

Policy Brief nº 18 “Hacia una nueva gobernanza fiscal en la eurozona”

EUROPEG RESALTA LA NECESIDAD DE QUE LA REVISIÓN DE LA REGLAS FISCALES DE LA UE PONGA EL FOCO EN LA DEUDA Y LA INVERSIÓN PÚBLICA

- El economista y profesor belga Paul de Grauwe firma este *Policy Brief* del Grupo de Opinión y Reflexión en Economía Política
- El documento constata la ineficiencia de los objetivos numéricos aplicados estos años y sugiere centrar la reforma en el análisis de la sostenibilidad de la deuda
- Propone priorizar la inversión pública a escala nacional y europea para lograr un crecimiento sostenible, permitiendo la financiación a través de la emisión de deuda
- Asegura que financiar la inversión pública solo a través de los impuestos o recortes en el gasto desincentiva a los políticos, que asigna todos los costes de la inversión pública a la generación actual de votantes
- Sugiere aplicar la “regla de oro”, que consiste en dividir el presupuesto del gobierno en dos partes: un presupuesto corriente y un presupuesto de capital
- Considera que cualquier gobernanza de la sostenibilidad fiscal debe integrarse dentro de las políticas del BCE relativas a sus tenencias de deuda pública

El Grupo de Opinión y Reflexión en Economía Política europeG presentó hoy en Barcelona su *Policy Brief* número 19 titulado ‘Hacia una nueva gobernanza fiscal en la eurozona’, elaborado por el economista y profesor universitario belga Paul de Grauwe. El documento se presentó en el Cercle d’Economia en un acto en el que participaron el director de europeG, Antoni Castells, la miembro de la junta directiva del Cercle Núria Mas, y el presidente del Cercle, Jaume Guardiola. Con este documento, europeG pretende contribuir al debate sobre la reforma de las reglas fiscales en la zona euro contenidas en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), actualmente roto tras constatar su complejidad y la ineficiencia del uso de los objetivos numéricos para asegurar la disciplina fiscal. Estos objetivos numéricos, que según europeG pueden resultar contraproducentes e incluso peligrosos, deberían reemplazarse por análisis de sostenibilidad del presupuesto de cada uno de los Estados miembros y de las perspectivas de deuda. Además, la reforma debería priorizar las inversiones públicas posibilitando que puedan financiarse emitiendo deuda e integrar cualquier sistema de gobierno de la sostenibilidad fiscal en las políticas del Banco Central Europeo (BCE), relativas a sus tenencias de deuda pública.

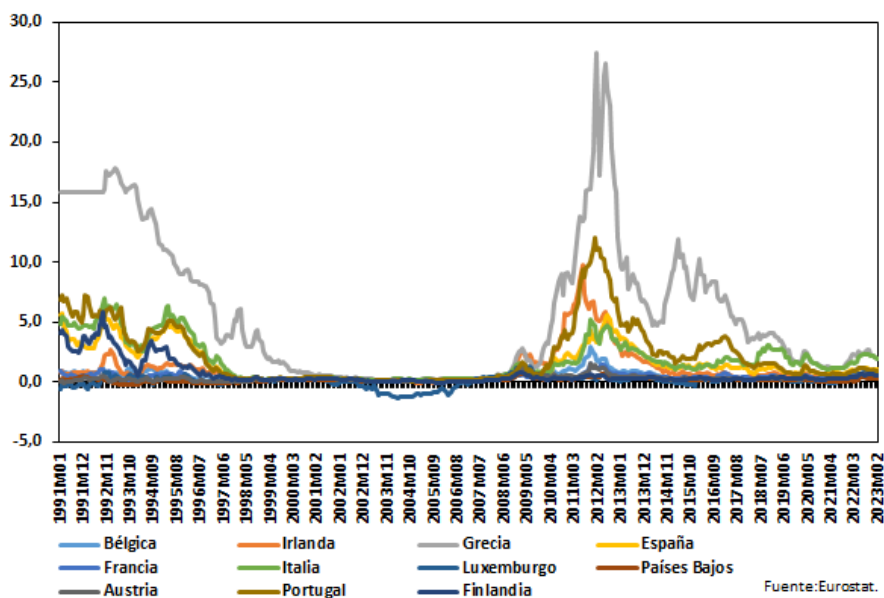
El año 2023 es el cuarto que se mantienen suspendidas las reglas fiscales. La cláusula de escape que permite esta suspensión tanto en la normativa europea como en la española se activó en el año 2020 tras el estallido de la pandemia de la COVID19 y se mantuvo en 2022 tras la invasión rusa de Ucrania. Esta suspensión permite a los Estados miembros flexibilizar la respuesta de la política fiscal para hacer frente a los retos que suponen shocks inesperados como la pandemia, la crisis energética o la guerra. El año 2024 será el ejercicio en el que se desactive dicha cláusula de escape y, para entonces, la UE espera tener listo un nuevo marco de gobernanza que corrija los elementos que no han funcionado del anterior.

