

## *Hacia una nueva gobernanza fiscal en la eurozona*

Paul de Grauwe, *London School of Economics*

### **Policy Brief núm. 18**

2022

ISSN 2014-7457

Durante mucho tiempo se ha pensado que la unión monetaria únicamente puede funcionar bien si su sistema de gobierno impone una disciplina fiscal extra a los países miembros de la unión. Sostenemos que los argumentos a favor de una disciplina fiscal extra en la unión monetaria son escasos. El actual Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) se ha roto. Presenta una increíble complejidad, que se ha ido construyendo a lo largo de los años desde que quedó claro que la disciplina fiscal basada en el uso de objetivos numéricos no funciona. El resultado ha sido la pérdida de credibilidad como método para organizar la disciplina fiscal. Existe la necesidad acuciante de reformar las reglas fiscales incluidas en el PEC.

El presente artículo contribuye a este debate desarrollando los principios que deberían guiar la reforma de la normativa fiscal en la zona euro. Estos principios son que los objetivos numéricos deberían reemplazarse por análisis de sostenibilidad del presupuesto de cada uno de los Estados miembros y de las perspectivas de la deuda. Además, explicamos que dichas reformas deberían priorizar las inversiones públicas posibilitando que estas pudieran financiarse emitiendo deuda. Finalmente, sostenemos que cualquier sistema de gobierno de la sostenibilidad fiscal debería integrarse en las políticas del BCE (Banco Central Europeo) relativas a sus tenencias de bonos del Estado. Las decisiones del BCE de vender o no vender estos bonos afectan la sostenibilidad de la deuda pública de los Estados miembros de la unión.

### **1. Introducción**

Cuando se creó la eurozona, se pensaba que la unión monetaria solo podría funcionar bien si se enmarcaba en

un sistema regulatorio que impusiera la disciplina fiscal a los Estados miembros de la unión, más allá de la disciplina a que se enfrenta cada uno de los países. En este artículo, revisamos en primer lugar los argumentos que se esgrimieron para justificar dicha disciplina fiscal. Sostenemos que estos argumentos son pobres y que no se necesita imponer ninguna disciplina extra a los Estados miembros de la unión monetaria. A continuación, argumentamos que no es necesario reformar el sistema regulatorio de la disciplina fiscal incluido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). Este análisis es importante en el momento actual, en que nos enfrentamos a la perspectiva de restaurar el PEC después de que la pandemia llevara a su congelación. Finalmente, tratamos de los principios que deben guiar esta reforma de las normas fiscales en la eurozona. Esto nos lleva a argumentar que confiar excesivamente en los objetivos numéricos (3%, 60%, presupuesto equilibrado) es contraproducente e incluso peligroso. Proponemos un sistema de disciplina basado en el análisis de la sostenibilidad y en un enfoque de la gobernanza de abajo arriba.

### **2. Unión monetaria y disciplina fiscal**

Cuando se creó la eurozona, la opinión general era que la unión monetaria debería incluir normas que disciplinaran a las autoridades fiscales nacionales. Esta opinión dio origen al Pacto de Estabilidad y Crecimiento. A los países que se incorporaban a la zona euro se les exigía que siguieran las reglas fiscales establecidas en el PEC. En esencia, estas reglas exigían a los gobiernos de los Estados miembros que evitaran déficits presupuestarios superiores al 3% del PIB, que garantizaran que la ratio de la deuda pública con respecto al PIB no fuera de más del 60% del PIB y, si era

superior, que siguieran unas políticas orientadas a restituir la ratio de deuda al objetivo del 60 % (para más información, véase De Grauwe, 2022). Además, el PEC introdujo el requisito de que el presupuesto estructural del gobierno estuviera equilibrado. El equilibrio presupuestario estructural significa que a lo largo del ciclo económico el presupuesto del Estado debe estar en equilibrio.

En general, estas reglas fiscales eran consideradas necesarias para el buen funcionamiento de la unión monetaria, por dos motivos. En primer lugar, era comúnmente aceptado que la unión monetaria crearía la tendencia de ejecutar unos déficits presupuestarios demasiado altos. Esta tendencia generaría la dinámica de unos niveles insostenibles de deuda pública que provocarían impagos y grandes perturbaciones financieras. En segundo lugar, los déficits presupuestarios y niveles de endeudamiento excesivos de algunos países harían subir los tipos de interés a largo plazo en la unión, que crearía efectos indirectos negativos en otros países.

A continuación, se analizan estos dos argumentos.

## 2.1. ¿La unión monetaria lleva a una menor disciplina fiscal?

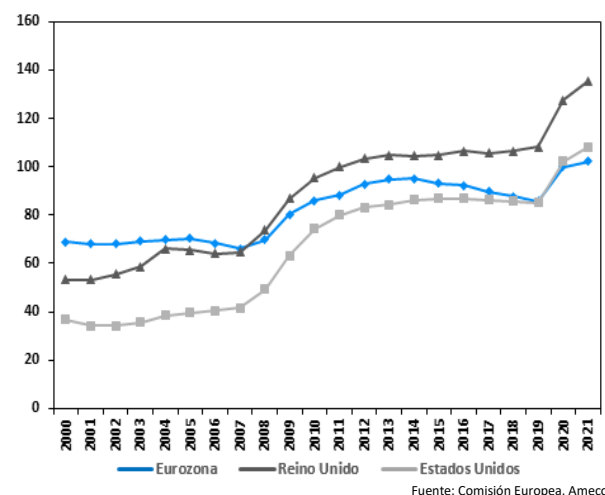
Existen dos mecanismos en una unión monetaria con efectos contrapuestos sobre la disciplina fiscal. El primero se deriva del problema de la reserva común (“common pool problem”). El segundo se refiere al problema de un lago en que los derechos patrimoniales no están bien definidos. Ello provoca una pesca excesiva porque cada pescador tiene un gran incentivo a pescar todo el pescado que pueda antes de que se acabe la población de peces del lago. Al final, toda esta población acaba desapareciendo. De forma similar, el mercado de capital de una unión monetaria puede verse como un lago al cual cada uno de los países miembros tiene acceso ilimitado. El resultado de ello es que los gobiernos se mueven por el incentivo de tomar prestado todo lo que pueden, con lo cual el tipo de interés común va a aumentar a medida que las reservas disponibles se van agotando.

Sin embargo, existe otro mecanismo, que tiende a reducir los incentivos de los Estados miembros de la unión monetaria a incurrir en déficits excesivos. Los países que se incorporan a la unión emiten deuda en una moneda de la cual no tienen el control. Esto hace que no dispongan de la capacidad de financiar los déficits presupuestarios mediante la emisión de moneda. En

consecuencia, los gobiernos de los Estados miembros de una unión monetaria se enfrentan a restricciones presupuestarias “más duras” que las naciones soberanas que mantienen su propia moneda. Estas últimas se encuentran con restricciones presupuestarias “más blandas” porque tienen acceso a su banco local nacional, que puede ser presionado para que alivie la carga de financiar los déficits presupuestarios. Si bien en tiempos normales los gobiernos de estos países posiblemente no ejercerán esta presión, es más probable que lo hagan si llegan tiempos difíciles. El mero hecho de que exista un banco nacional que pueda ser presionado para financiar los déficits presupuestarios incentiva a incurrir en mayores déficits.

