europeG
Grup d'Opinió i Reflexió en Economia Política

Cap a una nova governança fiscal a la zona euro

Paul de Grauwe, *London School of Economics*

***Policy Brief* núm. 18**
2022

ISSN 2014-7457

Durant molt de temps s'ha pensat que la unió monetària només pot funcionar bé si el sistema de govern imposa una disciplina fiscal extra als països membres de la unió. Sostenim que els arguments a favor d'una disciplina fiscal extra a la unió monetària són escassos. L'actual Pacte d'Estabilitat i Creixement (PEC) s'ha trencat. Presenta una complexitat increïble, que s'ha anat construint al llarg dels anys des que va quedar clar que la disciplina fiscal basada en l'ús d'objectius numèrics no funciona. El resultat ha estat la pèrdua de credibilitat com a mètode per organitzar la disciplina fiscal. Hi ha la necessitat urgent de reformar les regles fiscals incloses al PEC.

Aquest article contribueix a aquest debat desenvolupant els principis que haurien de guiar la reforma de la normativa fiscal a la zona euro. Aquests principis són que els objectius numèrics s'haurien de reemplaçar per anàlisis de sostenibilitat del pressupost de cadascun dels estats membres i de les perspectives del deute. A més, expliquem que aquestes reformes haurien de prioritzar les inversions públiques i fer possible que es poguessin finançar emetent deute. Finalment, sostenim que qualsevol sistema de govern de la sostenibilitat fiscal hauria d'integrar-se a les polítiques del Banc Central Europeu (BCE) relatives a la tinença de bons d'Estat. Les decisions del BCE de vendre o no vendre aquests bons afecten la sostenibilitat del deute públic dels estats membres de la unió.

1. Introducció

Quan es va crear la zona euro, es pensava que la unió monetària només podria funcionar bé si s'emmarcava en un sistema regulador que imposés la disciplina fiscal als estats membres de la unió, més enllà de la disciplina a què s'enfronta cadascun dels països. En aquest article revisem, en primer lloc, els arguments que es van esgrimir per justificar aquesta disciplina fiscal. Defensem que aquests arguments són pobres i que no cal imposar cap disciplina extra als estats membres de la unió monetària. A continuació, argumentem que no cal reformar el sistema regulador de la disciplina fiscal inclòs al Pacte d'Estabilitat i Creixement. Aquesta anàlisi és important en el moment actual, en què ens enfrontem a la perspectiva de restaurar el PEC després que la pandèmia el congelés. Finalment, tractem els principis que han de guiar aquesta reforma de les normes fiscals a la zona euro. Això ens fa argumentar que confiar excessivament en els objectius numèrics (3 %, 60 %, pressupost equilibrat) és contraproduent i fins i tot perillós. Proposem un sistema de disciplina basat en l'anàlisi de la sostenibilitat i en un enfocament de la governança de baix a dalt.

2. Unió monetària i disciplina fiscal

Quan es va crear la zona euro, l'opinió general era que la unió monetària havia d'incloure normes que disciplinessin les autoritats fiscals nacionals. Aquesta opinió originà el Pacte d'Estabilitat i Creixement. Als països que s'incorporaven a la zona euro se'ls exigia que seguissin les regles fiscals establertes al PEC. En essència, aquestes regles exigien als governs dels estats membres que evitessin dèficits pressupostaris superiors al 3 % del PIB, que garantissin que la ràtio del deute públic respecte al PIB no fos de més del 60 % del PIB i, si era superior, que seguissin unes polítiques orientades a restituir la ràtio de deute a l'objectiu del 60 % (per a més informació, De Grauwe, 2022). A més, el PEC va introduir el requisit que el pressupost estructural del govern estigués equilibrat. L'equilibri pressupostari estructural

vol dir que al llarg del cicle econòmic el pressupost de l'Estat ha d'estar en equilibri.

En general, aquestes regles fiscals es consideraven necessàries per al bon funcionament de la unió monetària per dos motius. En primer lloc, s'acostumava a acceptar que la unió monetària crearia la tendència d'executar uns dèficits pressupostaris massa alts. Aquesta tendència generaria la dinàmica d'uns nivells insostenibles de deute públic que provocarien impagaments i grans pertorbacions financeres. En segon lloc, els dèficits pressupostaris i els nivells d'endeutament excessius d'alguns països farien apujar els tipus d'interès a llarg termini a la unió, que crearia efectes indirectes negatius en altres països.

Tot seguit, s'analitzen aquests dos arguments.

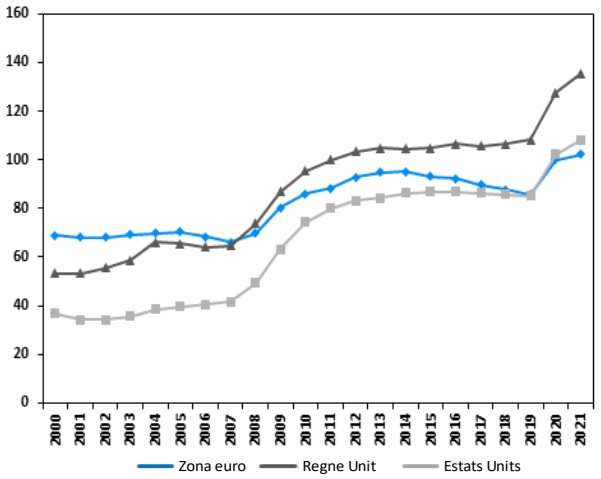
2.1. La unió monetària porta a una disciplina fiscal menor?

Hi ha dos mecanismes en una unió monetària amb efectes contraposats sobre la disciplina fiscal. El primer es deriva del problema de la reserva comuna (*common pool problem*). El segon fa referència al problema d'un llac on els drets patrimonials no estan ben definits. Això provoca una pesca excessiva perquè cada pescador té un gran incentiu per pescar tot el peix que pugui abans que s'acabi la població de peixos del llac. Al final, tota aquesta població acaba desapareixent. De manera similar, el mercat de capital d'una unió monetària es pot veure com un llac al qual cadascun dels països membres té accés il·limitat. El resultat és que els governs es mouen per l'incentiu de manllevar tot el que poden, de manera que el tipus d'interès comú augmenta a mesura que les reserves disponibles es van exhaurint.

No obstant això, hi ha un altre mecanisme que tendeix a reduir els incentius dels estats membres de la unió monetària a incórrer en dèficits excessius. Els països que s'incorporen a la unió emeten deute amb una moneda de la qual no tenen el control. Això fa que no disposin de la capacitat de finançar els dèficits pressupostaris mitjançant l'emissió de moneda. En conseqüència, els governs dels estats membres d'una unió monetària s'enfronten a restriccions pressupostàries "més dures" que les nacions sobiranes que mantenen la seva pròpia moneda. Aquestes últimes es troben amb restriccions pressupostàries "més toves" perquè tenen accés al seu banc local nacional, que pot ser pressionat perquè alleugi la càrrega de finançar els dèficits pressupostaris. Si bé en temps normals els governs d'aquests països possiblement no exerciran aquesta pressió, és més probable que ho facin si arriben temps difícils. El fet que hi hagi un banc nacional que pugui ser pressionat per finançar els dèficits pressupostaris incentiva a incórrer en dèficits més grans.