El *Policy Brief* comienza recordando que, 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. Esta opinión dio origen al PEC, que exigía a los Estados miembros que evitaran déficits presupuestarios superiores al 3% del PIB y que garantizaran que la ratio de la deuda pública no fuera de más del 60% del PIB. Si era superior, el PEC obligaba a aplicar políticas orientadas a restituir la ratio de deuda al objetivo del 60%. Además, introdujo el requisito de que el presupuesto estructural del gobierno estuviera equilibrado.

En general, estas reglas fiscales eran consideradas necesarias para el buen funcionamiento de la unión monetaria ante el riesgo de déficits presupuestarios y niveles de deuda demasiado altos, capaces de generar impagos, grandes perturbaciones financieras y subidas de los tipos de interés a largo plazo en la Unión. Sin embargo, no existe evidencia alguna de un crecimiento más rápido de la deuda en la zona euro que en Estados Unidos o el Reino Unido, por ejemplo. Desde el año 2000, la deuda se ha multiplicado por dos en Estados Unidos y casi se ha triplicado en Reino Unido, mientras que la deuda de los países de la zona euro creció un 50%.

Sobre los posibles efectos negativos que puede provocar un nivel de déficit y deuda elevado de un país concreto, el *Policy Brief* sostiene que los argumentos parecen razonables, pero se basan en la falta de eficiencia de los mercados de capital. 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. La evolución de estos diferenciales a lo largo de los años muestra efectos contradictorios. 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.

Diferenciales de los intereses de los bonos del Estado a diez años con respecto a Alemania (1991-2023)



Paul de Grauwe pone también de manifiesto que el PEC impone normas a los presupuestos públicos de los países. Estos fallos del PEC ocasionaron serios problemas en el período 2002-2004, cuando los principales países de la eurozona se vieron golpeados por una recesión económica. Hubo un enfrentamiento entre los países y la Comisión Europea, que finalmente tuvo que ceder. Con la crisis de 2008, se reforzó de nuevo el PEC automatizando las sanciones y dando a la Comisión un mayor poder de supervisión.

La revisión de las reglas

La futura restauración de las reglas fiscales ha suscitado una discusión sobre si deben aplicarse las mismas o deben reformarse. Según el autor, la reforma resulta inevitable y debería llevarse a cabo sin establecer objetivos numéricos y priorizando la inversión pública a escala nacional y europea. Los objetivos numéricos (3% de déficit y 60% de deuda) no han funcionado bien. De hecho, en veinte años, la zona euro se ha visto obligada a dejar de lado estas normas en tres ocasiones (2002-2004, 2008-2009 y durante la pandemia). Esto hace que hoy estas normas tengan poca credibilidad. Además, siempre que se han suspendido, se han modificado después haciéndolas cada vez más complejas. En la actualidad, existe un amplio consenso entre los economistas sobre la necesidad de desarrollar una nueva gobernanza sin objetivos numéricos, que se rija por el análisis de la sostenibilidad de la deuda y centrada en una gobernanza de abajo a arriba y no de arriba abajo como hasta ahora.