Cuál de estos dos efectos va a prevalecer –el de la reserva común o el de no-monetización– es esencialmente una cuestión empírica que depende de las características institucionales y de los incentivos con que se encuentran los gobiernos. A continuación, proporcionamos unas primeras pruebas empíricas que indican que la restricción que supone la no-monetización ha sido importante en la zona euro para mantener su deuda pública bajo control. Al efecto, comparamos la evolución de las ratios de deuda con respecto al PIB en la eurozona, el Reino Unido y los Estados Unidos desde 1999, como puede verse en el gráfico 1.

**Gráfico 1. Deuda pública en la eurozona, el Reino Unido y los Estados Unidos (% del PIB)**



Se observa que no existe evidencia alguna de un crecimiento más rápido de la deuda pública con respecto al PIB en la zona euro que en los Estados Unidos o en el Reino Unido. Por el contrario, desde el año 2000, estas ratios se han incrementado significativamente más rápido en los Estados Unidos y en el Reino Unido que en

la eurozona, como puede verse en la tabla 1. Observamos que, mientras la ratio de deuda con respecto al PIB se multiplicaba por dos en los Estados Unidos y casi se triplicaba en el Reino Unido, la deuda pública de los países de la zona euro creció solo un 50 % con respecto al PIB en el marco de la unión monetaria (de 2000 a 2021). Así pues, el segundo efecto (la no monetización) parece que juega un papel más importante que el efecto de la reserva común. El hecho de que los miembros de la zona euro tengan que emitir deuda en una moneda “extranjera” limita enormemente las posibilidades de financiar la deuda pública. Puesto que los países miembros de la unión monetaria carecen de las posibilidades de financiación por la vía monetaria, se enfrentan a unas restricciones presupuestarias más duras que países “independientes” como los Estados Unidos y el Reino Unido. Este efecto parece ser más fuerte que el del mero “riesgo moral” que tanto ha influido a los redactores del PEC.

**Tabla 1. Incremento de la ratio deuda pública-PIB (2000-2021) (en %)**

|                | Incremento (en %) |
|----------------|-------------------|
| Estados Unidos | 150%              |
| Reino Unido    | 192%              |
| Eurozona       | 50%               |

Fuente: Comisión Europea, Ameco.

## 2.2. Efectos indirectos en una unión monetaria

Como ya se ha explicado, los defensores de las reglas fiscales basan sus argumentos en los efectos secundarios que pueden tener unas deudas y unos déficits públicos insostenibles. El fundamento básico de esta idea es que un país que se halle en una vía insostenible de incremento de la deuda pública provoca unos efectos secundarios negativos en los demás integrantes de la unión monetaria. Un país que permite que su ratio de deuda pública con respecto al PIB crezca continuamente recurrirá cada vez más a los mercados de capital de la unión, lo cual hará aumentar los tipos de interés de la unión. Este incremento a su vez aumenta la carga de la deuda pública de los demás países. Si los gobiernos de estos países optan por estabilizar sus ratios deuda pública-PIB, se verán obligados a seguir unas políticas fiscales más restrictivas. Por tanto, estos otros países estarán interesados en que exista un mecanismo de control que restrinja el volumen de los déficits presupuestarios de los países miembros de la unión.

Pero ahí puede aparecer un segundo efecto secundario. El crecimiento de los tipos de interés de la unión como

consecuencia de las políticas fiscales insostenibles de uno de los países miembros probablemente va a suponer una presión para el Banco Central Europeo (BCE). Los países que se vean perjudicados por los tipos de interés más altos pueden presionar al BCE para que relaje su política monetaria. Así pues, las políticas fiscales insostenibles interferirán en el comportamiento de la política monetaria europea. De nuevo, puede resultar interesante para los miembros de la unión impedir que se produzcan estos efectos indirectos negativos imponiendo límites al volumen de los déficits presupuestarios de las administraciones públicas.

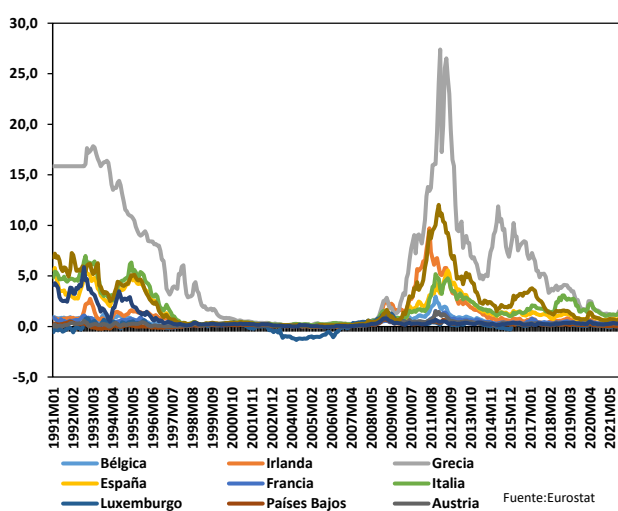
Estos argumentos basados en los efectos indirectos de las políticas fiscales parecen razonables. Sin embargo, se basan en la falta de eficiencia de los mercados de capital de la unión.

Los argumentos de los efectos secundarios presuponen implícitamente que los mercados de capital no funcionan adecuadamente. Para verlo, vamos a suponer que dichos mercados funcionan de forma eficiente y nos preguntaremos qué ocurre cuando un país, por ejemplo Italia, se halla en la senda de un endeudamiento insostenible. ¿Significa que el tipo de interés de la unión ha de subir, es decir, que los tipos de interés que deberán pagar los prestatarios alemanes, holandeses o franceses también van a aumentar? La respuesta es no. Si los mercados de capital de la unión monetaria funcionan eficientemente, los inversores reconocerán que el problema de la deuda es un problema estrictamente italiano. Entonces, el mercado asignará una prima de riesgo a la deuda pública italiana, para reflejar el mayor riesgo de impago. El Gobierno alemán no se verá afectado por ello. Será capaz de prestar dinero a un tipo de interés menor, porque sus prestadores reconocen que el riesgo inherente a los bonos del Estado alemanes es menor que el riesgo que supone comprar instrumentos de deuda pública italianos. Por tanto, si los mercados de capital funcionan de forma eficiente, no hay efectos secundarios. Los demás gobiernos de la unión no se ven perjudicados por la existencia de un elevado endeudamiento público en Italia. Además, no tiene sentido hablar del tipo de interés (en singular) de la unión. Si los mercados de capital son eficientes, existen distintos tipos de interés en la unión, que reflejan las diferentes primas de riesgo de la deuda pública de los países miembros de la unión.

