje del Tratado, «errores manifiestos») que pudieran poner en peligro la estabilidad macroeconómica y financiera de la unión monetaria.

En la práctica, el PEC implementó estos principios a través de dos valores de referencia muy conocidos: una ratio de deuda pública en relación con el PIB del 60 % y una ratio de déficit en relación con el PIB del 3 %. Los países que no cumplieran estos criterios quedaban sujetos al componente correctivo, que garantizaba la corrección del déficit excesivo en un período de tiempo determinado. Los países que los cumplían pasaban a estar sometidos al componente preventivo, que exigía su convergencia hacia los objetivos presupuestarios de medio plazo.

Deficiencias del actual marco de gobernanza fiscal

Así, el enfoque institucional con respecto a las políticas fiscales en la UEM se basaba en el supuesto de que las limitaciones supranacionales darían como resultado unas políticas presupuestarias nacionales compatibles con el buen funcionamiento de la unión monetaria.

Sin embargo, a diferencia de la política monetaria —que suele seguir la regla de Tinbergen de contar con tantos instrumentos como objetivos—, la política fiscal tiende hacia la indeterminación perpetua. Tiene que alcanzar múltiples objetivos, como la estabilización cíclica, apoyar un crecimiento sostenible a largo plazo o abordar la cuestión del equilibrio entre eficiencia y equidad, mediante el uso de instrumentos diversos, pero a menudo insuficientes, y con sujeción a limitaciones, sobre todo la necesidad de garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

En este contexto, la historia de la unión monetaria revela una tensión constante entre el afán por la consecución de objetivos nacionales a corto y a largo plazo y la esperanza de que el marco institucional común produzca resultados supranacionales coherentes. Las deficiencias del marco original son bien conocidas² y pueden resumirse en cinco puntos.

En primer lugar, las reglas primigenias establecidas en el momento del Tratado de Maastricht eran excesivamente simplistas y no tenían en cuenta el impacto de la posición cíclica de la economía en el déficit. En particular, el Tratado no evitó que se aplicara una política fiscal expansiva (procíclica) en períodos de elevado crecimiento económico, dado que en las reglas no se mencionaba la necesidad de que los Estados miembros ahorraran en épocas de bonanza. Y ello llevó también a una política fiscal contractiva durante las

² Para un análisis más detallado sobre la reforma del marco de gobernanza fiscal en la Unión Europea, véase Alloza, M., J. Andrés, P. Burriel, I. Kataryniuk, J. J. Pérez y J. L. Vega (2021). «La reforma del marco de gobernanza de la política fiscal de la Unión Europea en un nuevo entorno macroeconómico». Documentos Ocasionales, n.º 2121. Banco de España.

recesiones, ya que la regla del déficit exigía realizar ajustes en períodos en los que las finanzas públicas se estaban hundiendo por el efecto de los estabilizadores automáticos.

Sucesivas reformas trataron de subsanar esta deficiencia, pero a costa de incrementar la complejidad. Concretamente, el foco se desplazó hacia el uso de variables «estructurales» de medio plazo. Sin embargo, para ello era necesario calcular la posición cíclica de la economía y la elasticidad de las finanzas públicas al ciclo, cuya estimación en tiempo real ha resultado muy difícil de llevar a cabo. De hecho, la evidencia demuestra que, en el caso de la Unión Europea, las estimaciones del producto potencial se revisan hasta diez años después del primer dato publicado.

En segundo lugar, aunque el entorno económico actual se asemeja muy poco al de la década de 1990, los valores de referencia se incluyeron en el Tratado como si fueran «valores estructurales permanentes» de las economías. Estos límites se calibraron atendiendo a las condiciones macroeconómicas medias de finales de los años noventa. Pero las economías están sujetas a transformaciones de carácter estructural a lo largo del tiempo, por lo que esos límites deberían actualizarse.

En tercer lugar, pese a centrarse en la sostenibilidad fiscal, el marco no evitó que la deuda pública aumentara de forma generalizada y constante. De nuevo, la experiencia demuestra que este incremento está relacionado, en gran medida, con un incumplimiento de las reglas, sobre todo en épocas de bonanza, que no se aprovecharon para acumular colchones fiscales para períodos de inestabilidad económica. Esto no resulta sorprendente. En la literatura se subraya que es el propio diseño de las reglas fiscales —y no solo su mera existencia— lo que determina su eficacia, de ahí que aspectos como la definición, los mecanismos de ejecución y los procedimientos de corrección de dichas reglas revistan tanta importancia³.