Quin d'aquests dos efectes prevaldrà –el de la reserva comuna o el de no monetització– és essencialment una qüestió empírica que depèn de les característiques institucionals i dels incentius amb què es troben els governs. A continuació, proporcionem unes primeres proves empíriques que indiquen que la restricció que suposa la no monetització ha estat important a la zona euro per mantenir el deute públic sota control. Comparem l'evolució de les ràtios de deute respecte al PIB a la zona euro, el Regne Unit i els Estats Units des del 1999, com es pot veure al gràfic 1.

Gràfic 1. Deute públic a la zona euro, el Regne Unit i els Estats Units (% del PIB)



Font: Comissió Europea, *Ameco*.

S'observa que no hi ha cap evidència d'un creixement més ràpid del deute públic respecte al PIB a la zona euro que als Estats Units o al Regne Unit. Per contra, des de l'any 2000, aquestes ràtios s'han incrementat significativament més ràpid als Estats Units i al Regne Unit que a la zona euro, com es pot veure a la taula 1. Observem que mentre la ràtio de deute respecte al PIB es multiplicava per dos als Estats Units i gairebé es triplicava al Regne Unit, el deute públic dels països de la zona euro va créixer només un 50 % respecte al PIB en el marc de la unió monetària (del 2000 al 2021). Així doncs, sembla que el segon efecte (la no monetització) desenvolupa un paper més important que l'efecte de la reserva comuna. El fet que els membres de la zona euro hagin d'emetre deute en una moneda "estrangera" limita enormement les possibilitats de finançar el deute públic. Com que els països membres de la unió

monetària no tenen les possibilitats de finançament per la via monetària, s'enfronten a unes restriccions pressupostàries més dures que països "independents" com els Estats Units i el Regne Unit. Aquest efecte sembla més fort que el del pur "risc moral" que tant ha influït els redactors del PEC.

Taula 1. Increment de la ràtio deute públic - PIB (2000-2021) (en %)

	Increment (en %)
Estats Units	150%
Regne Unit	192%
Zona euro	50%

Font: Comissió Europea, *Ameco* .

2.2. Efectes indirectes en una unió monetària

Com ja hem explicat, els defensors de les regles fiscals basen els seus arguments en els efectes secundaris que poden tenir uns deutes i uns dèficits públics insostenibles. El fonament bàsic d'aquesta idea és que un país que es trobi en una via insostenible d'increment del deute públic provoca uns efectes secundaris negatius als altres integrants de la unió monetària. Un país que permet que la seva ràtio de deute públic respecte al PIB creixi contínuament recorrerà cada cop més als mercats de capital de la unió, cosa que farà augmentar els tipus d'interès de la unió. Aquest increment alhora augmenta la càrrega del deute públic dels altres països. Si els governs d'aquests països opten per estabilitzar les seves ràtios deute públic - PIB, es veuran obligats a seguir unes polítiques fiscals més restrictives. Per tant, aquests altres països estaran interessats que hi hagi un mecanisme de control que restringeixi el volum dels dèficits pressupostaris dels països membres de la unió.

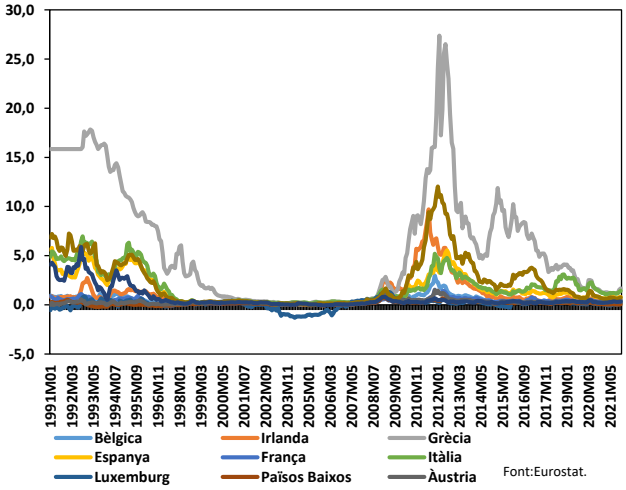
Però pot aparèixer un segon efecte secundari. El creixement dels tipus d'interès de la unió com a conseqüència de les polítiques fiscals insostenibles d'un dels països membres probablement suposarà una pressió per al Banc Central Europeu (BCE). Els països que es vegin perjudicats pels tipus d'interès més alts poden pressionar el BCE perquè en relaxi la política monetària. Així, doncs, les polítiques fiscals insostenibles interferiran en el comportament de la política monetària europea. Novament, pot resultar interessant per als membres de la unió impedir que es produeixin aquests efectes indirectes negatius imposant límits al volum dels dèficits pressupostaris de les administracions públiques.

Aquests arguments basats en els efectes indirectes de les polítiques fiscals semblen raonables. Tot i això, es basen en la manca d'eficiència dels mercats de capital de la unió.

Els arguments dels efectes secundaris pressuposen implícitament que els mercats de capital no funcionen adequadament. Per veure-ho, suposem que aquests mercats funcionen de manera eficient i ens preguntem què passa quan un país, per exemple, Itàlia, va cap a un endeutament insostenible. Significa que el tipus d'interès de la unió ha de pujar, és a dir, que els tipus d'interès que hauran de pagar els prestataris alemanys, holandesos o francesos també augmentaran? La resposta és que no. Si els mercats de capital de la unió monetària funcionen eficientment, els inversors reconeixeran que el problema del deute és un problema estrictament italià. Aleshores, el mercat assignarà una prima de risc al deute públic italià, per reflectir el risc més gran d'impagament. El Govern alemany no se'n veurà afectat. Serà capaç de prestar diners a un tipus d'interès menor, perquè els prestadors reconeixen que el risc inherent als bons de l'Estat alemanys és menor que el risc que suposa comprar instruments de deute públic italians. Per tant, si els mercats de capital funcionen de manera eficient, no hi ha efectes secundaris. La resta de governs de la unió no es veuen perjudicats per l'existència d'un endeutament públic elevat a Itàlia. A més, no té sentit parlar del tipus d'interès (en singular) de la unió. Si els mercats de capital són eficients, hi ha diferents tipus d'interès a la unió que reflecteixen les diferents primes de risc del deute públic dels països membres de la unió.

Fins a quin punt els mercats financers han estat capaços de valorar correctament els diferents riscos dels bons de l'Estat a la zona euro? El gràfic 2 ens permet obtenir algunes idees sobre aquesta qüestió. Presenta els diferencials dels bons públics en deu anys de diversos països de la zona euro respecte a Alemanya del 1991 al 2021 (maig). Aquests diferencials es poden interpretar com les primes de risc addicionals per invertir en bons d'aquests països més que no pas en els bons de l'Estat alemanys. Podem veure que durant els anys noranta (el període previ a la zona euro) aquests diferencials eren significatius, però s'anaven reduint. L'explicació més convincent és que durant aquest període el risc de devaluació (pel que fa al marc alemany) era el factor més important de la prima de risc. A mesura que s'acostava l'inici de la zona euro, el risc de devaluació es va anar reduint i el mateix va fer la prima de risc.

