

Resumen

La Unión Económica y Monetaria (UEM) se ha visto afectada por tres *shocks* de distinta naturaleza y, en consecuencia, ha ido transformando su gobernanza para hacerles frente, pero siempre lo ha hecho con retraso. Los tres *shocks* analizados son la crisis financiera de 2008, la pandemia del COVID-19 y las consecuencias de la invasión de Ucrania. Dada la distinta naturaleza de los mismos (financiera-real y demanda-oferta) y las carencias del marco de coordinación dentro de la UEM, la política económica ha ido transitando desde una posición de dominio monetario a otra de dominio fiscal, convirtiendo al Banco Central Europeo en el *policy maker* de último recurso, lo cual tiene claras limitaciones. Cada vez que el Banco Central Europeo ha intentado normalizar la situación, otro nuevo *shock* inesperado lo ha impedido. Al margen de los problemas de diseño en la gobernanza de la UEM, esta ha mostrado debilidades desde su creación, no solo por la falta de espíritu reformador de los Gobiernos nacionales que no han realizado las necesarias mejoras estructurales, sino también por los efectos negativos derivados de la falta de perfeccionamiento del mercado único. No obstante, se ha hecho evidente que una moneda única requiere un mercado común al completo. En conclusión, la UEM necesita un cambio significativo en su gobernanza para poder enfrentarse a los desafíos del futuro, incluyendo una mayor flexibilidad y adaptabilidad, que haga posible conjugar una visión estratégica a largo plazo y capacidad de toma de decisiones de manera más rápida y efectiva.

Palabras clave: Unión Económica y Monetaria, *shocks* asimétricos, resiliencia, recuperaciones, reformas estructurales.

Abstract

The Economic and Monetary Union (EMU) has been affected by three shocks of different nature and, consequently, it has been transforming its governance to address them, but always with a delay. The three shocks analyzed are the 2008 financial crisis, the COVID-19 pandemic, and the consequences of the invasion of Ukraine. Given their different nature (financial-real and demand-supply) and the deficiencies in the coordination framework within the EMU, economic policy has transitioned from a position of monetary dominance to fiscal dominance, turning the European Central Bank into the «policy maker of last resort», which has clear limitations. Every time the European Central Bank has tried to normalize the situation, another unexpected new shock has prevented it. Aside from the design problems in its governance, the EMU has shown weaknesses since its creation, not only due to the lack of reforming spirit from national governments that have not made the necessary structural improvements but also due to the negative effects derived from the lack of refinement of the Single Market. However, it has become evident that a single currency requires a complete common market. In conclusion, the EMU needs a significant change in its governance to face the challenges of the future, including greater flexibility and adaptability that make it possible to combine a long-term strategic vision with faster and more effective decision-making capabilities.

Keywords: Economic and Monetary Union, Asymmetric shocks, resilience, recoveries, structural reforms.

JEL classification: E65, F15, F20, N14.

LA UNIÓN EUROPEA: TRES CRISIS Y UN DESTINO

Cecilio TAMARIT (*)

Universidad de Valencia

I. INTRODUCCIÓN: EL PROYECTO EUROPEO EN «POLICRISIS»

EN los últimos quince años Europa ha sufrido tres crisis sucesivas de carácter grave, «existenciales», según las han calificado múltiples analistas, situándose en la actualidad en un momento de incertidumbre, tanto económica como política.

Desde un punto de vista estrictamente económico, la cuestión principal es saber si la salida de la crisis del COVID-19 es sólida, especialmente tras la invasión rusa de Ucrania. Aunque los mercados financieros siguen razonablemente estabilizados, muchas de las debilidades y de los desequilibrios que causaron la Gran Recesión siguen presentes, pues si bien hay signos claros de recuperación, numerosas variables siguen lejos de haber vuelto a la normalidad. A este elemento de incertidumbre a corto plazo se suma un segundo aspecto con una perspectiva temporal mayor. Se trata de saber si la crisis ha dado lugar a un nuevo modelo de crecimiento más mediocre, una suerte de «estancamiento secular», con menor crecimiento de la productividad y bajos salarios. De hecho, la segunda ola de globalización que nació a finales de los años setenta parece haber terminado con la crisis financiera de 2007, dando lugar a una situación de lento crecimiento, aumento de la desigualdad y alto desempleo, especialmen-

te de la mano de obra menos cualificada, lo que alimenta la xenofobia y el populismo. Por otra parte, *shocks* tecnológicos, como la transición verde y digital de las economías, especialmente a través del uso de la inteligencia artificial, pueden generar cambios bruscos en la productividad del trabajo y el empleo, con consecuencias globales en los próximos años.