¿Hasta qué punto los mercados financieros han sido capaces de valorar correctamente los distintos riesgos de los bonos del Estado en la zona euro? El gráfico 2 nos

permite obtener algunas ideas acerca de esta cuestión. Presenta los diferenciales de los bonos públicos a diez años de varios países de la zona euro con respecto a Alemania de 1991 a 2021 (mayo). Estos diferenciales pueden interpretarse como las primas de riesgo adicionales por invertir en bonos de estos países más que en los bonos del Estado alemanes. Observamos que durante los años noventa (el período previo a la zona euro) estos diferenciales eran significativos, pero se iban reduciendo. La explicación más convincente es que durante dicho período el riesgo de devaluación (con respecto al marco alemán) era el factor más importante de la prima de riesgo. A medida que se acercaba el inicio de la eurozona, el riesgo de devaluación se fue reduciendo y lo mismo hizo la prima de riesgo.

**Gráfico 2. Diferenciales de los intereses de los bonos del Estado a diez años con respecto a Alemania (1991-2021)**



Con el inicio de la eurozona en 1999, desapareció el riesgo de devaluación; los diferenciales cayeron hasta prácticamente hasta cero y se mantuvieron en esa posición hasta 2008. Así pues, durante dicho período, los mercados financieros consideraban que invertir, por ejemplo, en bonos del Estado griegos suponía el mismo riesgo que invertir en bonos del Estado alemanes. Es decir, los mercados percibían que el riesgo de impago de los bonos griegos era el mismo que el de los bonos alemanes. En 2008, estas percepciones cambiaron radicalmente y los diferenciales aumentaron hasta alcanzar unos niveles más altos que en los años noventa. Los mercados percibieron enseguida que había grandes riesgos de impago en los bonos del Estado de países como Irlanda, Portugal, Grecia e Italia. Pero, repentinamente, estos diferenciales se redujeron radicalmente de nuevo en 2012.

Los datos del gráfico 2 ponen en cuestión la eficiencia de mercado. Durante casi una década (1999-2008), los mercados financieros no vieron riesgos de impago en los bonos del Estado de los “países periféricos”. Pero, de pronto, descubrieron que la zona euro era frágil y en cuestión de unas pocas semanas empezaron a asignar enormes primas de riesgo a los bonos del Estado de los países periféricos. En otras palabras, durante el período 1999-2008 los mercados financieros no lograron ver riesgos diferenciales en la zona euro, de modo que en ella había básicamente un único tipo de interés del bono a largo plazo, pese a que los niveles de endeudamiento y de déficit presupuestario diferían sustancialmente entre dichos países. En 2008, los mercados descubrieron de pronto que los riesgos de la deuda soberana eran radicalmente distintos dentro de la eurozona. Cuando el BCE anunció su programa de compras ilimitadas de deuda pública (*Outright Monetary Transactions, OMT*) en 2012, eliminó del mercado el factor miedo y, en consecuencia, los diferenciales se redujeron enormemente, pese a que en la mayoría de los países de la periferia los ratios de deuda pública con respecto al PIB seguían creciendo espectacularmente.

Sin embargo, también es cierto que la subida de los tipos de interés de los bonos del Estado griegos, italianos y españoles no afectó el riesgo de los bonos alemanes u holandeses. De hecho, los tipos de interés de los bonos del Estado en Alemania y en los Países Bajos bajaron, porque los inversores que se desprendían de los bonos griegos, italianos y españoles se fueron a Alemania y a los Países Bajos, considerados “refugios seguros”, y adquirieron masivamente los bonos que emitían sus respectivos gobiernos, lo cual hizo aumentar sus precios de oferta y reducir su rendimiento.

Por tanto, las pruebas de los efectos secundarios son contradictorias. Por una parte, el hecho de que los mercados financieros aparenten no haber sido eficientes podría llevar a la conclusión de que los efectos secundarios son un serio problema. Sin embargo, los datos empíricos parecen indicar que, en tiempos de crisis, aparecen grandes diferencias de rendimiento, lo cual protege a los países con bajo riesgo de solvencia de los altos tipos de interés producidos por los países con alto riesgo de solvencia.

### 3. La necesidad de reformar las reglas fiscales

Las políticas fiscales nacionales dentro de la UEM han de hallar un equilibrio entre dos aspectos en conflicto. El primero tiene que ver con la flexibilidad y viene destacado en la teoría de las áreas monetarias óptimas: a falta del instrumento del tipo de cambio y de un presupuesto europeo centralizado, los presupuestos nacionales de los estados son los únicos instrumentos de que disponen los estados nacionales para afrontar los shocks asimétricos (De Grauwe, 2022). Por tanto, en la UEM, los presupuestos nacionales deben seguir jugando el papel de mecanismos estabilizadores automáticos cuando el país se ve sacudido por una recesión. Esto se ha evidenciado muy claramente con la recesión que golpeó a los países de la zona euro en 2008. Por fortuna, la Comisión Europea invocó una cláusula de escape en 2020 durante la pandemia, que dejaba de lado las reglas fiscales y permitía que los estabilizadores automáticos del presupuesto desempeñaran su papel estabilizador de la economía.

El segundo aspecto está relacionado con los efectos indirectos de los déficits y las deudas nacionales insostenibles, que ya hemos descrito. Las deudas y los déficits insostenibles de determinados países pueden perjudicar a otros Estados miembros y ejercer una presión excesiva sobre el BCE.

¿De qué modo el PEC halla un equilibrio entre estos dos aspectos? Es evidente que el PEC se ha guiado más por el temor a unas deudas y déficits públicos insostenibles que por la necesidad de flexibilidad. Como resultado, justo es decir que el PEC es bastante partidista al insistir en la necesidad de disponer de unas reglas fiscales estrictas, a costa de la flexibilidad. Esto tiene el riesgo de dificultar la capacidad de los presupuestos nacionales de actuar como estabilizadores automáticos durante las recesiones, con lo cual estas se van a intensificar.

La falta de flexibilidad presupuestaria a la hora de enfrentarse a las recesiones puede crear tensiones entre los gobiernos nacionales y las instituciones europeas. Cuando los países se ven afectados por dificultades económicas, las instituciones europeas son vistas como organismos que impiden mitigar las dificultades de los más golpeados por la recesión. Y, lo que es peor, que imponen multas y sanciones cuando los países se están enfrentando a problemas económicos. Esto ciertamente no fomenta entusiasmo a favor de la integración europea. Por el contrario, probablemente alimenta el euroescepticismo.

Concluimos, pues, que el PEC ha ido demasiado lejos al imponer normas a los presupuestos públicos de los países. La falta de flexibilidad de las políticas presupuestarias nacionales dentro de la UEM genera riesgos que pueden ser mayores que los riesgos de impago que señalan los partidarios de las normas. Como ya hemos explicado en el apartado anterior, hay pocos datos que evidencien que en una unión monetaria prolifera la indisciplina fiscal, a diferencia de lo que ocurre fuera de ella (Eyraud *et al.*, 2017).