Gràfic 2. Diferencials dels interessos dels bons de l'Estat en deu anys respecte a Alemanya (1991-2021)



Amb l'inici de la zona euro el 1999, va desaparèixer el risc de devaluació; els diferencials van caure pràcticament fins a zero i es van mantenir en aquesta posició fins al 2008. Així, durant aquest període, els mercats financers consideraven que invertir, per exemple, en bons de l'Estat grecs suposava el mateix risc que invertir en bons de l'Estat alemanys. És a dir, els mercats percebien que el risc d'impagament dels bons grecs era el mateix que el dels bons alemanys. El 2008, aquestes percepcions van canviar radicalment i els diferencials van augmentar fins a assolir uns nivells més alts que als anys noranta. Els mercats de seguida van percebre que hi havia grans riscos d'impagament als bons de l'Estat de països com ara Irlanda, Portugal, Grècia i Itàlia. Però, sobtadament, aquests diferencials es van reduir radicalment de nou el 2012.

Les dades del gràfic 2 qüestionen l'eficiència de mercat. Durant gairebé una dècada (1999-2008), els mercats financers no van veure riscos d'impagament en els bons de l'Estat dels "països perifèrics". Però, de cop i volta, van descobrir que la zona euro era fràgil i en qüestió de setmanes van començar a assignar enormes primes de risc als bons de l'Estat dels països perifèrics. En altres paraules, durant el període 1999-2008 els mercats financers no van aconseguir veure riscos diferencials a la zona euro, de manera que hi havia bàsicament un únic tipus d'interès del bo a llarg termini, malgrat que els nivells d'endeutament i de dèficit pressupostari diferien substancialment entre aquests països. El 2008, els mercats van descobrir de sobte que els riscos del deute sobirà eren radicalment diferents a la zona euro. Quan el BCE va anunciar el seu programa de compres il·limitades de deute públic (*Outright Monetary Transactions*, OMT) el 2012, va eliminar del mercat el factor por i, en conseqüència, els diferencials es van reduir enormement, malgrat que a la majoria dels països de la perifèria les ràtios de deute públic respecte al PIB seguien creixent de forma espectacular.

Tot i això, també és cert que la pujada dels tipus d'interès dels bons de l'Estat grecs, italians i espanyols no va afectar el risc dels bons alemanys o holandesos. De fet, els tipus d'interès dels bons de l'Estat a Alemanya i als Països Baixos van baixar perquè els inversors que es desprenien dels bons grecs, italians i espanyols se'n van anar a Alemanya i als Països Baixos, considerats "refugis segurs", i van adquirir massivament els bons que emetien els governs respectius, la qual cosa va fer augmentar els preus d'oferta i reduir el rendiment.

Per tant, les proves dels efectes secundaris són contradictòries. D'una banda, el fet que els mercats financers aparentin no haver estat eficients podria fer concloure que els efectes secundaris són un problema seriós. Tot i això, les dades empíriques semblen indicar que, en temps de crisi, apareixen grans diferències de rendiment, la qual cosa protegeix els països amb baix risc de solvència dels alts tipus d'interès produïts pels països amb un alt risc de solvència.

3. La necessitat de reformar les regles fiscals

Les polítiques fiscals nacionals dins de la Unió Econòmica i Monetària (UEM) han de trobar un equilibri entre dos aspectes en conflicte. El primer té a veure amb la flexibilitat i es destaca en la teoria de les àrees monetàries òptimes: a falta de l'instrument del tipus de canvi i un pressupost europeu centralitzat, els pressupostos nacionals dels estats són els únics instruments de què disposen els estats nacionals per afrontar els xocs asimètrics (De Grauwe, 2022). Per tant, a la UEM, els pressupostos nacionals han de continuar tenint el paper de mecanismes estabilitzadors automàtics quan el país es veu sacsejat per una recessió. Això s'ha evidenciat molt clarament amb la recessió que va colpejar els països de la zona euro el 2008. Per sort, la Comissió Europea va invocar una clàusula d'escapament el 2020 durant la pandèmia, que deixava de banda les regles fiscals i permetia que els estabilitzadors automàtics del pressupost tinguessin el seu paper estabilitzador de l'economia.

El segon aspecte està relacionat amb els efectes indirectes dels dèficits i els deutes nacionals

insostenibles, que ja hem descrit. Els deutes i els dèficits insostenibles de determinats països poden perjudicar altres estats membres i exercir una pressió excessiva sobre el BCE.

Com pot trobar el PEC un equilibri entre aquests dos aspectes? És evident que el PEC s'ha guiat més pel temor a uns deutes i dèficits públics insostenibles que no pas per la necessitat de flexibilitat. Com a resultat, val a dir que el PEC és força partidista en insistir en la necessitat de disposar d'unes regles fiscals estrictes, a costa de la flexibilitat. Això té el risc de dificultar la capacitat dels pressupostos nacionals d'actuar com a estabilitzadors automàtics durant les recessions, de manera que aquestes s'intensificaran.

La manca de flexibilitat pressupostària a l'hora d'enfrontar-se a les recessions pot crear tensions entre els governs nacionals i les institucions europees. Quan els països es veuen afectats per dificultats econòmiques, les institucions europees són vistes com a organismes que impedeixen mitigar les dificultats dels més colpejats per la recessió. I, el que encara és pitjor, que imposen multes i sancions quan els països s'estan enfrontant a problemes econòmics. Això certament no fomenta entusiasme a favor de la integració europea. Per contra, probablement alimenta l'euroescepticisme.

Podem concloure, doncs, que el PEC ha anat massa lluny en imposar normes als pressupostos públics dels països. La manca de flexibilitat de les polítiques pressupostàries nacionals dins de la UEM genera riscos que poden ser més grans que els riscos d'impagament que assenyalen els partidaris de les normes. Com ja hem explicat a l'apartat anterior, hi ha poques dades que evidenciïn que en una unió monetària prolifera la indisciplina fiscal, a diferència del que passa fora (Eyraud *et al.,* 2017).

Les fallades del PEC que acabem de descriure van ocasionar problemes seriosos en el període 2002-2004, quan els principal països de la zona euro es van veure colpejats per una recessió econòmica. Van fer incrementar els dèficits pressupostaris a França, Alemanya, Itàlia i Portugal. En nom del PEC, la Comissió Europea insistia que aquests països havien de recuperar l'equilibri pressupostari, fins i tot en ple cicle econòmic decreixent. Molts països, particularment França i Alemanya, van rebutjar sotmetre les seves economies a aquestes polítiques deflacionistes. El resultat va ser un enfrontament inevitable amb la Comissió Europea, que, com a guardiana del PEC, es veia obligada a emprendre accions contra aquests països. El resultat era molt previsible. La Comissió va haver de cedir davant la negativa dels dos països a sotmetre les seves polítiques i els seus compromisos davant d'un nombre creixent de desocupats a la mítica regla de tres. El novembre del 2003, el Consell de Ministres va derogar el procediment que la Comissió Europea havia iniciat. A efectes pràctics, el PEC havia passat a millor vida.

La recessió que va començar el 2008, i el conseqüent increment del dèficit pressupostari i de l'endeutament de les administracions públiques, va marcar una nova fase en l'aplicació del PEC. Les seves disposicions es van tornar a reforçar (De Grauwe, 2022). Les sancions es van automatitzar de nou i la Comissió Europea va obtenir més poder de supervisió. Cal veure si aquest PEC reforçat tindrà més èxit a l'hora de limitar els dèficits pressupostaris dels governs i el deute públic.