¿Qué puede hacer la Unión Europea ante estos desafíos? La Unión Europea (UE) ha sido y sigue siendo en la actualidad un proyecto genuinamente político en el que el proceso de integración económica se ha configurado como un elemento instrumental, pero de gran trascendencia, de cuyo éxito, mediante la consolidación del modelo de economía social de mercado, depende la legitimación de la integración política y su consolidación a lo largo del tiempo.

Sin embargo, la UE se encuentra en la actualidad en una encrucijada, en parte por problemas de diseño institucional equivocados y en parte por la propia complejidad que supone un grado de integración económica extremadamente elevado. En una Unión Económica y Monetaria (UEM) la integración política debe ser también muy alta y esto ha generado desfases cronológicos entre ambos procesos.

El euro se configuró en 1999 más por motivos políticos que

estrictamente económicos. De hecho, los economistas eran conscientes de los beneficios, pero también de las extremas dificultades del proceso de construcción de una unión monetaria. Los peligros ante la pérdida del tipo de cambio como instrumento de ajuste si se producían *shocks* asimétricos eran conocidos por la profesión económica y por ello, cuando en la cumbre de Maastricht en 1992 se aprueba la segunda modificación del Tratado de Roma y el plan de trabajo para alcanzar la unión monetaria europea, se admite por primera vez el «gradualismo» y el principio de «varias velocidades» para alcanzar la unión monetaria.

Desde un punto de vista teórico los criterios de convergencia nominal fijados por el Tratado de Maastricht para que un país pueda formar parte de la UEM no responden a la necesidad de sincronía cíclica y de flexibilidad en los mercados que están implícitas en la teoría de las áreas monetarias óptimas (1). El resultado fue una unión monetaria de tamaño superior al óptimo, creada por criterios políticos y con problemas de diseño institucional que podían aflorar ante una mala coyuntura económica.

En 2009, con motivo del décimo aniversario de la UEM, se elaboraron extensos informes haciendo un balance positivo de la misma por parte de diversos organismos internacionales (Comisión Europea, FMI y OCDE) (2). En efecto, durante esos años se había conseguido asentar el euro como moneda de reserva internacional, se había desarrollado el mercado de bonos en euros, había aumentado el comercio y el crecimiento económico en la eurozona (tras un ligero estan-

camiento a comienzos de la década que culminó con la primera reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento) y la política monetaria llevada a cabo por el Banco Central Europeo (BCE) había conseguido el objetivo principal de estabilización de las expectativas de inflación a unos niveles nunca antes vistos en algunos países periféricos como España, Grecia o Portugal. Sin embargo, diversos informes (3) indicaban también que, por una parte, la UEM no había servido de acicate para progresar paralelamente en una mayor integración política (fracaso del proyecto de Constitución) y, por otra, el ritmo de avance en el perfeccionamiento del mercado único había sido lento, por la falta de reformas estructurales en la parte de unión económica (4).

Esta falta de reformas estructurales dio lugar a que a lo largo de la primera década de vida de la eurozona se diese una evolución divergente en la competitividad de sus distintos miembros, generando también distintas posiciones en los saldos por cuenta corriente. Este hecho, por tanto, establecía un marco potencial muy preocupante en caso de entrar en un contexto de crisis económica y esto es precisamente lo que ocurrió.