Los fallos del PEC que acabamos de describir ocasionaron serios problemas en el período 2002-2004, cuando los principales países de la eurozona se vieron golpeados por una recesión económica. Hicieron incrementar los déficits presupuestarios en Francia, Alemania, Italia y Portugal. En nombre del PEC, la Comisión Europea insistía que estos países habían de recuperar el equilibrio presupuestario, incluso en pleno ciclo económico decreciente. Numerosos países, particularmente Francia y Alemania, rechazaron someter sus economías a esas políticas deflacionistas. El resultado fue un enfrentamiento inevitable con la Comisión Europea, que, como guardiana del PEC, se veía obligada a emprender acciones contra estos países. El resultado era muy previsible. La Comisión tuvo que ceder ante la negativa de ambos países a someter sus políticas y sus compromisos ante un número creciente de desempleados a la mítica regla de tres. En noviembre de 2003, el Consejo de Ministros derogó el procedimiento que la Comisión Europea había iniciado. A efectos prácticos, el PEC había pasado a mejor vida.

La recesión que comenzó en 2008 y el consiguiente incremento del déficit presupuestario y del endeudamiento de las administraciones públicas marcó una nueva fase en la aplicación del PEC. Sus disposiciones se reforzaron de nuevo (De Grauwe, 2022). Las sanciones se automatizaron de nuevo y la Comisión Europea obtuvo un mayor poder de supervisión. Está por ver si este PEC reforzado tendrá más éxito a la hora de limitar los déficits presupuestarios de los gobiernos y la deuda pública.

La pandemia de la COVID-19 provocó, a su vez, la suspensión de las reglas fiscales del PEC. Afortunadamente, la Comisión Europea entendió que la gravedad de la recesión provocada por la pandemia corría el riesgo de provocar una implosión de los sistemas de mercado en numerosos países sin un gasto masivo por parte de las autoridades fiscales. No está claro en qué condiciones van a reinstaurarse estas

normas, pero la Comisión Europea ha dejado claro que van a restablecerse en el futuro, de alguna u otra forma.

#### 4. ¿Cómo reformar las reglas fiscales?<sup>1</sup>

La restauración de las reglas fiscales del PEC en el futuro ha suscitado una discusión sobre si deberán aplicarse las mismas normas, o bien estas deberán reformarse. Es evidente que la reforma de la normativa fiscal resulta inevitable. Vamos a formular dos principios que consideramos que deberían orientar este proceso de reforma:

- No establecer más objetivos numéricos.
- Priorizar la inversión pública a escala nacional y europea.

##### 4.1. Los objetivos numéricos pertenecen al pasado

La gobernanza presupuestaria en la zona euro se ha basado en un programa de cumplimiento de una serie de objetivos numéricos, como el objetivo del 3% de presupuesto, del 60% de deuda pública y la norma del presupuesto equilibrado en términos estructurales. Ahora resulta evidente que este enfoque no ha funcionado bien, por una razón muy simple. Las normas impuestas desde arriba que no tengan base científica no serán seguidas por unos políticos electos que trabajan bajo presión porque la economía está experimentando una importante recesión. ¿Qué político puede permitirse cumplir la sacrosanta norma número 3, eso es, la del presupuesto equilibrado, cuando millones de ciudadanos de sus países sufren a causa de una recesión que les puede resultar más llevadera si incumplen estas normas ininteligibles? Serán pocos los que optarán por someter a sus ciudadanos a un sufrimiento extra para cumplir con esta normativa acientífica.

En sus veinte años de existencia, la zona euro se ha visto sacudida tres veces por este dilema. Y, como era de prever, las tres veces se optó por dejar a un lado las reglas: fue en los periodos 2002-2004, 2008-2009 y, más recientemente, 2020-2021, durante los años de la pandemia. Seguramente, sucederá de nuevo en el futuro, y estas reglas volverán a dejarse de lado. Como consecuencia, estas normas tienen hoy una credibilidad muy baja.

Otra constante del enfoque que obliga a cumplir unos objetivos numéricos es que, después de cada recesión en que se suspendió su aplicación, las reglas se modificaron. Sucedió en 2003, cuando se optó por relajarlas, y tras la Gran Recesión de 2008-2009, cuando inexplicablemente se reforzaron de nuevo, lo cual condujo a una recaída en la recesión en 2011-2012. Esta vez, tras la pandemia, probablemente se modificarán de nuevo<sup>2</sup>, afortunadamente abandonando las normas numéricas. Y cada vez que se modifican las reglas fiscales, pasan a ser más complejas, hasta el punto de que solo unas pocas personas de fuera de Bruselas las entienden. Esta complejidad creciente se incorpora a una gobernanza basada en objetivos numéricos, puesto que con cada *shock* negativo que golpea la economía, tienen que introducirse nuevas excepciones y reglas. Al final, esta gobernanza, como el sistema de gobierno soviético, caerá por su propio peso. Es mejor no esperar a que esto suceda y desplegar un modelo de gobierno que abandone los objetivos numéricos.

Nuestra crítica a las normas numéricas también es aplicable a la norma de gasto que popularizó el Consejo Fiscal Europeo (Consejo Fiscal Europeo, 2018). Esta norma impediría que el gasto público superara la tasa de crecimiento de la producción potencial. Esta norma establece que la ratio de gasto público con respecto al PIB tiene que mantenerse constante durante todo el ciclo económico. No existe ningún buen argumento económico para fijar esta ratio. Algunos países registran ratios bajas y otros, ratios altas. ¿Por qué deberían congelarse estas ratios? Podría haber buenas razones que justificaran el incremento de esta ratio en algunos países y el descenso en otros. Este es un nuevo ejemplo de imponer una norma que carece de base científica. Al igual que las otras, esta norma también será dejada de lado por los gobiernos racionales cuando se hallen bajo presión por unas condiciones económicas desfavorables.

En la actualidad, existe un amplio consenso entre los economistas de que debería desarrollarse una nueva gobernanza para las políticas fiscales sostenibles sin fijar objetivos numéricos. El presente artículo no pretende desarrollar una propuesta totalmente elaborada de gobernanza alternativa. Recientemente, se han presentado numerosas propuestas de reforma de este tipo (Beetsma *et al.*, 2018; Benassy-Quéré *et al.*, 2018; Blanchard *et al.*, 2021; Darvas *et al.*, 2018; Debrun *et al.*, 2019; Wyplosz, 2019). Más bien deseamos señalar los

<sup>1</sup> Este apartado se basa en De Grauwe (2021).

<sup>2</sup> En febrero de 2020, la Comisión Europea propuso una revisión del marco de gobernanza económica (Comisión Europea, 2020).

principios fundamentales que deberían orientar esta nueva gobernanza.

Los principios por los cuales debería regirse la futura reforma de las reglas fiscales son los siguientes:

- En vez de normas numéricas, el análisis de la sostenibilidad de la deuda.
- En vez de una gobernanza de arriba abajo, una gobernanza de abajo arriba.

#### ***En vez de normas numéricas, necesitamos análisis de la sostenibilidad de la deuda***

Existe un consenso creciente de que la nueva gobernanza debería basarse en el análisis de la sostenibilidad a largo plazo de la deuda pública (Barnhill i Kopits, 2004; Comisión Europea, 2014; Debrun *et al.*, 2019; Wyplosz, 2019). Se trata de un instrumento científico de análisis que proyecta los niveles de deuda (netos) que se esperan en el futuro considerando las previsiones actuales sobre tipos de interés, inflación, tasas de crecimiento del PIB y capacidad fiscal. Los niveles de deuda netos se refieren al hecho de que en esta extrapolación deben incluirse los activos públicos que contribuyen a la capacidad futura de reembolso de la deuda. Más adelante retomaremos este punto.