En cuarto lugar, el diseño inicial se centró en los desequilibrios fiscales, y pasó por alto el hecho de que otros desequilibrios, como los financieros o los de la balanza por cuenta corriente, también son importantes para el correcto funcionamiento de la UEM. En consecuencia, no evitó que se acumularan desequilibrios macroeconómicos a nivel nacional, lo que podía potencialmente desestabilizar al área del euro en su conjunto. Este problema se abordó durante la crisis de deuda soberana del área del euro con la introducción del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos (PDM), si bien con un éxito solo limitado. En este sentido, me gustaría destacar que las reformas estructurales, como las propuestas en el marco del Semestre Europeo y las recomendaciones de la Comisión, son también importantes para el adecuado funcionamiento de la UEM y para la sostenibilidad de las finanzas públicas.

Por último, el Tratado no previó la magnitud de los mecanismos necesarios para una gestión conjunta de crisis, incluida una actuación fiscal común para suavizar el ciclo y coordinarse con la política monetaria común. De hecho, no existió ningún mecanismo de gestión de crisis hasta la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) a raíz de la crisis de deuda soberana del área del euro de 2012. Tras dicha crisis, esta deficiencia volvió a ponerse de manifiesto cuando el grado de coordinación de las políticas fiscales que proporcionaba el marco fiscal no fue capaz de generar el estímulo agregado necesario para complementar la acción de la política monetaria en un entorno de baja inflación. Dicho esto,

³ Véase, por ejemplo, Badinger, H. y W. H. Reuter (2017). The Case for Fiscal Rules. *Economic Modelling*, 60, 334–343.

es importante reconocer el modo en el que la respuesta de la política fiscal durante la pandemia aprovechó las experiencias previas. Sobre esta base, se articularon instrumentos fiscales centralizados de carácter temporal para complementar la activación de la cláusula general de salvaguardia del PEC, lo que permitió un tono muy expansivo de las políticas fiscales nacionales.

Si tuviéramos que extraer alguna lección de este breve repaso histórico, podría ser que el marco de gobernanza fiscal previsto en el Tratado —más allá de sus componentes fundacionales— se ha ido adaptando continuamente a un entorno cambiante. Se han realizado avances significativos, sobre todo en tiempos de crisis. Sin embargo, las reformas sucesivas no han abordado todas las cuestiones pendientes. Más allá de la actuación coordinada, indudablemente adecuada y acertada, durante la pandemia, el diseño que subyace al *policy mix* actual tiene diferentes márgenes de mejora.

Además, la enorme necesidad de apoyo fiscal durante la pandemia obligó a la suspensión del marco fiscal e hizo que el nivel de deuda pública aumentara de forma considerable. Esto redujo sustancialmente el margen de maniobra de la política fiscal, en un contexto de necesidad acuciante de inversión pública a largo plazo en los ámbitos de la digitalización y el cambio climático. En un entorno de estas características, la elevada inflación y el cambio hacia una política monetaria restrictiva podrían propiciar que los mercados financieros presten más atención a la sostenibilidad de la deuda. Dicho en pocas palabras, disponer de un marco fiscal creíble es ahora más importante que nunca.

La propuesta de reforma de la Comisión Europea

Como resultado, en la actualidad la Comisión Europea está revisando el marco fiscal de la UE con el propósito de reducir su complejidad, mejorar su cumplimiento, promover un comportamiento más contracíclico de la política fiscal y acomodar las nuevas necesidades de inversión vinculadas a las transiciones ecológica y digital.

En este contexto, en su Comunicación del 9 de noviembre de 2022, la Comisión presentó sus orientaciones para promover y guiar los debates sobre la reforma entre las partes interesadas⁴.

Quisiera ahora dedicar unos minutos a describir sus principales características para después poder compartir con vosotros mi opinión sobre los aspectos fundamentales que debe reunir un marco fiscal operativo. Mientras repaso mi «lista de deseos», reflexionaré acerca de las fortalezas y deficiencias que presenta la propuesta de la Comisión, para poder comentar las dificultades a las que se enfrenta cualquier propuesta de reforma.

El objetivo principal de la propuesta es garantizar que las ratios de deuda pública se sitúen en una senda descendente o permanezcan en niveles prudentes, con la ratio de deuda en relación con el PIB del 60 % como valor de referencia. También sigue siendo necesario que los déficits públicos se mantengan por debajo del valor de referencia del 3 % en el medio

⁴ Comisión Europea (2022). «Creación de un marco de gobernanza económica adaptado a los retos futuros», nota de prensa, 9 de noviembre de 2022.

plazo, lo que ha demostrado su eficacia para anclar las cuentas públicas de los Estados miembros⁵.