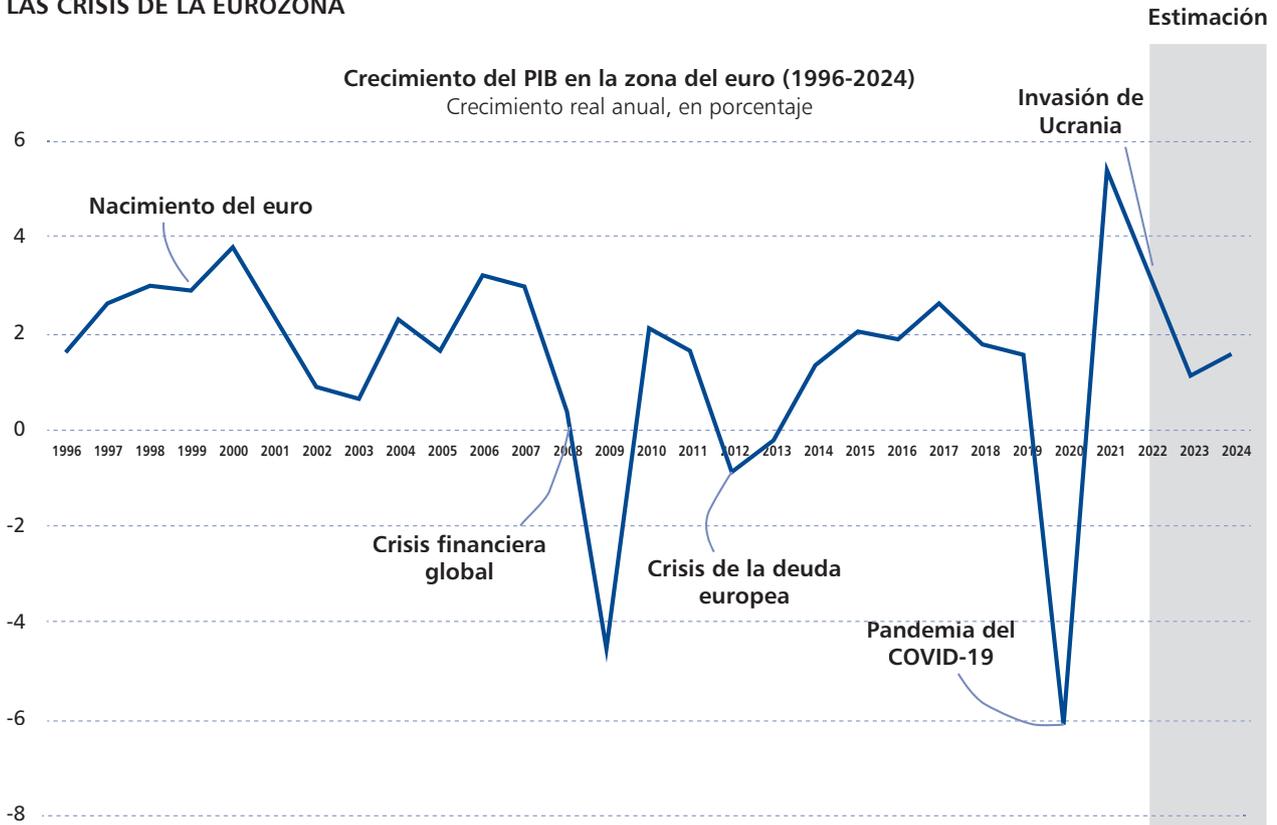
Como puede observarse en el gráfico 1, durante los últimos quince años la eurozona se ha visto azotada por tres crisis distintas, con sendas temporales de recuperación distintas, pero que mantienen en común su naturaleza de *shocks* asimétricos. Dichas crisis han demostrado la fragilidad de la eurozona y la necesidad de alcanzar un consenso político para reforzarla. Vamos a analizar cada una de ellas por separado y ver cómo han afectado a los cambios en la gobernanza de la UEM.

1. Primera crisis: crisis financiera global y crisis de deuda europea

La Gran Recesión comenzó como crisis financiera en EE. UU. en verano del 2007 y se trasladó rápidamente por los mercados financieros internacionales a la UE, afectando de forma distinta a los países en función de su grado de endeudamiento y convirtiéndose en una perturbación asimétrica. En 2008 la economía de la zona del euro entra en recesión y la Comisión estableció, de forma algo sobrevenida, un Plan Europeo de Recuperación Económica (PERE) de carácter keynesiano en diciembre de dicho año con el fin de coordinar los planes nacionales que ya estaban en marcha.