La pandèmia de la COVID-19 va provocar, alhora, la suspensió de les regles fiscals del PEC. Afortunadament, la Comissió Europea va entendre que la gravetat de la recessió provocada per la pandèmia corria el risc de provocar una implosió dels sistemes de mercat a nombrosos països sense una despesa massiva per part de les autoritats fiscals. No és clar en quines condicions es reinstauraran aquestes normes, però la Comissió Europea ha deixat clar que es restabliran en el futur, d'una manera o altra.

4. Com es poden reformar les regles fiscals?[1]

La restauració de les regles fiscals del PEC en el futur ha suscitat una discussió sobre si s'hauran d'aplicar les mateixes normes o bé s'hauran de reformar. És evident que la reforma de la normativa fiscal és inevitable. Formulem dos principis que considerem que haurien d'orientar aquest procés de reforma:

- No establir més objectius numèrics.
- Prioritzar la inversió pública a escala nacional i europea.

4.1. Els objectius numèrics pertanyen al passat

La governança pressupostària a la zona euro s'ha basat en un programa de compliment d'una sèrie d'objectius numèrics, com l'objectiu del 3 % de pressupost, del 60 %

[1]Aquest apartat es basa en De Grauwe (2021).

de deute públic i la norma del pressupost equilibrat en termes estructurals. Ara és evident que aquest enfocament no ha funcionat bé per una raó molt simple. Les normes imposades des de dalt que no tinguin base científica no les seguiran uns polítics electes que treballen sota pressió perquè l'economia està experimentant una recessió important. Quin polític es pot permetre complir la sacrosanta norma número 3, és a dir, la del pressupost equilibrat, quan milions de ciutadans dels seus països pateixen a causa d'una recessió que els pot resultar més suportable si no compleixen aquestes normes inintel·ligibles? Pocs polítics optaran per sotmetre els seus ciutadans a un patiment extra per complir aquesta normativa acientífica.

En els vint anys que fa que existeix, la zona euro s'ha vist sacsejada tres vegades per aquest dilema. I, com era de preveure, les tres vegades es va optar per deixar de banda les regles: va ser en els períodes 2002-2004, 2008-2009 i, més recentment, 2020-2021, durant els anys de la pandèmia. Segurament tornarà a passar en el futur i aquestes regles es tornaran a deixar de banda. Com a conseqüència, aquestes normes avui tenen una credibilitat molt baixa.

Una altra constant de l'enfocament que obliga a complir uns objectius numèrics és que, després de cada recessió en què se'n va suspendre l'aplicació, les regles es van modificar. Va passar el 2003, quan es va optar per relaxar-les, i després de la Gran Recessió del 2008-2009, quan inexplicablement es van reforçar de nou, cosa que va conduir a una recaiguda en la recessió el 2011-2012. Aquesta vegada, després de la pandèmia, probablement es tornaran a modificar,[2] per sort abandonant les normes numèriques. I cada cop que es modifiquen les regles fiscals són més complexes, fins al punt que només algunes persones de fora de Brussel·les les entenen. Aquesta complexitat creixent s'incorpora a una governança basada en objectius numèrics, ja que amb cada xoc negatiu que colpeja l'economia s'han d'introduir noves excepcions i regles. Al final, aquesta governança, com el sistema de govern soviètic, caurà pel seu propi pes. És millor no esperar que això passi i desplegar un model de govern que abandoni els objectius numèrics.

La nostra crítica a les normes numèriques també es pot aplicar a la norma de despesa que va popularitzar el Consell Fiscal Europeu (Consell Fiscal Europeu, 2018). Aquesta norma impediria que la despesa pública superés la taxa de creixement de la producció potencial; estableix que la ràtio de despesa pública pel que fa al PIB s'ha de mantenir constant durant tot el cicle econòmic. No hi ha cap bon argument econòmic per fixar aquesta ràtio. Alguns països registren ràtios baixes i altres, ràtios altes. Per què s'haurien de congelar? Hi podria haver bones raons que justifiquessin l'increment d'aquesta ràtio en alguns països i el descens en d'altres. Aquest és un altre exemple d'imposar una norma que no té base científica. Igual que les altres, aquesta norma també la deixaran de banda els governs racionals quan estiguin sota pressió per unes condicions econòmiques desfavorables.

Actualment, hi ha un ampli consens entre els economistes que s'hauria de desenvolupar una nova governança per a les polítiques fiscals sostenibles sense fixar objectius numèrics. Aquest article no pretén desenvolupar una proposta totalment elaborada de governança alternativa. Recentment, s'han presentat nombroses propostes de reforma d'aquest tipus (Beetsma *et al*., 2018; Benassy-Quéré *et al*., 2018; Blanchard *et al*., 2021; Darvas *et al*., 2018; Debrun *et al*., 2019; Wyplosz, 2019). Més aviat volem assenyalar els principis fonamentals que haurien d'orientar aquesta nova governança.

Els principis pels quals s'hauria de regir la futura reforma de les regles fiscals són els següents:

- En comptes de normes numèriques, l'anàlisi de la sostenibilitat del deute.
- En comptes d'una governança de dalt a baix, una governança de baix a dalt.

En comptes de normes numèriques, necessitem una anàlisi de la sostenibilitat del deute

Hi ha un consens creixent que la nova governança s'hauria de basar en l'anàlisi de la sostenibilitat a llarg termini del deute públic (Kopits, 2013; Comissió Europea, 2014; Debrun *et al*., 2019; Wyplosz, 2019). És un instrument científic d'anàlisi que projecta els nivells de deute (nets) que s'esperen en el futur tenint en compte les previsions actuals sobre tipus d'interès, inflació, taxes de creixement del PIB i capacitat fiscal. Els nivells de deute nets fan referència al fet que en aquesta extrapolació s'han d'incloure els actius públics que contribueixen a la capacitat futura de reemborsament del deute. Més endavant reprendrem aquest punt.

[2]El febrer del 2020, la Comissió Europea va proposar una revisió del marc de governança econòmica (Comissió Europea, 2020).

Aquesta anàlisi de la sostenibilitat permetrà als responsables de dissenyar les polítiques centrar-se en les qüestions que realment importen, en comptes de focalitzar-se en objectius numèrics pel que fa als dèficits pressupostaris i als nivells d'endeutament. Els objectius numèrics de vegades no són necessaris per garantir la sostenibilitat. Per exemple, quan s'espera que el tipus d'interès nominal sigui més baix que la taxa de creixement de l'economia, la ràtio de deute pel que fa al PIB segueix una dinàmica estable, és a dir, tendeix a reduir-se automàticament. Per tant, no cal obligar els països a seguir unes polítiques d'austeritat per assolir un objectiu numèric determinat respecte a la ràtio del deute. Per contra, quan els tipus d'interès són superiors al creixement nominal del PIB, una ràtio de deute públic inferior al 60 % no garantirà la sostenibilitat del deute. En aquest sentit, no n'hi ha prou amb l'objectiu del 60 % de deute públic per garantir la sostenibilitat.