Este análisis de la sostenibilidad permitirá a los responsables de diseñar las políticas centrarse en las cuestiones que realmente importan, en vez de focalizarse en objetivos numéricos con respecto a los déficits presupuestarios y a los niveles de endeudamiento. Los objetivos numéricos a veces no son necesarios para garantizar la sostenibilidad. Por ejemplo, cuando se espera que el tipo de interés nominal sea más bajo que la tasa de crecimiento de la economía, la ratio de deuda con respecto al PIB sigue una dinámica estable, eso es, tiende a reducirse automáticamente. Por tanto, no es necesario obligar a los países a seguir unas políticas de austeridad para alcanzar un determinado objetivo numérico con respecto a la ratio de la deuda. Por el contrario, cuando los tipos de interés son superiores al crecimiento nominal del PIB, una ratio de deuda pública inferior al 60% no va a garantizar la sostenibilidad de la deuda. En este sentido, el objetivo del 60% de deuda pública no basta para garantizar la sostenibilidad.

Obviamente, dado que el análisis se basa en las previsiones de una serie de variables macroeconómicas, a la hora de realizar este ejercicio existe una gran dosis de incertidumbre. Precisamente por eso, el análisis de la sostenibilidad de la deuda debe verse como un punto de

referencia hacia el cual deben converger en general los niveles futuros de endeudamiento. También implica que la sostenibilidad de la deuda debe realizarse en un marco estocástico (Barnhill i Kopits, 2004; Di Bella, 2008, y Comisión Europea, 2021a). Además, debe utilizarse un procedimiento de *name and shame* (decir por su nombre y señalar) para explicar, cuando se produzca una divergencia, cuál de las hipótesis implícitas en el camino hacia la sostenibilidad es responsable de dicha desviación.

Este ejercicio deberían llevarlo a cabo –y ya lo están haciendo– los consejos fiscales nacionales y europeo. Por tanto, es importante reforzar el mandato y la independencia de estas instituciones.

#### ***En vez de un enfoque de arriba abajo, es necesario un enfoque de abajo arriba***

La gobernanza presupuestaria basada en reglas numéricas ha sido una cuestión jerárquica en que los gobiernos nacionales son controlados por el Consejo a propuesta de la Comisión. Este modelo tiene una debilidad evidente, que puede describirse del modo siguiente. En una democracia, la competencia en materia de gasto y la facultad tributaria se confiere a los parlamentos (*no taxation without representation*). Y estos parlamentos deben rendir cuentas a los electorados nacionales, que pueden castigarlos en las próximas elecciones. En la zona euro, la competencia en materia de gasto y la facultad tributaria está conferida mayoritariamente a los parlamentos nacionales. Así pues, cuando una institución supranacional pretende invalidar decisiones que se han tomado en los parlamentos nacionales, es probable que surjan algunos problemas. El principal es que esta institución supranacional (la Comisión Europea con el Consejo y el Consejo Europeo) no se enfrenta a los costes políticos de las normas presupuestarias que pretende ejecutar. Son el gobierno y el parlamento nacionales quienes afrontan los costes políticos de estas medidas. Esta desconexión entre quienes toman las decisiones y quienes asumen los costes políticos de ellas es la principal debilidad de la gobernanza de las normas presupuestarias en la zona euro.

Dicho de otro modo, la legitimidad política del gasto y de la tributación recae en la actualidad principalmente en los parlamentos nacionales. En este proceso de toma de decisiones, la interferencia de una autoridad que no posee la legitimidad política para ello desencadena necesariamente conflictos y hace insostenible este modelo de gobernanza. Nótese que hablamos de

legitimidad política. Es la legitimidad que se deriva del hecho de que quienes toman las decisiones son responsables de ellas ante el electorado, que puede castigarles por tomarlas. Es lo que ocurre con los actuales gobiernos y parlamentos nacionales, pero no con la Comisión Europea ni con el Consejo cuando toman decisiones que afectan a un país en particular.

Podría objetarse a este razonamiento que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento nació de un tratado internacional que atribuía responsabilidades a la Comisión Europea, al Consejo y al Consejo Europeo. Por tanto, desde el punto de vista legal, estas instituciones están legitimadas para actuar en este asunto. Pero carecen de legitimidad política, tal como se ha definido antes. Y esta falta de legitimidad política hace inviable la gobernanza europea de los déficits y las deudas públicas nacionales, de modo que es preciso reformarla.

Existen dos vías para resolver este problema. La primera consiste en transferir una parte significativa de la competencia en materia de gasto y de la facultad tributaria a las instituciones europeas, en especial al Parlamento Europeo y a un gobierno europeo que deba rendir cuentas ante el Parlamento Europeo. El programa NextGenerationEU es un primer paso tímido en esta dirección. Pero habrá que dar más pasos para llegar a una situación en que las instituciones europeas dispongan de un espacio fiscal suficientemente amplio para que resulte importante.

Mientras tanto, el problema de la falta de legitimidad política solo podrá superarse optando por un enfoque de abajo arriba. Es lo que ha venido a llamarse *renacionalización* de la gobernanza presupuestaria (Wyplosz, 2019). Esta *renacionalización* debe ir acompañada de un mayor grado de independencia y de autoridad a los consejos fiscales nacionales. Esto también implica que estos consejos fiscales nacionales deben disponer de los recursos necesarios para llevar a cabo su labor. Una forma de garantizarlo es que los bancos centrales de los países transfieran una parte de sus beneficios al consejo fiscal nacional. En este enfoque, puede resultar útil también la presión que puedan ejercer otras instituciones análogas, como el Consejo Fiscal Europeo (Kopits, 2013).

#### 4.2. Prioridad absoluta a la inversión pública

La necesidad de impulsar la inversión pública ya no es objeto de discusión. Hubo un tiempo en que los economistas enseñaban la teoría del efecto de desplazamiento (*crowding-out theory*) de la inversión

pública, que postulaba que a más inversión pública, más aumentaban los tipos de interés, lo cual reducía la inversión privada. Y puesto que la inversión privada se consideraba más productiva que la pública, la sociedad salía perdiendo cuando los gobiernos participaban en la inversión pública.

Ahora se ha visto que la inversión pública es básica para superar los problemas medioambientales a que nos enfrentamos hoy y para lograr un crecimiento económico sostenible. Asimismo, cada vez son más los economistas que admiten que la teoría del efecto de desplazamiento es errónea y que, en cambio, la inversión pública y la privada son complementarias. Sin inversiones públicas en bienes comunes como las infraestructuras, redes eléctricas, educación, investigación básica, etc., el sector privado carecerá también de los incentivos para producir los instrumentos necesarios que van a promover el crecimiento sostenible (Mazzucato, 2014). El gran impulso de la inversión pública ha adquirido una dimensión existencial.