Con el fin de cumplir este objetivo, los Estados miembros deberán presentar planes fiscales y estructurales a medio plazo que garanticen que su ratio de deuda consiga ese objetivo o tienda hacia una senda sostenible al final del período de ajuste. La senda de ajuste se discutirá y acordará bilateralmente con la Comisión, antes de ser adoptada por el Consejo de la UE.

Estos planes estructurales a medio plazo incorporarán compromisos de inversión pública y de reforma, que deberán centrarse en abordar las prioridades identificadas en las recomendaciones específicas por país aprobadas por el Consejo Europeo, en consonancia con las prioridades estratégicas de la UE. Los compromisos de reforma y de inversión podrían sustentar un período de ajuste más largo o un ajuste más gradual.

La senda de ajuste fiscal debe basarse en un ancla de sostenibilidad fiscal a largo plazo, que se articula a través del denominado «marco de análisis de la sostenibilidad de la deuda» y se implementa mediante una regla de gasto sencilla.

Además, en caso de graves perturbaciones, seguiría habiendo una cláusula general de salvaguardia y una cláusula de circunstancias excepcionales, que permitirían desviaciones temporales respecto de la senda fiscal.

Asimismo, podrían participar instituciones fiscales independientes para llevar a cabo evaluaciones *ex ante* y *ex post* de idoneidad y de cumplimiento de los planes a nivel nacional.

En cuanto a los mecanismos de ejecución, se extendería el uso efectivo de las sanciones financieras mediante la reducción de sus importes, se reforzarían las sanciones en materia de reputación, y se aplicaría la condicionalidad macroeconómica a los fondos estructurales y la financiación de la UE como palanca adicional.

Las orientaciones de la Comisión Europea incluyen también propuestas para reformar la prevención y corrección de los desequilibrios macroeconómicos perjudiciales, reforzando el PDM con elementos de gestión de riesgos. En un mundo tan incierto como el nuestro, la propuesta trata de mejorar la eficacia del PDM con un análisis más prospectivo de la existencia de riesgos de desequilibrios, vigilando tendencias adversas en las variables de flujo que puedan conducir a una acumulación de desequilibrios. La propuesta de la Comisión prevé reducir la actual inercia del PDM otorgando un mayor peso al análisis de riesgos y a la aplicación en sí de las políticas para subsanar los desequilibrios.

Elementos clave de toda reforma del PEC

Estas orientaciones son un punto de partida prometedor de un debate que, a finales de este año, debería plasmarse en la adopción de un marco fiscal y de gobernanza mejorado para la UE.

⁵ Caselli, F. y P. Wingender (2021). «Heterogeneous effects of fiscal rules: The Maastricht fiscal criterion and the counterfactual distribution of government deficits». *European Economic Review*, 136, 103748.

Concretamente, la propuesta de la Comisión refleja el consenso alcanzado por la literatura tanto teórica como empírica sobre cómo deben diseñarse las reglas fiscales, y lo hace por cuatro vías. Primero, sitúa la sostenibilidad de la deuda en el centro del debate. Segundo, subraya la necesidad de usar una regla de gasto como objetivo intermedio, dado que esta es la única variable bajo el control de las autoridades fiscales, permitiendo que los ingresos extraordinarios que a veces se materializan —al margen de su control— puedan ahorrarse. Tercero, pone el foco en la sostenibilidad de la deuda lo que permite también incluir elementos que faltaban previamente (en particular, el entorno macroeconómico, además del crecimiento potencial y el tipo de interés natural) que pueden fomentar reformas estructurales. Por último, prevé una mayor heterogeneidad entre países tanto en sus objetivos como en el diseño de su senda de consolidación fiscal.

Quisiera profundizar un poco más en estos elementos.

En mi opinión, que está en consonancia con la expresada por varios académicos y por el Eurosistema⁶, el nuevo marco debería reflejar varios principios⁷.

En primer lugar, debería tener en cuenta las transformaciones económicas que han tenido lugar en las últimas décadas, incluido el acusado incremento de la deuda pública. Sin embargo, una serie de graves perturbaciones ocurridas en los últimos años han puesto a prueba la persistencia de algunas de estas transformaciones, como la caída del tipo de interés natural y del producto potencial. Al mismo tiempo, las nuevas reglas han de dar cabida a un mayor grado de heterogeneidad entre países. En este sentido, como ya he señalado, las orientaciones de la Comisión incluyen objetivos de gasto específicos por país, que podrían incorporar las diferencias de crecimiento potencial y de tipos de interés en el marco de análisis de la sostenibilidad de la deuda.

En todo caso, conviene mirar la letra pequeña. Aunque en principio lo anterior es deseable, la clave está en la forma de calibrar los plazos del ajuste fiscal necesario. La credibilidad del marco fiscal podría verse comprometida si los plazos son muy largos o si se concentra la mayor parte del ajuste al final del período.