Òbviament, atès que l'anàlisi es basa en les previsions d'una sèrie de variables macroeconòmiques, a l'hora de fer aquest exercici hi ha una gran dosi d'incertesa. Justament per això, l'anàlisi de la sostenibilitat del deute s'ha de veure com un punt de referència cap al qual han de convergir en general els futurs nivells d'endeutament. També implica que la sostenibilitat del deute s'ha de fer en un marc estocàstic (Barnhill i Kopits, 2004; Di Bella, 2008, i Comissió Europea, 2021a). A més, cal utilitzar un procediment de *name and shame* (dir pel seu nom i assenyalar) per explicar, quan es produeixi una divergència, quina de les hipòtesis implícites en el camí cap a la sostenibilitat és responsable d'aquesta desviació.

Aquest exercici l'haurien de dur a terme –i ja ho estan fent– els consells fiscals nacionals i europeu. Per tant, és important reforçar el mandat i la independència d'aquestes institucions.

En comptes d'un enfocament de dalt a baix, cal un enfocament de baix a dalt

La governança pressupostària basada en regles numèriques ha estat una qüestió jeràrquica en què els governs nacionals són controlats pel Consell a proposta de la Comissió. Aquest model té una debilitat evident, que es pot descriure de la manera següent. En una democràcia, la competència en matèria de despesa i la facultat tributària es confereix als parlaments (*no taxation without representation*). I aquests parlaments han de retre comptes als electorats nacionals, que els poden castigar a les properes eleccions. A la zona euro, la competència en matèria de despesa i la facultat tributària està conferida majoritàriament als parlaments nacionals. Així doncs, quan una institució supranacional pretén invalidar decisions que s'han pres als parlaments nacionals, és probable que sorgeixin alguns problemes. El problema principal és que aquesta institució supranacional (la Comissió Europea amb el Consell i el Consell Europeu) no s'enfronta als costos polítics de les normes pressupostàries que pretén executar. Són el govern i el parlament nacionals els que afronten els costos polítics d'aquestes mesures. Aquesta desconnexió entre els que prenen les decisions i els que assumeixen els costos polítics és la debilitat principal de la governança de les normes pressupostàries a la zona euro.

Dit d'una altra manera, la legitimitat política de la despesa i de la tributació actualment recau principalment en els parlaments nacionals. En aquest procés de presa de decisions, la interferència d'una autoritat que no té la legitimitat política per això desencadena necessàriament conflictes i fa insostenible aquest model de governança. Noteu que parlem de legitimitat política. És la legitimitat que es deriva del fet que els qui prenen les decisions en són responsables davant l'electorat, que els pot castigar per haver-les pres. És el que passa amb els governs i parlaments nacionals actuals, però no amb la Comissió Europea ni amb el Consell quan prenen decisions que afecten un país en particular.

Es podria objectar a aquest raonament que el Pacte d'Estabilitat i Creixement va néixer d'un tractat internacional que atribuïa responsabilitats a la Comissió Europea, al Consell i al Consell Europeu. Per tant, des del punt de vista legal aquestes institucions estan legitimades per actuar en aquest assumpte. Però no tenen legitimitat política, tal com s'ha definit abans. I aquesta manca de legitimitat política fa inviable la governança europea dels dèficits i els deutes públics nacionals, de manera que cal reformar-la.

Hi ha dues vies per resoldre aquest problema. La primera consisteix a transferir una part significativa de la competència en matèria de despesa i de la facultat tributària a les institucions europees, especialment al Parlament Europeu i a un govern europeu que hagi de retre comptes davant del Parlament Europeu. El programa NextGenerationEU és un primer pas tímid en aquesta direcció. Però caldrà fer més passos per arribar a una situació en què les institucions europees disposin d'un espai fiscal prou ampli perquè sigui important.

Mentrestant, el problema de la manca de legitimitat política només es podrà superar optant per un enfocament de baix a dalt. És el que s'ha anomenat *renacionalització* de la governança pressupostària (Wyplosz, 2019). Aquesta *renacionalització* ha d'anar acompanyada d'un grau més elevat d'independència i d'autoritat als consells fiscals nacionals. Això també implica que aquests consells fiscals nacionals han de disposar dels recursos necessaris per dur a terme la seva feina. Una manera de garantir-ho és que els bancs centrals dels països transfereixin una part dels seus beneficis al consell fiscal nacional. En aquest enfocament, pot resultar útil també la pressió que puguin exercir altres institucions anàlogues, com ara el Consell Fiscal Europeu (Kopits, 2013).

4.2. Prioritat absoluta a la inversió pública

La necessitat d'impulsar la inversió pública ja no és objecte de discussió. Durant un temps els economistes ensenyaven la teoria de l'efecte de desplaçament (*crowding-out theory*) de la inversió pública, que postulava que com més inversió pública, més augmentaven els tipus d'interès, fet que reduïa la inversió privada. I com que la inversió privada es considerava més productiva que la pública, la societat sortia perdent quan els governs participaven en la inversió pública.

Ara s'ha vist que la inversió pública és bàsica per superar els problemes mediambientals a què ens enfrontem avui dia i per aconseguir un creixement econòmic sostenible. Així mateix, cada cop són més els economistes que admeten que la teoria de l'efecte de desplaçament és errònia i que, en canvi, la inversió pública i la privada són complementàries. Sense inversions públiques en béns comuns com infraestructures, xarxes elèctriques, educació, investigació bàsica, etc., el sector privat tampoc no tindrà els incentius per produir els instruments necessaris que promouran el creixement sostenible (Mazzucato, 2014). El gran impuls de la inversió pública ha adquirit una dimensió existencial.

Lamentablement, les regles fiscals de la zona euro obstaculitzen aquest impuls de la inversió pública. Com és ben sabut, el PEC exigeix als països membres de la zona euro uns pressupostos equilibrats (o gairebé) en termes estructurals, és a dir, que els pressupostos públics es mantinguin equilibrats (o gairebé) al llarg de tot el cicle econòmic. Això implica que les inversions públiques no es poden finançar amb l'emissió de deute. El mateix problema es pot aplicar a la norma en matèria de despesa proposada recentment, que exigiria que la despesa pública es mantingués constant com a percentatge del PIB al llarg del cicle econòmic. Aquesta norma implica que si els governs volen incrementar la inversió pública, hauran de reduir la despesa en altres partides. Aquesta restricció no té sentit, des del punt de vista econòmic, almenys per dues raons.

La primera és que, durant alguns anys, el cost de l'endeutament per a la majoria dels països membres de la zona euro ha estat proper a zero i per a alguns fins i tot negatiu. Recentment s'ha incrementat, però continua sent força baix, des d'una perspectiva històrica. Segurament, es poden trobar inversions públiques amb una taxa de rendiment superior als baixos tipus d'interès que es paguen avui en el deute públic. Com que aquestes inversions públiques són essencials per aconseguir que el creixement econòmic sigui respectuós amb el medi ambient i, per tant, sostenible, tenen un rendiment esperat que supera amb escreix el cost de l'endeutament. Mentre això sigui així, no s'haurien d'imposar restriccions a l'endeutament. De fet, l'única condició a la inversió pública hauria de ser que el rendiment esperat superi el cost de l'endeutament.

Això mateix es pot expressar en altres termes. Quan un govern fa inversions públiques, incrementa tant l'actiu com el passiu del balanç. Quan el rendiment esperat de la inversió pública supera el cost de l'endeutament, el valor de l'actiu públic (mesurat per la capacitat de generar una producció addicional) creix més que el valor del passiu. Això implica que aquestes inversions públiques reduiran el deute net del govern en el futur. No cal imposar restriccions a aquestes inversions públiques finançades mitjançant deute. Un bon model per a aquest enfocament és el Mecanisme de Recuperació i Resiliència (MRR) inclòs en el programa NextGenerationEU.