Lamentablemente, las reglas fiscales de la eurozona obstaculizan dicho impulso de la inversión pública. Como es bien sabido, el PEC exige a los países miembros de la zona euro unos presupuestos equilibrados (o casi) en términos estructurales, eso es, que los presupuestos públicos se mantengan equilibrados (o casi) a lo largo de todo el ciclo económico. Esto implica que las inversiones públicas no pueden financiarse con la emisión de deuda. El mismo problema es aplicable a la norma en materia de gasto propuesta recientemente, que exigiría que el gasto público se mantuviera constante como un porcentaje del PIB a lo largo del ciclo económico. Esta norma implica que, si los gobiernos desean incrementar la inversión pública, deberán reducir el gasto en otras partidas. Esta restricción no tiene sentido, desde el punto de vista económico, al menos por dos razones.

La primera es que, durante varios años, el coste del endeudamiento para la mayoría de los países miembros de la eurozona ha sido próximo a cero y para algunos incluso negativo. Recientemente, se ha incrementado, pero sigue siendo bastante bajo, desde una perspectiva histórica. Seguramente, pueden encontrarse inversiones públicas con una tasa de rendimiento superior los bajos tipos de interés que se pagan hoy en la deuda pública. Puesto que estas inversiones públicas son esenciales para lograr que el crecimiento económico sea respetuoso con el medio ambiente y, por tanto, sostenible, tienen un rendimiento esperado que supera con creces el coste del endeudamiento. Mientras esto sea así, no deberían imponerse restricciones al



endeudamiento. De hecho, la única condición a la inversión pública debería ser que el rendimiento esperado exceda el coste del endeudamiento.

Lo mismo puede expresarse en otros términos. Cuando un gobierno realiza inversiones públicas, incrementa tanto el activo como el pasivo de su balance. Cuando el rendimiento esperado de la inversión pública supera el coste del endeudamiento, el valor del activo público (medido por su capacidad de generar una producción adicional) crece más que el valor de su pasivo. Ello implica que estas inversiones públicas reducirán la deuda neta del gobierno en el futuro. No deben imponerse restricciones a estas inversiones públicas financiadas mediante deuda. Un buen modelo para este enfoque es el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) incluido en el programa NextGenerationEU.

Esta conclusión encaja bien con nuestro debate anterior sobre la necesidad de reformar las reglas fiscales. Sosteníamos que deberíamos tender hacia el análisis de la sostenibilidad futura del nivel de endeudamiento neto del gobierno. Nuestro argumento ahora deja claro que retirar el pacto fiscal y su exigencia de equilibrio estructural permitiría realmente mejorar la sostenibilidad de la deuda pública. Al posibilitar las inversiones públicas financiadas mediante deuda, el crecimiento económico puede resultar más sostenible y generar así ingresos tributarios en el futuro, capaces de pagar (algo más que) el servicio de la deuda añadida. Así pues, la mejor forma de lograr que la deuda pública resulte más sostenible en la zona euro sería abolir la norma del presupuesto equilibrado del PEC. Esta norma es fruto de un pensamiento económico deficiente. Al limitar las inversiones públicas, garantiza un menor crecimiento sostenible en el futuro y, por tanto, unos ingresos tributarios inferiores para los gobiernos futuros. Con esto, prácticamente asegura futuros problemas de endeudamiento en aquellos países que registran un escaso crecimiento.

Existe una segunda razón de economía política que justifica por qué debería abolirse la norma del equilibrio presupuestario (estructural). Al obligar a los políticos a financiar la inversión pública a través de los impuestos o de recortes en el gasto, se asigna todos los costes de la inversión pública a la generación actual de votantes. Sin embargo, estas inversiones públicas van a generar también beneficios para las generaciones futuras. Así pues, mientras que los beneficios de las inversiones públicas son compartidos por la generación actual y las futuras, sus costes recaen directamente sobre la

presente generación. Esto no supone el incentivo más adecuado para los políticos, que necesitan obtener el apoyo electoral de la actual generación de votantes y que, de este modo, no van a mostrarse inclinados a impulsar la inversión pública.

La inversión pública financiada mediante deuda es la solución a este problema de economía política, pues permite que los costes de la inversión (los pagos de intereses) estén alineados de forma intergeneracional con los beneficios de dichas inversiones. Y, de este modo, ofrece también más incentivos a los políticos para impulsar la inversión pública. Esto requiere disponer de unas estimaciones fiables del rendimiento de estas inversiones en “bienes públicos” y de sus probables costes financieros a lo largo del tiempo.

¿Hasta qué punto el obstáculo a la inversión pública que supone el pacto fiscal europeo queda resuelto gracias a la existencia del programa NextGenerationEU? El Mecanismo de Recuperación y Resiliencia de este programa tiene la capacidad de prestar 672.000 millones de euros y de financiar inversiones públicas destinadas a promover las transiciones verde y digital. ¿Sería ello suficiente para sustituir los programas de inversión pública financiados con deuda nacional? La respuesta es definitivamente no. Claramente, el MRR es un significativo paso adelante y puede ser un modelo para la gobernanza de los programas de inversión pública a escala nacional, aunque su impacto macroeconómico seguirá siendo limitado. Por término medio, las inversiones públicas que posibilita el MRR equivaldrán, como máximo, al 1,1 % del PIB de la eurozona durante el período 2021-2026. Es una cantidad significativa pero apenas suficiente para abordar los desafíos a que nos enfrentamos con el cambio climático y las crisis medioambientales.

Para dar un impulso a la inversión pública, será necesario recurrir a las capacidades de obtención de préstamos de los gobiernos nacionales. De hecho, puesto que estos gobiernos nacionales todavía tienen la mayor parte de la facultad tributaria, su capacidad de obtener préstamos es un múltiplo de la capacidad de la Comisión Europea de hallar “recursos propios” en el contexto del MRR.

Así pues, el enfoque tendría que ser doble. La capacidad de préstamo de la Comisión Europea debería utilizarse al máximo. Y, puesto que esta capacidad es limitada, también debería utilizarse al máximo la capacidad de los gobiernos nacionales. No tiene sentido, desde el punto de vista económico, permitir inversiones públicas

financiadas mediante deuda en los países miembros únicamente a través del canal de la Comisión Europea y no recurrir a la capacidad mucho mayor que tienen los gobiernos nacionales para obtener préstamos. La necesidad de inversión pública ha adquirido una dimensión existencial y debería invalidar los dogmas que existen actualmente en la Unión Europea.

Por tanto, la vía para avanzar sería aplicar la “regla de oro” que han propuesto tantas veces en el pasado reputados economistas (por ejemplo, Mario Monti, 2014). Este enfoque consiste en dividir el presupuesto del gobierno en dos partes: un presupuesto corriente y un presupuesto de capital. La regla del presupuesto equilibrado estructural podría aplicarse entonces al presupuesto corriente; el presupuesto de capital registraría las inversiones públicas y podría financiarse emitiendo deuda. Y el presupuesto global estaría sujeto al análisis de sostenibilidad descrito anteriormente.