Dado que el reto a corto plazo para la economía europea era mantener la liquidez y la solvencia del sistema financiero para evitar un colapso económico y dado que existía un gran consenso en el G20 sobre la necesidad de articular políticas económicas expansivas, el papel de la política monetaria pasó a ser el de reducir al mínimo los tipos de interés e inyectar dinero masivamente para evitar una contracción de la economía de una magnitud socialmente inaceptable. Por su parte, las políticas fiscales pasaron, en primer lugar, a estabilizar los mercados financieros a través de inyecciones de capital público, compra de activos y operaciones de aval; en segundo término, a permitir un uso flexible de los estabilizadores automáticos y, por último, a aplicar medidas discrecionales expansivas. Lógicamente, el resultado a corto plazo fue el aumento del déficit y de la deuda pública, mutando esta crisis financiera internacional en una crisis de deuda genuinamente europea

GRÁFICO 1
LAS CRISIS DE LA EUROZONA



Fuente: Annual macro-economic database of the European Commission's (AMECO), Directorate General for Economic and Financial Affairs/Federal Reserve Economic Data (FRED) y elaboración propia.

en 2012. De ahí la salida en W de la crisis, como puede verse en el gráfico 1.

La crisis de deuda soberana fue especialmente crítica para aquellos países muy endeudados externamente, como Grecia, Irlanda, Portugal o España. En particular, la crisis de Grecia ha demostrado la capacidad de contagio de los mercados por la variación en las expectativas de los agentes ante cambios en la dinámica de acumulación de la deuda y la falta de concreción en reformas y planes de ajuste nacionales o colectivos. Este proceso puso de manifiesto los fallos de diseño de la UEM y la incapacidad de la UE para dar

una respuesta rápida. El paradigma de las «zonas monetarias óptimas» no se correspondía con la escasa dotación de instrumentos de coordinación de políticas económicas en manos de las autoridades responsables de gestionar la zona del euro. La coordinación de las políticas económicas, fiscales y financieras era muy defectuosa. La vigilancia de las políticas presupuestarias según las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) no fue capaz de evitar importantes desajustes en algunas economías de la eurozona y ni siquiera existía tal vigilancia sobre la dimensión de los desequilibrios de las balanzas exteriores por cuenta corriente. La supervisión banca-

ria seguía siendo ejercida a escala nacional y no se habían creado mecanismos de reestructuración y, en su caso, resolución, de las entidades bancarias (Baldwin y Giavazzi, 2015).

Con el fin de paliar los anteriores problemas, las medidas de ajuste finalmente aplicadas se dieron en tres ámbitos: a) creación de mecanismos de ayuda financiera para facilitar, en su caso, el rescate de las economías que lo necesiten; b) medidas extraordinarias de política monetaria y modificación del sistema de supervisión financiera y bancaria; y c) rediseño del sistema de gobernanza económica de la UEM. Las dos primeras tienen un ca-

rácter más coyuntural y trataban de evitar el colapso financiero del sistema, mientras que la última busca establecer las bases para un funcionamiento más eficiente de la UEM en el futuro y ha seguido sujeta, desde entonces, a otras reformas menores para perfeccionarla.

2. Segunda crisis: la crisis pandémica del COVID-19

La crisis del COVID-19 ha afectado a todos los países de la UE, pero lo ha hecho de forma desigual, bien porque los efectos sobre la salud no han sido homogéneos entre los países, bien porque las restricciones a la movilidad han afectado de forma distinta a los países según su especialización sectorial, o bien porque los Estados miembros podían reaccionar con diferente intensidad a las cicatrices dejadas por la crisis en función del estado de sus finanzas públicas. Este hecho podría haber llevado a una posición anticíclica agregada débil para el conjunto de la UE (lenta recuperación) y a efectos asimétricos que exacerbaban de nuevo una crisis de deuda soberana en la eurozona. Sin embargo, esto último, como puede verse en el gráfico 1, no se ha producido. Los desarrollos en la nueva gobernanza de la eurozona surgidos tras la crisis de deuda del 2010-2012 permitieron a los actores políticos europeos ensayar nuevos instrumentos de estabilización. Dichos instrumentos han sido de una doble naturaleza: monetaria y fiscal.