Los análisis de sostenibilidad de la deuda proyectan los niveles que se esperan en el futuro considerando las previsiones actuales sobre tipos de interés, inflación, tasas de crecimiento del PIB y capacidad fiscal. Permiten a los responsables de diseñar las políticas centrarse en cuestiones que realmente importan, en vez de focalizarse en objetivos numéricos. Al basar el análisis en previsiones, existe una gran dosis de incertidumbre, por lo que debe verse como un punto de referencia hacia el que deben converger los niveles futuros de endeudamiento.

En cuanto al enfoque de gobernanza, Paul de Grauwe plantea cambiar el modelo en el que los gobiernos nacionales son controlados por las instituciones europeas. Este modelo tiene una debilidad evidente que es la desconexión entre los que toman las decisiones (instituciones europeas) y los que asumen los costes políticos de ellas (gobiernos nacionales). Según el autor la interferencia de una autoridad que no posee la legitimidad política para tomar decisiones desencadena necesariamente conflictos y hace insostenible este modelo de gobernanza.

A su parecer, 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 harían falta nuevos pasos. La otra vía es la renacionalización de la gobernanza presupuestaria, que debe ir acompañada de un mayor grado de independencia, recursos y de autoridad a los consejos fiscales nacionales

La inversión pública, una prioridad

Según la publicación de europeG, la necesidad de impulsar la inversión pública para lograr un crecimiento sostenible ya no es objeto de discusión. Sin inversiones públicas en infraestructuras, redes eléctricas, educación o la investigación básica, el sector privado carecerá también de los incentivos para producir los instrumentos necesarios que van a promover el crecimiento sostenible. Sin embargo, las reglas fiscales obstaculizan dicho impulso al exigir unos presupuestos equilibrados en términos estructurales, lo que implica que las inversiones públicas no pueden financiarse con la emisión de deuda. Esta restricción no tiene sentido desde el punto de vista económico. De hecho, la única condición a la inversión pública debería ser que el rendimiento esperado exceda el coste del endeudamiento.

Además, al obligar a los políticos a financiar la inversión pública a través de los impuestos o 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 son compartidos, sus costes no lo son. Esto no supone el incentivo más adecuado para los políticos, que necesitan obtener apoyo electoral y que, de este modo, no van a mostrarse inclinados a impulsar la inversión pública. Financiar la inversión pública mediante deuda es la solución a este problema, pues permite alinear los costes con los beneficios.

El programa de Recuperación y Resiliencia del Next Generation tiene la capacidad de prestar 672.000 millones de euros y de financiar inversiones públicas destinadas a promover las transiciones verde y digital, pero no es suficiente para sustituir a los programas de inversión pública financiados con deuda nacional. Según de Grauwe, es un significativo paso adelante y puede ser un modelo para la gobernanza de los programas de inversión pública a escala nacional, pero 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.

En este contexto, 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, que es mucho mayor. La necesidad de inversión pública ha adquirido una dimensión existencial y debería invalidar los dogmas que existen actualmente en la UE.

La vía para avanzar sería aplicar la “regla de oro” que han propuesto tantas veces en el pasado reputados economistas, que 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 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. Además, se debe incluir un análisis de la selección de los proyectos de inversión pública para su aprobación por parte de la Comisión.

La adquisición de deuda del BCE

La adquisición de deuda del Estado por parte del Banco Central contribuye a relajar la tensión sobre la deuda. Cuando el BCE compra deuda pública, 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 “seigniorage”, que es el beneficio monopolista que se deriva de la creación de moneda. Este “seigniorage” 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 la deuda pública, *de facto*, el Gobierno ya no tiene que pagar intereses por sus bonos pendientes en manos del Banco Central.