Aquesta conclusió encaixa bé amb el nostre debat anterior sobre la necessitat de reformar les regles fiscals. Sosteníem que hauríem de tendir cap a l'anàlisi de la sostenibilitat futura del nivell d'endeutament net del govern. Ara, el nostre argument deixa clar que retirar el pacte fiscal i la seva exigència d'equilibri estructural permetria realment millorar la sostenibilitat del deute públic. En possibilitar les inversions públiques finançades mitjançant deute, el creixement econòmic pot resultar més sostenible i pot generar ingressos tributaris en el futur, capaços de pagar (una mica més que) el servei del deute afegit. Així, doncs, la millor manera d'aconseguir que el deute públic resulti més sostenible a la zona euro seria abolir la norma del pressupost equilibrat del PEC. Aquesta norma és fruit d'un pensament econòmic

deficient. En limitar les inversions públiques, garanteix un creixement sostenible més baix en el futur i, per tant, uns ingressos tributaris inferiors per als governs futurs. Amb això, pràcticament assegura futurs problemes d'endeutament als països que registren un creixement escàs.

Hi ha una segona raó d'economia política que justifica el perquè s'hauria d'abolir la norma de l'equilibri pressupostari (estructural). En obligar els polítics a finançar la inversió pública a través dels impostos o de retallades a la despesa, s'assigna tots els costos de la inversió pública a la generació actual de votants. No obstant això, aquestes inversions públiques també generaran beneficis per a les generacions futures. Així, mentre que els beneficis de les inversions públiques són compartits per la generació actual i les futures, els seus costos recauen directament sobre aquesta generació. Això no suposa l'incentiu més adequat per als polítics, que necessiten obtenir el suport electoral de l'actual generació de votants i que, d'aquesta manera, no es mostraran inclinats a impulsar la inversió pública.

La inversió pública finançada mitjançant deute és la solució a aquest problema d'economia política, ja que permet que els costos de la inversió (els pagaments d'interessos) estiguin alineats de manera intergeneracional amb els beneficis d'aquestes inversions. I, així, ofereix també més incentius als polítics per impulsar la inversió pública. Això requereix disposar d'unes estimacions fiables del rendiment d'aquestes inversions en béns públics i dels seus probables costos financers al llarg del temps.

Fins a quin punt queda resolt l'obstacle a la inversió pública que suposa el pacte fiscal europeu gràcies a l'existència del programa NextGenerationEU? El Mecanisme de Recuperació i Resiliència d'aquest programa té la capacitat de prestar 672.000 milions d'euros i de finançar inversions públiques destinades a promoure les transicions verda i digital. N'hi hauria prou per substituir els programes d'inversió pública finançats amb deute nacional? La resposta és definitivament que no. Clarament, l'MRR és un pas endavant significatiu i pot ser un model per a la governança dels programes d'inversió pública a escala nacional, encara que el seu impacte macroeconòmic continuarà sent limitat. De mitjana, les inversions públiques que possibilita l'MRR equivaldran, com a màxim, a l'1,1 % del PIB de la zona euro durant el període 2021-2026. És una quantitat significativa però no n'hi ha prou per abordar els desafiaments a què ens enfrontem amb el canvi climàtic i les crisis mediambientals.

Per donar un impuls a la inversió pública, cal recórrer a les capacitats d'obtenció de préstecs dels governs nacionals. De fet, com que aquests governs nacionals encara tenen la major part de la facultat tributària, la seva capacitat d'obtenir préstecs és un múltiple de la capacitat de la Comissió Europea de trobar "recursos propis" en el context de l'MRR.

L'enfocament, doncs, hauria de ser doble. La capacitat de préstec de la Comissió Europea s'hauria d'utilitzar al màxim. I com que aquesta capacitat és limitada, també s'hauria d'utilitzar al màxim la capacitat dels governs nacionals. No té sentit, des del punt de vista econòmic, permetre inversions públiques finançades mitjançant deute als països membres únicament a través del canal de la Comissió Europea i no recórrer a la capacitat, molt més gran, que tenen els governs nacionals per obtenir préstecs. La necessitat d'inversió pública ha adquirit una dimensió existencial i hauria d'invalidar els dogmes que hi ha actualment a la Unió Europea.

Per tant, la via per avançar seria aplicar la "regla d'or" que tantes vegades han proposat en el passat economistes de prestigi (per exemple, Mario Monti, 2014). Aquest enfocament consisteix a dividir el pressupost del govern en dues parts: un pressupost corrent i un pressupost de capital. Llavors, la regla del pressupost equilibrat estructural es podria aplicar al pressupost corrent; el pressupost de capital registraria les inversions públiques i es podria finançar emetent deute. I el pressupost global estaria subjecte a l'anàlisi de sostenibilitat descrita anteriorment.

Per tant, també queda clar que aquesta anàlisi de sostenibilitat ha d'incloure una anàlisi de la selecció dels projectes d'inversió pública. Aquests projectes haurien de ser productius, és a dir, haurien d'augmentar la sostenibilitat del creixement econòmic en el futur. Som conscients que no és una tasca fàcil, però tampoc no és impossible. La prova és que, fins ara, la Comissió Europea ha tingut un cert èxit en la selecció de les inversions productives presentades pels governs nacionals en el marc del programa NextGenerationEU. Així doncs, podem imaginar que els governs nacionals seleccionen els projectes d'inversió pública que presenten a la Comissió Europea per aprovar-los. A continuació, la Comissió analitza els futurs rendiments que s'esperen d'aquests projectes. Un cop aprovats, els governs nacionals poden finançar aquestes inversions emetent

bons de l'Estat. O, altrament dit, amb l'autorització de la Comissió Europea, la despesa associada als projectes d'inversió pública aprovats es pot registrar al pressupost de capital.

4.3. La governança dels nivells de deute públic no es pot dissociar de les polítiques d'adquisició de bons per part del BCE

Quan el Banc Central compra bons de l'Estat, per exemple, en el context del programa de compres d'emergència davant la pandèmia (PEPP), substitueix aquests bons amb interès per passius monetaris (base monetària que usualment adopta la forma de reserves bancàries). En aquell mateix moment, el Banc Central crea monedatge, que és el benefici monopolista que deriva de la creació de moneda. Aquest monedatge es transfereix al pressupost públic nacional de la manera següent: el Govern paga un interès al Banc Central, el qual ara posseeix els bons, però el Banc Central torna els ingressos per interessos al Govern. Així doncs, quan el Banc Central compra els bons de l'Estat, *de facto* el Govern ja no ha de pagar interessos pels seus bons pendents a les mans del Banc Central. Per tant, l'adquisició de bons de l'Estat per part del Banc Central equival a un alleugeriment del deute que es concedeix al Govern.

Passa el mateix a la zona euro. En la mesura que els bons de l'Estat figuren al balanç del BCE, aquests bons deixen d'existir des del punt de vista econòmic.[3] I és així perquè, com ja hem explicat, quan un bo de l'Estat és al balanç del Banc Central, s'organitza un flux circular de pagaments d'interessos de la Hisenda de l'Estat al Banc Central i un altre cop a Hisenda. Així, doncs, la càrrega del deute per al Govern nacional passa a ser zero. El Banc Central podria cancel·lar el deute (és a dir, fixar-ne el valor en zero), de manera que cessaria el flux circular de pagament d'interessos. Això no suposaria cap diferència en la càrrega del deute públic. En altres paraules, mentre els bons de l'Estat són al balanç del Banc Central, no existeixen des del punt de vista econòmic. Només existeixen en l'esfera de la comptabilitat.