En el terreno monetario, el Banco Central Europeo (BCE) ha venido aplicando un programa de compras de activos de emergencia por la pandemia (*pandemic emergency purchase program*, *PEPP* por sus siglas en

inglés) desde 2020, que ha tenido como novedad la ausencia de condicionalidad. Este hecho parece indicar la superación del debate moral sobre los pecados originales causantes de la crisis, de tal forma que el BCE se limita a intervenir para resolver problemas de liquidez en el mercado de bonos soberanos y evitar pánicos financieros. Gracias a estas intervenciones, los diferenciales de tipos de interés en los bonos se redujeron rápidamente.

Por lo que respecta al impulso fiscal, tanto la suspensión de las reglas fiscales del PEC, como el acuerdo al que se llegó en julio de 2020 para establecer un plan de recuperación económica (*Next Generation EU-NGEU*) financiado a través de la emisión de bonos conjuntos, permitieron abordar la crisis desde el lado de la demanda y evitar el aislamiento que había vivido la política monetaria durante la crisis de deuda. En este nuevo *policy-mix*, los fondos del plan de recuperación se reparten entre los países en función de sus necesidades derivadas de la pandemia, siendo aproximadamente la mitad de estas, donaciones y, por otra parte, préstamos. Esta gran innovación ha supuesto un paso trascendental hacia la posible constitución de una unión fiscal en el futuro. En este caso, la financiación va sujeta a la realización de proyectos y reformas concretas coordinadas a través del Semestre Europeo para conseguir un aumento del crecimiento potencial de la UE y evitar peligros de una recuperación muy lenta (*secular stagnation*). Para ello, se ha establecido un programa expansivo de inversiones que transformen el modelo económico europeo hacia una economía más «verde» y «digital», en un entorno de mayor autonomía

estratégica abierta que evite en el futuro problemas derivados de una excesiva dependencia y cuellos de botella en las cadenas de suministro globales. Este programa expansivo de demanda parecía la respuesta lógica en un contexto de baja inflación y tipos de interés extremadamente bajos que se esperaba fuesen a perder en el tiempo. Sin embargo, no ha sido así.

3. Tercera crisis: tensiones inflacionistas y la invasión rusa de Ucrania

Ya en 2021 empezó a verse un repunte de la inflación por razones diversas, que combinan factores de oferta (precios de las materias primas en los mercados internacionales, cuellos de botella en la producción de determinados bienes tras el levantamiento de las restricciones asociadas a la pandemia y tensionamientos en el transporte marítimo) y de demanda (elevación en la demanda de servicios ligados al ocio y turismo o a cambios en hábitos tras la pandemia) según zonas geográficas.

A lo anterior se ha sumado desde febrero de 2022 un nuevo *shock* inesperado: la guerra en Ucrania. Europa está particularmente expuesta a los efectos económicos de la invasión rusa de Ucrania, dada su cercanía geográfica, sus estrechos lazos comerciales y financieros con Rusia y, especialmente, por la elevada dependencia de las importaciones de combustibles fósiles desde Rusia, siendo limitada la capacidad para su sustitución a corto plazo. Todo ello ha conducido a un repunte inflacionista que amenaza con convertirse en persistente, dando lugar a una pérdida de renta real en los países afectados. Dicha pérdida

afecta de forma diferencial a los distintos países de la UE, lo que constituye de nuevo un *shock* asimétrico especialmente nocivo, pues genera a la vez inflación y estancamiento: estanflación.

Este repunte inflacionista da lugar a dos dilemas para el BCE. En primer lugar, si el banco central quiere combatir la inflación, tiene que elevar los tipos de interés, lo que hace que aumente el estancamiento hasta llegar a una posible recesión. Si, por el contrario, no sube los tipos de interés lo suficiente para evitar la desaceleración de la actividad económica, la inflación puede convertirse en un fenómeno permanente. En segundo lugar, la subida de los tipos de interés puede afectar de forma asimétrica a los distintos países de la UEM según su grado de endeudamiento, pudiendo desencadenar una crisis de deuda e inestabilidad financiera, fragmentándose los mercados financieros y la transmisión de la política monetaria.