Ocurre lo mismo en la zona euro y esto tiene consecuencias importantes para el debate sobre la sostenibilidad de la deuda. 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. Las compras totales de deuda pública (APP + PEPP) durante 2020 ascendieron a 0,9 billones de euros. Así pues, mientras las estadísticas oficiales registran un incremento de 1,1 billones, desde el punto de vista económico creció solo 0,2 billones de euros (el 2 % del PIB de la eurozona) y 0,9 billones de euros están ahora en el balance del BCE. Así pues, como resultado del programa de compra de bonos del BCE, la sostenibilidad de la deuda apenas se ha visto afectada por la pandemia.

Sin embargo, cabe preguntarse si, de cara al futuro, el BCE mantendrá la deuda pública en su balance y tendrá, por tanto, que comprar nuevos bonos en los mercados cuando los antiguos lleguen a su vencimiento. También podría venderlos y no sustituirlos por nuevas compras. Según el autor del *Policy Brief*, esto es crucial porque si opta por esta última estrategia, los gobiernos nacionales tendrán que emitir nuevos bonos para refinanciar los antiguos. En otras palabras, los bonos del Estado que estaban en el balance del BCE reaparecerían como pasivo de los gobiernos y la deuda pública aumentaría de nuevo. Si, por el contrario, el BCE mantiene el importe de los bonos del Estado en su balance sin cambios, el efecto para eliminar tensiones de la deuda que el BCE inició al adquirir los bonos del Estado será definitivo. No están del todo claras las intenciones del BCE al respecto.

En cualquier caso, cualquier análisis de sostenibilidad de la deuda pública debe llevarse a cabo junto con un análisis del programa de adquisición de deuda del BCE, en el presente y en el futuro. Japón es un buen ejemplo. 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 deuda parece insostenible, resulta mucho más sostenible. En el *Policy Brief* Paul de Grawe estima que el BCE también optará por tener cantidades importantes de deuda pública en su balance durante mucho tiempo. Y esto no va a poner en peligro la estabilidad de precios.

PUEDES ACCEDER AL POLICY BRIEF COMPLETO EN <https://europeg.com/es/>

Sobre EuropeG

EuropeG nace el año 2011 en el marco de la Fundación Institut d'Economia de Barcelona (IEB) con vocación de contribuir a la creación y divulgación de opinión cualificada sobre temas considerados especialmente relevantes en el ámbito de la economía y la orientación de la política económica en España y Europa. El objetivo es analizar y ofrecer propuestas a los actores relevantes en los ámbitos institucional, económico, social y político. Para esta función se nutre de la investigación realizada por centros de investigación y por departamentos universitarios, así como de las aportaciones de sus miembros. EuropeG pretende establecerse como puente, riguroso y con un elevado capital de credibilidad y prestigio, entre el mundo académico y la opinión pública, con el objetivo de contribuir a crear consensos básicos y transversales en los temas en los que intervenga y aspira a ejercer una tarea de liderazgo en el terreno del pensamiento. Los miembros de EuropeG son:

Antoni Castells (Director), Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad de Barcelona, es catedrático de Hacienda Pública de la Universidad de Barcelona

Josep Oliver (Codirector), Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Barcelona, es catedrático de Economía Aplicada de la Universidad Autónoma de Barcelona

Emilio Ontiveros (†), Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Madrid, es catedrático de Economía de la Empresa de la Universidad Autónoma de Madrid

Martí Parellada, Doctor en Ciencias Económicas y catedrático de Economía Aplicada de la Universidad de Barcelona

Gemma García (coordinadora), Doctora con premio extraordinario en Ciencias Económicas por la Universidad de Barcelona, es profesora de Economía Aplicada en dicha universidad.

Contacto

Pablo Fernández (+34 619 21 25 96) pablo.fernandez@viewppoint.es

Teresa Lázaro (+34 636 80 20 93) teresa.lazaro@viewpoint.es