En segundo lugar, las reglas fiscales han de poder evitar el tradicional comportamiento procíclico de las finanzas públicas. Lo ideal sería que las reglas fiscales fomentasen el ahorro en épocas de expansión y respaldasen el crecimiento en las de recesión. No cabe duda de que el marco actual no ha sido capaz de conseguirlo, lo que ha contribuido al aumento indeseado de los niveles de deuda pública que hemos observado.

Por lo tanto, sería deseable que el nuevo marco incorporara un sistema de incentivos claros para impulsar los esfuerzos de consolidación de las finanzas públicas cuando la economía vaya bien, con el fin de disponer de un mayor margen de maniobra en períodos de crisis. Debería aunar incentivos positivos —como permitir que los países diseñen su senda de

⁶ Véase la respuesta del Eurosistema a la comunicación de la Comisión Europea titulada «La economía de la UE después de la COVID-19: Implicaciones para la gobernanza económica» de 19 de octubre de 2021.

⁷ Véanse, por ejemplo, Lorenzoni, G., F. Giavazzi, V. Guerrieri y L. D'Amico (2023). «New EU fiscal rules and governance challenges», VoxEU Column, 2 de enero de 2023; Blanchard, O., A. Sapir y J. Zettelmeyer (2022). «The European Commission's fiscal rules proposal: a bold plan with flaws that can be fixed», Realtime Economics Blog, Peterson Institute for International Economics, 30 de noviembre de 2022, y Wyplosz, C. (2022). «Reform of the Stability and Growth Pact: The Commission's proposal could be a missed opportunity», VoxEU Column, 17 de noviembre de 2022.

consolidación fiscal— y negativos — como un régimen sancionador reforzado, que incluya restricciones al acceso a fondos de la UE.

En tercer lugar, se puede conseguir un mayor grado de cumplimiento con reglas más automáticas. La propuesta de la Comisión mejora el automatismo en cierta medida. Es decir, el procedimiento de déficit excesivo (PDE) para incumplimientos del criterio de deuda (el llamado «PDE basado en la deuda») se reforzaría de forma que las desviaciones con respecto a la trayectoria de gasto acordada activarían automáticamente la apertura de un PDE siempre que los Estados miembros se enfrenten a un problema grave de deuda pública o que las desviaciones respecto de la regla de gasto acordada provoquen «errores manifiestos». Entretanto, el PDE se mantendría sin cambios en caso de que se incumpla el valor de referencia del déficit del 3 % del PIB, y el nuevo marco reforzaría el cumplimiento con la introducción de nuevas sanciones en materia de reputación.

Pero desconocemos aún la efectividad de la aplicación de estos mecanismos en la práctica. Debemos permanecer especialmente atentos a estos factores, que han contribuido al fracaso de reformas anteriores. En este caso, se debería reforzar el papel que desempeñan las instituciones fiscales independientes. La historia y la práctica han demostrado que la existencia de unos consejos fiscales independientes bien diseñados puede mejorar la precisión de las previsiones fiscales y el cumplimiento de las reglas fiscales⁸. Por ello, la reforma debería propiciar el fortalecimiento de las instituciones fiscales independientes, con el fin último de asignarles un papel formal en la evaluación del cumplimiento del marco fiscal.

Otro aspecto clave es la simplicidad, sin perder el sentido del realismo. Un marco extremadamente complejo y carente de transparencia dificulta la eficacia de las reglas. Además, un objetivo fiscal más sencillo aumenta la credibilidad de las reglas y refuerza su gobernanza. En este sentido, la propuesta de reforma de la Comisión sugiere una regla de gasto sencilla junto con un ancla de sostenibilidad, sobre la base de un marco de análisis de la sostenibilidad de la deuda. Con todo, el concepto de sostenibilidad de la deuda no es fácil ponerlo en práctica.

Las herramientas de análisis de la sostenibilidad de la deuda nos permiten organizar nuestras ideas sobre estas cuestiones, y tenemos cierta experiencia en su manejo, por ejemplo, en el marco de los programas del Fondo Monetario Internacional. Pero su aplicación práctica para fundamentar las decisiones de política fiscal sigue siendo bastante compleja. En este sentido, conviene recordar que cualquier marco que tenga por finalidad permitir el ajuste necesario derivado de la evolución cíclica, debe basarse en el uso de variables no observables. En el caso del análisis de la sostenibilidad de la deuda, será necesario prever el crecimiento del PIB nominal a medio plazo, lo que comportará problemas similares a la medición del déficit estructural.