El BCE puede evitar este dilema por dos vías: bien proporcionando liquidez para evitar la fragmentación (*transmission protection instrument*, TPI por sus siglas en inglés y aprobado en julio de 2022) y asumir las posibles consecuencias que pueda generar (mayor inflación y acumulación de riesgo por parte del BCE al comprar bonos de países con problemas) o bien, de forma alternativa o complementaria, el BCE puede aumentar su objetivo de inflación desde el 2 por 100 a otro superior (por ejemplo, hasta el 4 por 100), lo que relajaría la restricción que mantiene al BCE atrapado en el síndrome de un tipo de interés en el límite cercano a cero y que convierte a la política monetaria en inefectiva.

II. LECCIONES PARA EL POLICY-MIX EUROPEO: UN NUEVO TERCETO INCONSISTENTE

Desde un punto de vista teórico, el paradigma utilizado tradicionalmente como marco de referencia para la política macroeconómica en los años 60-70 ha sido el modelo Mundell-Fleming. Según el mismo, con plena libertad de movimientos de capital con un tipo de cambio fijo, la política monetaria es incapaz de afectar a la producción y al empleo, siendo la política fiscal la verdaderamente efectiva junto a las políticas estructurales (5). Por tanto, no puede extrañarnos que, en el Tratado de Maastricht, los Estados miembros decidiesen centralizar la política monetaria creando una nueva institución federal (el BCE) con el fin de mantener la estabilidad de precios a lo largo del tiempo, quedándose las autoridades nacionales con el control del ciclo económico (6).

En definitiva, como puede verse en la figura 1, mientras que las políticas monetaria y cambiaria, así como la formulación de normas relativas al mercado único, son competencia de las autoridades comunitarias, las políticas fiscales y de empleo y la mayor parte de las políticas estructurales en el área de los mercados nacionales de productos, trabajo y capitales siguen siendo competencia de los Estados miembros o de las autoridades regionales y locales. En la arquitectura institucional inicial de la eurozona primaba una visión preventiva que buscaba evitar los desequilibrios, centrada en la coordinación de las políticas fiscales nacionales a través de reglas sobre déficit (siguiendo la «fallida» tradición alemana) con el fin de dar mar-

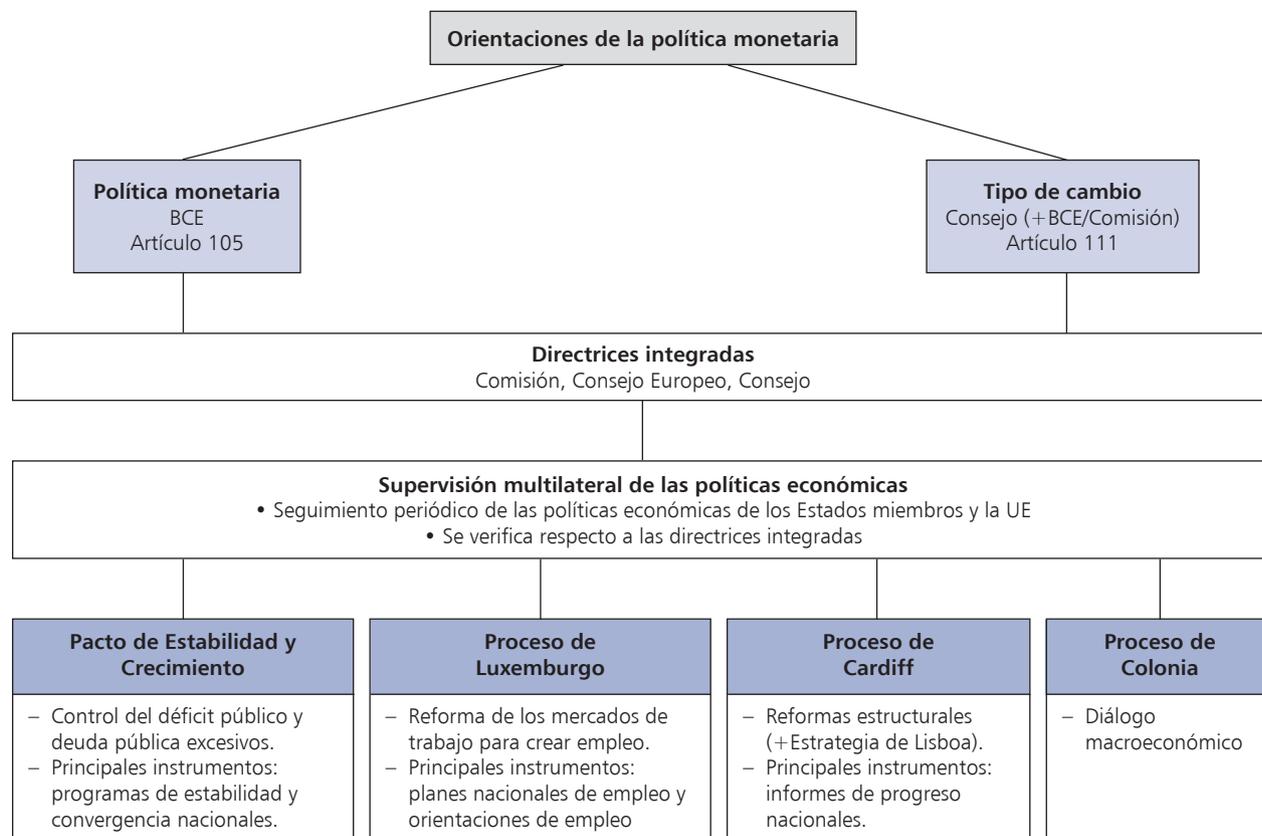
gen de maniobra a los estabilizadores automáticos nacionales en caso de un *shock* asimétrico. Este sistema estaba basado inicialmente en los criterios de convergencia del Tratado de Maastricht (1992) y completado posteriormente con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) a partir de 1996; asimismo, el marco de coordinación se completaba con los distintos procesos de coordinación de políticas estructurales nacionales (procesos de Luxemburgo, Cardiff y Colonia), así como con una estrategia de crecimiento a medio plazo (Estrategia de Lisboa en 2000 y sucesivas revisiones) (7).