En consecuencia, también queda claro que este análisis de sostenibilidad debe incluir un análisis de la selección de los proyectos de inversión pública. Estos deberían ser productivos, es decir, deberían aumentar la sostenibilidad del crecimiento económico en el futuro. Somos conscientes de que no se trata de una tarea fácil, pero tampoco es imposible. La prueba es que, hasta el momento, la Comisión Europea ha tenido cierto éxito en la selección de las inversiones productivas presentadas por los gobiernos nacionales en el marco del programa NextGenerationEU. Así pues, podemos imaginar que los gobiernos nacionales seleccionan los proyectos de inversión pública que presentan a la Comisión Europea para su aprobación. A continuación, la Comisión analiza los rendimientos futuros que se esperan de estos proyectos. Una vez aprobados, los gobiernos nacionales pueden financiar estas inversiones emitiendo bonos del Estado. O, dicho de otro modo, con la autorización de la Comisión Europea, el gasto asociado a los proyectos de inversión pública aprobados puede registrarse en el presupuesto de capital.

### 4.3. La gobernanza de los niveles de deuda pública no puede disociarse de las políticas de adquisición de bonos por parte del BCE

Cuando el Banco Central compra bonos del Estado, por ejemplo, en el contexto del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP), sustituye estos bonos con interés por pasivos monetarios (base

monetaria que usualmente adopta la forma de reservas bancarias). En aquel mismo momento, el Banco Central crea señoreaje, que es el beneficio monopolista que se deriva de la creación de moneda. Este señoreaje se transfiere al presupuesto público nacional del modo siguiente: el Gobierno paga un interés al Banco Central, el cual ahora posee los bonos, pero el Banco Central devuelve los ingresos por intereses al Gobierno. Así pues, cuando el Banco Central compra los bonos del Estado, *de facto*, el Gobierno ya no tiene que pagar intereses por sus bonos pendientes en manos del Banco Central. Por tanto, la adquisición de bonos del Estado por parte del Banco Central equivale a un alivio de la deuda que se concede al Gobierno.

Ocurre lo mismo en la zona euro. En la medida en que los bonos del Estado figuran en el balance del BCE, estos bonos dejan de existir, desde el punto de vista económico<sup>3</sup>. Y es así porque, como ya hemos explicado, cuando un bono del Estado está en el balance del Banco Central, se organiza un flujo circular de pagos de intereses de la Hacienda del Estado al Banco Central y de nuevo a Hacienda. Así pues, la carga de la deuda para el Gobierno nacional pasa a ser cero. El Banco Central podría cancelar la deuda (es decir, fijar su valor en cero), con lo cual cesaría el flujo circular de pago de intereses. Esto no supondría ninguna diferencia en la carga de la deuda pública. En otras palabras, mientras los bonos del Estado están en el balance del Banco Central, no existen, desde el punto de vista económico. Solo existen en la esfera de la contabilidad.

Esto tiene consecuencias importantes para el debate sobre la sostenibilidad de la deuda pública. Esta última no puede disociarse de las adquisiciones de bonos efectuadas por el BCE. En concreto, según Eurostat, la deuda pública bruta de la zona euro aumentó de 10,2 billones de euros (el 85,8 % del PIB) en 2019 a 11,3 billones (el 100 % del PIB) en 2021, un incremento de 1,1 billones que se produjo principalmente durante el año 2020.

Al parecer, las compras totales de bonos del Estado (APP + PEPP) durante 2020 ascendieron a 0,9 billones de euros. Así pues, mientras las estadísticas oficiales registran un incremento de 1,1 billones de euros de la deuda pública bruta en la zona euro durante el año 2020, desde el punto de vista económico la deuda pública de la eurozona creció solo 0,2 billones de euros (el 2 % del PIB de la eurozona). 0,9 billones de euros están ahora en

<sup>3</sup> Nótese que en la zona euro cada Banco Central nacional (BCN) compra los bonos emitidos por su gobierno y los pone en su balance.

Así pues, técnicamente los bonos del Estado adquiridos en el contexto del PEPP están en los balances de los BCN de la zona euro.

el balance del BCE y han dejado de existir. En su lugar, el BCE ha emitido pasivos monetarios por valor de 0,9 billones de euros (base monetaria), que ha desplazado los bonos del Estado en las carteras de inversores privados, y puede considerarse un activo “superseguro”. Esto es importante porque, como resultado del programa de compra de bonos del BCE, el *stock* total de bonos del Estado en las carteras de inversores privados apenas ha aumentado. En consecuencia, la sostenibilidad de la deuda pública apenas se ha visto afectada por la pandemia.

La “única” cuestión que queda pendiente se refiere al futuro de los programas de compra de bonos del BCE. ¿Mantendrá el BCE los bonos del Estado en su balance eternamente? En este caso, tendrá que comprar nuevos bonos en los mercados cuando los antiguos lleguen a su vencimiento. ¿O acaso preferirá venderlos, y no sustituir los bonos antiguos por nuevas compras? Esta pregunta es crucial. Porque, si el BCE opta por esta última estrategia, los gobiernos nacionales tendrán que emitir nuevos bonos para refinar los antiguos. En otras palabras, los bonos del Estado que estaban en el balance del BCE van a reaparecer como pasivo de los gobiernos nacionales y la deuda pública aumentará de nuevo. Si, por el contrario, el BCE mantiene el importe de los bonos del Estado en su balance sin cambios, entonces el alivio de la deuda que el BCE inició al adquirir los bonos del Estado será definitivo.

No está del todo claro cuáles son las intenciones del BCE al respecto. Cuando inició su programa de expansión cuantitativa (QE), anunció que mantendría inalterado el *stock* de bonos del Estado en su balance, adquiriendo nuevos bonos cuando los antiguos llegaran a su vencimiento. No está claro hasta cuándo va a mantener su compromiso.

Ciertamente, el BCE podría mantener estos bonos en su balance de forma indefinida. Cuando se viera obligado a combatir la inflación, como ocurre en la actualidad, podría subir los tipos de interés sin vender los bonos del Estado. También podría aumentar la exigencia de reserva mínima que los bancos deben cumplir. El BCE dejó claro que, si la inflación va subiendo constantemente, va a reducir la cantidad de bonos del Estado en su balance. De hecho, no es necesario que lo haga. El BCE puede combatir la inflación subiendo los tipos de interés (y posiblemente la exigencia de reserva mínima) sin tener que disponer de los bonos del Estado de su balance.

A veces se dice que, puesto que el Banco Central remunera las reservas bancarias, subir los tipos de interés para combatir la inflación le obligaría a pagar intereses más altos para estas reservas bancarias. Como resultado, el Banco Central obtendría menos beneficios (señoreaje) para devolver al Gobierno, con lo cual este perdería ingresos. Lo que gana por el hecho de que los bonos están en el balance del Banco Central lo pierde porque obtiene menos ingresos de este.