Això té conseqüències importants per al debat sobre la sostenibilitat del deute públic. Aquesta no es pot dissociar de les adquisicions de bons efectuades pel BCE. En concret, segons Eurostat, el deute públic brut de la zona euro va augmentar de 10,2 bilions d'euros (el 85,8 % del PIB) el 2019 a 11,3 bilions (el 100 % del PIB) el 2021, un increment d'1,1 bilions que es va produir principalment durant l'any 2020

Pel que sembla, les compres totals de bons de l'Estat (APP+PEPP) durant el 2020 van pujar a 0,9 bilions d'euros. Així doncs, mentre les estadístiques oficials registren un increment d'1,1 bilions d'euros del deute públic brut a la zona euro durant l'any 2020, des del punt de vista econòmic el deute públic de la zona euro va créixer només 0,2 bilions d'euros (el 2 % del PIB de la zona de l'euro). 0,9 bilions d'euros ara són al balanç del BCE i han deixat d'existir. En canvi, el BCE ha emès passius monetaris per valor de 0,9 bilions d'euros (base monetària), que ha desplaçat els bons de l'Estat a les carteres d'inversors privats, i es pot considerar un actiu "supersegur". Això és important perquè, com a resultat del programa de compra de bons del BCE, l'estoc total de bons de l'Estat a les carteres d'inversors privats gairebé no ha augmentat. En conseqüència, la sostenibilitat del deute públic gairebé no s'ha vist afectada per la pandèmia.

L'"única" qüestió que queda pendent fa referència al futur dels programes de compra de bons del BCE. El BCE mantindrà els bons de l'Estat en el balanç eternament? En aquest cas, haurà de comprar nous bons als mercats quan els antics vencin. O potser preferirà vendre-se'ls, i no substituir els bons antics per noves compres? Aquesta pregunta és crucial. Perquè si el BCE opta per aquesta darrera estratègia, els governs nacionals hauran d'emetre nous bons per refinançar els antics. En altres paraules, els bons de l'Estat que estaven al balanç del BCE reapareixeran com a passiu dels governs nacionals i el deute públic tornarà a augmentar. Si, per contra, el BCE manté l'import dels bons de l'Estat al balanç sense canvis, aleshores l'alleujament del deute que el BCE va iniciar en adquirir els bons de l'Estat serà definitiu.

No és del tot clar quines són les intencions del BCE. Quan va iniciar el seu programa d'expansió quantitativa (QE), va anunciar que mantindria inalterat l'estoc de bons de l'Estat al balanç, adquirint nous bons quan els antics arribessin al venciment. No és clar fins quan mantindrà el seu compromís.

Certament, el BCE podria mantenir aquests bons en el balanç de manera indefinida. Quan es veiés obligat a combatre la inflació, com passa actualment, podria apujar els tipus d'interès sense vendre els bons de l'Estat. També podria augmentar l'exigència de reserva mínima que els bancs han de complir. El BCE va deixar

[3]Noteu que a la zona euro cada Banc Central Nacional (BCN) compra els bons emesos pel seu govern i els posa al balanç. Així doncs, tècnicament els bons de l'Estat adquirits en el context del PEPP són als balanços dels BCN de la zona euro.

clar que si la inflació va pujant constantment, reduirà la quantitat de bons de l'Estat al balanç. De fet, no cal que ho faci. El BCE pot combatre la inflació apujant els tipus d'interès (i possiblement l'exigència de reserva mínima) sense haver de disposar dels bons de l'Estat del balanç.

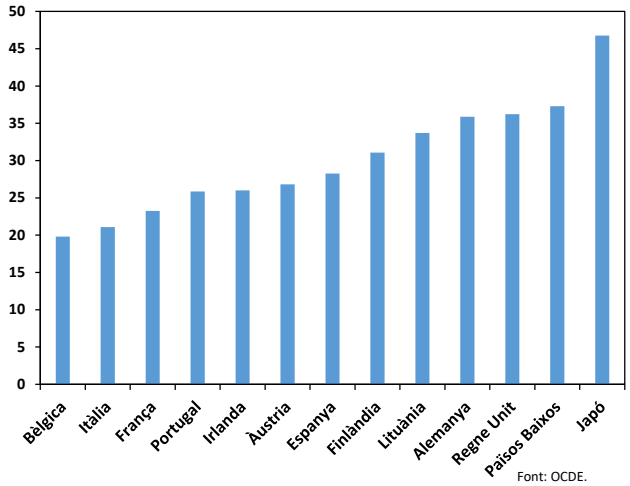
De vegades es diu que com que el Banc Central remunera les reserves bancàries, apujar els tipus d'interès per combatre la inflació l'obligaria a pagar interessos més alts per a aquestes reserves bancàries. Com a resultat, el Banc Central obtindria menys beneficis (monedatge) per tornar al Govern, de manera que aquest perdria ingressos. El que guanya pel fet que els bons són al balanç del Banc Central ho perd perquè obté menys ingressos.

En aquest raonament, no hi ha cap diferència fonamental entre els bons de l'Estat i els diners emesos pel Banc Central (el passiu del Banc Central). Tots dos són remunerats i, per tant, si un substitueix l'altre (p. ex., menys bons i més base monetària) no suposa cap diferència per al pressupost del Govern.

Aquest raonament dona per fet que el Banc Central ha de remunerar les reserves bancàries. Res més lluny de la realitat. En el passat, aquests passius del Banc Central no eren remunerats. Però durant gairebé 10 anys, els bancs centrals han estat víctimes dels *lobbies* bancaris i han començat a remunerar aquestes reserves bancàries. Però no hi ha res als seus estatuts que els obligui a fer-ho, i podrien revertir ràpidament aquesta política. De fet, durant un parell d'anys, els principals bancs centrals, entre ells el BCE, han aplicat tipus d'interès negatius a aquestes reserves bancàries, cosa que indica com n'és de fàcil revertir les polítiques de remuneració.

La qüestió és que qualsevol anàlisi de sostenibilitat del deute públic s'ha de fer juntament amb una anàlisi del programa d'adquisició de bons del BCE, en el present i en el futur. A l'hora de determinar la sostenibilitat del deute públic, un factor molt diferencial és saber quants d'aquests bons de l'Estat es mantindran en el balanç del BCE, com es pot il·lustrar amb l'experiència japonesa. El deute públic oficial del Japó ha estat molt elevat en els darrers vint anys, i actualment supera el 200 %. Tot i això, la major part d'aquest deute ha estat en mans del Banc del Japó durant molt de temps. I no sembla que tingui la intenció de reduir significativament la tinença de bons de l'Estat. El resultat és que encara que l'elevat deute públic oficial del Japó sembla insostenible, resulta molt més sostenible perquè gairebé la meitat està en mans del Banc del Japó i, per tant, ha deixat d'existir des del punt de vista econòmic (gràfic 3). Aquest gràfic també mostra que la quantitat de bons de l'Estat que tenen altres bancs centrals, tot i que és menys important que al Japó, també és significativa. La nostra previsió és que el BCE, igual que el Banc del Japó, optarà per tenir quantitats importants de bons de l'Estat al balanç durant molt de temps. I això no posarà en perill l'estabilitat de preus.