Por tanto, parece que estamos trasladando la complejidad del actual marco de reglas hacia el análisis de la sostenibilidad de la deuda.

La propuesta de reforma aborda también la posibilidad de redirigir más fondos públicos hacia los objetivos climáticos y digitales utilizando un período de ajuste prolongado. En mi

⁸ Beetsma, R., X. Debrun, X. Fang, Y. Kim, V. Lledó, S. Mbaye y X. Zhang. (2019). Independent fiscal councils: Recent trends and performance. *European Journal of Political Economy*, 57, 53-69.

opinión, este enfoque es más adecuado para financiar la inversión verde que el uso de las llamadas «reglas de oro», por las que los Gobiernos pueden excluir ciertos tipos de gasto del cálculo de los objetivos fiscales por diversos motivos. Estas reglas añadirían complejidad a un sistema ya de por sí muy complicado, requerirían la negociación y el seguimiento de las partidas de gasto que se excluyen, y tendrían que aplicarse sin poner en peligro la sostenibilidad fiscal.

En cualquier caso, la dimensión de los retos que plantean las transiciones ecológica y digital excede con mucho el margen de maniobra fiscal de los Gobiernos nacionales. Así, una opción más eficiente sería establecer un instrumento de financiación europeo común, que incluya las inversiones necesarias para cumplir objetivos comunes, como la meta de cero emisiones netas y la lucha contra el cambio climático. La existencia de mecanismos de financiación conjunta nos permitiría acometer programas a gran escala sujetos a un estándar de calidad común y evaluar su cumplimiento de manera homogénea, sin que las finanzas públicas nacionales se vean afectadas de forma excesiva o muy desigual y sin generar distorsiones en el mercado único.

Por último, las orientaciones de la Comisión Europea pasan por alto un elemento que realmente considero esencial para el éxito de cualquier reforma del marco de gobernanza fiscal. No puedo concebir un nuevo marco de reglas fiscales de la UE sin una reforma del marco de gobernanza económica y financiera de la UE⁹. Ello implicaría, por ejemplo, la creación de un sistema de seguro de desempleo europeo y de una capacidad fiscal central. En este sentido, cabe señalar que el actual marco de reglas fiscales no permite asegurar que el tono agregado de las políticas fiscales nacionales sea, en cada momento, el adecuado para el área del euro en su conjunto, aspecto que dificulta la consecución de un *policy mix* equilibrado entre la política fiscal y la política monetaria. El nuevo marco también debería llevar aparejada la culminación de la unión bancaria y de la unión de mercados de capitales.

En esta línea, se podrían ampliar algunas de las iniciativas adoptadas durante la pandemia, como el programa SURE, que redujo el riesgo de desempleo durante el período de emergencia. Este nuevo instrumento en particular permitió a la mayoría de los Estados miembros realizar un importante ahorro en intereses, protegiéndoles de tensiones financieras¹⁰. También se podría revisar el marco temporal del programa NGEU para evitar el riesgo de que puedan interrumpirse algunas de las inversiones necesarias para la digitalización, la lucha contra el cambio climático o la Autonomía Estratégica Abierta de la UE.

Conclusiones

En conclusión, el marco de gobernanza fiscal de la UE es un elemento clave de la arquitectura institucional del área del euro, y existe un amplio consenso sobre la necesidad de reformarlo.

⁹ Opinión compartida por otras instituciones, como el FMI. Véase Gaspar, V., A. Kammer y C. Pazarbasoglu (2022). «European Fiscal Governance: A Proposal from the IMF», Blog del FMI, 5 de septiembre de 2022.

¹⁰ Véase Burriel, P., I. Kataryniuk y J. J. Pérez (2022). *Computing the EU'S SURE interest savings using an extended debt sustainability assessment tool*. Documentos Ocasionales, n.º 2210, Banco de España.

Pese a las buenas intenciones con las que fue concebida, la actual estructura institucional presenta muchas deficiencias y los intentos por corregirlas a lo largo de las últimas décadas se han plasmado en un marco fiscal complejo y procíclico, que no ha evitado la acumulación de desequilibrios fiscales y macroeconómicos o la falta de potentes incentivos para implementarlo.

Las orientaciones de la Comisión de la UE y el vivo debate entre académicos y responsables de la elaboración de políticas ofrecen propuestas nuevas y ambiciosas para avanzar, entre las que destaca por su importancia la de ampliar el ámbito de aplicación para seguir profundizando en la UEM. Creo que este debate llevará a un marco de gobernanza económica de la UE que funcione mejor. Para concluir citaré el lema de Warwick: *mens agitat molem* (la mente mueve la materia).