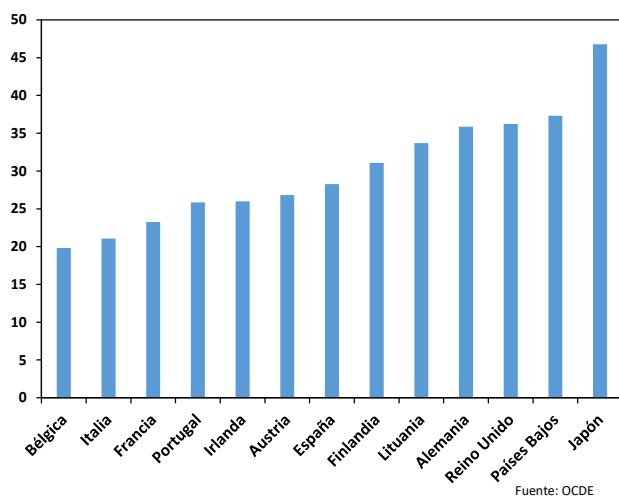
En este razonamiento, no existe ninguna diferencia fundamental entre los bonos del Estado y el dinero emitido por el Banco Central (el pasivo del Banco Central). Ambos son remunerados y, por tanto, si uno sustituye al otro (p. ej., menos bonos y más base monetaria) no supone ninguna diferencia para el presupuesto del Gobierno.

Este razonamiento da por supuesto que el Banco Central tiene que remunerar las reservas bancarias. Nada más lejos de la realidad. En el pasado, estos pasivos del Banco Central no eran remunerados. Pero durante casi 10 años, los bancos centrales han sido víctimas de los *lobbies* bancarios y han empezado a remunerar estas reservas bancarias. Pero no hay nada en sus estatutos que les obligue a ello, y podrían revertir rápidamente esta política. De hecho, durante un par de años, los principales bancos centrales, entre ellos el BCE, han aplicado tipos de interés negativos a estas reservas bancarias, lo cual indica lo fácil que resulta revertir las políticas de remuneración.

La cuestión aquí es que cualquier análisis de sostenibilidad de la deuda pública debe llevarse a cabo junto con un análisis del programa de adquisición de bonos del BCE, en el presente y en el futuro. A la hora de determinar la sostenibilidad de la deuda pública, un factor muy diferencial es saber cuántos de estos bonos del Estado se mantendrán en el balance del BCE, como puede ilustrarse con la experiencia japonesa. La deuda pública oficial del Japón ha sido muy elevada en los últimos veinte años, y en la actualidad supera el 200%. Sin embargo, la mayor parte de esta deuda ha estado en manos del Banco del Japón durante mucho tiempo. Y no parece que tenga la intención de reducir significativamente su tenencia de bonos del Estado. El resultado es que, aunque la elevada deuda pública oficial del Japón parece insostenible, resulta mucho más sostenible, porque casi la mitad de ella está en manos del Banco del Japón y, por tanto, ha dejado de existir desde el punto de vista económico (gráfico 3). Este gráfico también muestra que la cantidad de bonos del

Estado que tienen otros bancos centrales, aunque es menos importante que en el Japón, también es significativa. Nuestra previsión es que el BCE, al igual que el Banco del Japón, optará por tener cantidades importantes de bonos del Estado en su balance durante mucho tiempo. Y esto no va a poner en peligro la estabilidad de precios.

**Gráfico 3. Porcentaje de deuda pública en circulación que poseen los bancos centrales**



limitaran simplemente a reimplantar un sistema que no funciona.

La principal contribución de este artículo consiste en desarrollar los principios que deben orientar la reforma de las reglas fiscales en la eurozona. Estos principios son que deben abandonarse los objetivos numéricos (del 3 % y el 60 %, con un presupuesto equilibrado) y sustituirlos por análisis de sostenibilidad del presupuesto y de las previsiones de deuda de cada uno de los estados miembros. Se trata de un ejercicio difícil que no lleva a las mismas recomendaciones claras que ofrece el enfoque basado en objetivos numéricos. Pero este es el único enfoque viable. Además, hemos argumentado que dichas reformas deben priorizar las inversiones públicas posibilitando que estas sean financiadas con la emisión de deuda. Finalmente, hemos explicado que cualquier gobernanza de la sostenibilidad fiscal debe integrarse dentro de las políticas del BCE relativas a sus tenencias de bonos del Estado, por la simple razón de que estos bonos en manos del BCE dejan de existir desde el punto de vista económico. Las decisiones que tome el BCE en cuanto a vender o no estos bonos van a afectar la sostenibilidad de las deudas públicas de los Estados miembros de la unión.

## 5. Conclusión

Durante mucho tiempo, se ha pensado que una unión monetaria solo puede funcionar bien si su gobernanza impone suficiente disciplina fiscal a los Estados miembros de la unión, es decir, un nivel de disciplina que vaya más allá de la que siguen cada uno de los países por separado. En este artículo, cuestionamos esta visión. Sostenemos que los argumentos a favor de una disciplina fiscal extra en una unión monetaria son de poca entidad. Esto no significa, naturalmente, que no sea necesaria la disciplina fiscal, sino que no es necesario intensificarla en los países pertenecientes a una unión monetaria, a diferencia de los países que no forman parte de ella.

El PEC actual se ha roto. Presenta una enorme complejidad, forjada a lo largo de los años, desde que resultó evidente que la disciplina fiscal basada en el uso de objetivos numéricos no ha funcionado. Como resultado, ha perdido credibilidad como forma de organizar la disciplina fiscal. Existe la urgente necesidad de reformar las reglas fiscales incluidas en el PEC. Esta reforma es importante hoy, en que nos hallamos ante la perspectiva de restaurar el PEC después de que la pandemia llevara a congelar su aplicación. Sería una tragedia que los responsables políticos de la eurozona se

## Referencias

- 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 de 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* (de inminente publicación).
- Comisión Europea (2014). "[Assessing Public Debt Sustainability in EU Member States: A Guide](#)". *ECFIN Occasional Papers* n. 200. Bruselas.
- Comisión Europea (2020). "[Commission presents review of EU economic governance and launches debate on its future](#)". Nota de prensa. Febrero.
- Comisión Europea (2021a). [Debt Sustainability Monitor 2020](#).
- Comisión Europea (2021b). "[Spring Forecasts](#)". Bruselas.
- Consejo Fiscal Europeo (2018). [Annual Report 2018](#).
- Darvas, Z.; Martin, P.; Ragot, X. (2018). "[European Fiscal Rules Require a Major Overhaul](#)". Policy Contribution n. 18. Bruselas: Bruegel.
- Debrun, X.; Ostry, J. D.; Willems, T.; Wyplosz, C. (2019). "Debt Sustainability". En Abbas, A.; Pienkowski, A.; Rogoff, K. (eds.). *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*. Nueva 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](#). Parlamento Europeo.
- 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*.
- Fondo Monetario 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 de octubre.
- Nielsen, Erik (2021). "[The mind-boggling difference in approach to the crisis](#)". UniCredit Research. 10 de febrero.
- Parlamento Europeo (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 febrero, Bruselas.

---

EuropeG está integrado por Antoni Castells (director), Josep Oliver (codirector), Emilio Ontiveros (†), Martí Parellada y Gemma García (coordinadora).

**EuropeG**

Parc Científic de Barcelona  
Baldri i Reixac, 4  
08028 Barcelona  
Tel. 934 033 723  
[www.europeg.com](http://www.europeg.com)



---

*Con el apoyo de:*