Gràfic 3. Percentatge de deute públic en circulació que tenen els bancs centrals



Font: OCDE.

5. Conclusió

Durant molt de temps, s'ha pensat que una unió monetària només pot funcionar bé si la seva governança imposa prou disciplina fiscal als estats membres de la unió, és a dir, un nivell de disciplina que va més enllà de la que segueixen cadascun dels països per separat. En aquest article qüestionem aquesta visió. Sostenim que els arguments a favor d'una disciplina fiscal extra en una unió monetària són de poca entitat. Això no vol dir, naturalment, que no sigui necessària la disciplina fiscal, sinó que no cal intensificar-la als països que formen part d'una unió monetària, a diferència dels països que no en formen part.

El PEC actual s'ha trencat. Presenta una complexitat enorme, forjada al llarg dels anys, des que va resultar evident que la disciplina fiscal basada en l'ús d'objectius numèrics no ha funcionat. Com a resultat, ha perdut credibilitat com a manera d'organitzar la disciplina fiscal. Hi ha la necessitat urgent de reformar les regles fiscals incloses en el PEC. Aquesta reforma és important avui, en què ens trobem davant de la perspectiva de restaurar el PEC després que la pandèmia en fes congelar l'aplicació. Seria una tragèdia que els responsables

polítics de la zona euro es limitessin simplement a reimplantar un sistema que no funciona.

La contribució principal d'aquest article consisteix a desenvolupar els principis que han d'orientar la reforma de les regles fiscals a la zona euro. Aquests principis són que cal abandonar els objectius numèrics (del 3 % i el 60 %, amb un pressupost equilibrat) i substituir-los per anàlisi de sostenibilitat del pressupost i de les previsions de deute de cadascun dels estats membres. Aquest és un exercici difícil que no porta a les mateixes recomanacions clares que ofereix l'enfocament basat en objectius numèrics. Però aquest és l'únic enfocament viable. A més, hem argumentat que aquestes reformes han de prioritzar les inversions públiques i fer possible que siguin finançades amb l'emissió de deute. Finalment, hem explicat que qualsevol governança de la sostenibilitat fiscal s'ha d'integrar dins de les polítiques del BCE relatives a les tinences de bons de l'Estat, per la simple raó que aquests bons en mans del BCE deixen d'existir des del punt de vista econòmic. Les decisions que prengui el BCE sobre vendre o no aquests bons afectaran la sostenibilitat dels deutes públics dels estats membres de la unió.

Referències

Barnhill Jr, Th. M.; Kopits, G. (2004). "Assessing Fiscal Sustainability under Uncertainty". *Journal of Risk*, 6(4): 31-53.

Beetsma, R.; Thygesen, N.; Cugnasca, A.; Orseau, E.; Eliofotou, P.; Santacroce, S. (2018). "Reforming the EU fiscal framework: A proposal by the European Fiscal Board", VoxEU.org, 26 d'octubre.

Bénassy-Quéré, A. *; Brunnermeier, M. K.; Enderlein, H.; Farhi, E.; Fratzscher, M.; Fuest, C.; Gourinchas, P.-O.; Martin, P.; Pisani-Ferry, J.; Rey, H.; Schnabel, I.; Véron, N.; Weder di Mauro, B.; Zettelmeyer, J.* (2018). "Reconciling Risk Sharing with Market Discipline: A Constructive Approach to Euro Area Reform". *Policy Insight* n. 91. Londres: Centre for Economic Policy Research.

Blanchard, O.; Leandro, Á.; Zettelmeyer, J. (2021). "Redesigning EU Fiscal Rules: From Rules to Standards". *Economic Policy* (a punt de publicar).

Comissió Europea (2014). "Assessing Public Debt Sustainability in EU Member States: A Guide". *ECFIN Occasional Papers*, n. 200. Brussel·les.

Comissió Europea (2020). "Commission presents review of EU economic governance and launches debate on its future". Nota de premsa. Febrer.

Comissió Europea (2021*a*). Debt Sustainability Monitor 2020.

Comissió Europea (2021*b*). Spring Forecasts. Brussel·les.

Consell Fiscal Europeu (2018). *Annual Report 2018*.

Darvas, Z.; Martin, P.; Ragot, X. (2018). European Fiscal Rules Require a Major Overhaul. Policy Contribution, n. 18. Brussel·les: Bruegel.

Debrun, X.; Ostry, J. D.; Willems, T.; Wyplosz, C. (2019). "Debt Sustainability". Abbas, A.; Pienkowski, A.; Rogoff, K. (eds.). *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*. Nova York: Oxford University Press.

De Grauwe, P. (2011). The Governance of a Fragile Euro Area. *CEPS Working Document*, n. 346.

De Grauwe, P.; Ji, Y. (2013). "Self-fulfilling Crises in the Euro Area: An Empirical Test". *Journal of International Money and Finance*, 34 (abril): 15-36.

De Grauwe, P. (2021). Euro Area Fiscal Policies and Capacity in post pandemic times. Parlament Europeu.

De Grauwe, P. (2022). *Economics of Monetary Union*. Oxford: Oxford University Press.

Di Bella, G. (2008). "A Stochastic Framework for Debt Sustainability Analysis". *IMF Working Papers*.

Eurostat (2022). Impact of Covid-19 crisis on non-financial corporation and household accounts.

Eyraud, L. *et al.* (2017): "Fiscal Politics in the Euro Area". *IMF Working Papers*.

Fons Monetari Internacional (2021). Fiscal Monitor. Abril. Washington, DC.

Heimberger, Ph. (2020). "Potential Output, EU Fiscal Surveillance and the COVID-19 Shock". *Intereconomics. Review of European Economic Policy*, 55(3): 167-174.

Kopits, G. (2013). *Restoring Public Debt Sustainability: the Role of Independent Fiscal Institutions.* Oxford: Oxford University Press.

Mazzucato, M. (2014). *The Entrepreneurial State*. Anthem Press.

Monti, M. (2014). "Europe's leaders need to back shift on rules on public investment". *Financial Times*, 9 d'octubre.

Nielsen, E. (2021). The mind-boggling difference in approach to the crisis. UniCredit Research. 10 de febrer.

Parlament Europeu (2021). "When and how to deactivate the SGP general escape clause?". *Briefing*.

Wyplosz, Ch. (2005). "Fiscal Policy: Institutions versus Rules". *National Institute Economic Review*, 191(1): 64-78.

Wyplosz, Ch. (2019). "Fiscal Discipline: From Theory to Practice". European Fiscal Board on Independent Fiscal Institutions in the EU Fiscal Framework, 28 de febrer, Brussel·les.

EuropeG està integrat per Antoni Castells (director), Josep Oliver (codirector), Emilio Ontiveros (†), Martí Parellada i Gemma García (coordinadora).

EuropeG
Parc Científic de Barcelona
Baldiri i Reixac, 4
08028 Barcelona
Tel. 934 033 723
www.europeg.com

IEB
Institut d'Economia de Barcelona

Amb el suport de:

Obra Social "la Caixa"

Agbar Fundació