Como puede verse en la figura 1, el BCE está en la cumbre del marco general de política económica, habiéndose establecido canales para un intercambio de información y puntos de vista con otros responsables de la política económica. Sin embargo, dichos contactos no suponen en ningún caso una coordinación *ex ante* de las orientaciones de las políticas monetaria y fiscal, lo que supone, *a priori*, un régimen de «dominio monetario», es decir, que la política monetaria y la estabilidad financiera dominan el conjunto de la política económica.

En cualquier área monetaria, los formuladores de políticas deben proporcionar una cantidad «adecuada» de estabilización cíclica, ya sea a través de la política monetaria, a través de la política fiscal a nivel central, mediante unas políticas fiscales descentralizadas o, alternatively, por una combinación de políticas fiscales en ambos niveles de gobierno.

Como han señalado Buti y Messori (2021), en el marco de gobernanza diseñado inicialmen-

FIGURA 1
MARCO DE POLÍTICA ECONÓMICA EN LA EUROZONA



Fuentes: Comisión Europea y Camarero y Tamarit (2023).

te en Maastricht las autoridades políticas se enfrentan a un «trilema de combinación de políticas» (*policy-mix* trilemma), pues resultan mutuamente inconsistentes la convivencia simultánea de, a) unas reglas fiscales asimétricas del tipo acordado en Maastricht; b) una política monetaria que ha alcanzado su límite inferior efectivo; y c) la ausencia de una capacidad fiscal centralizada.

En efecto, el Tratado de Maastricht y el PEC establecen unas reglas fiscales asimétricas, pues están centrados en evitar déficits gubernamentales excesivos incluso si esto implica un comportamiento procíclico de

los países que los suscriben y, por tanto, la capacidad de estabilización anticíclica queda seriamente comprometida. La intención de dichas reglas era evitar el riesgo de un déficit excesivo por los efectos de desbordamiento que pueden tener en un área integrada, aspecto que puede verse agravado por un problema de *common pool*, elevando el déficit conjunto del área y llegando a cuestionar la independencia del BCE (Buti y Sapir, 1998; Buti y Gaspar, 2021).

Por tanto, ante la inexistencia de una política fiscal federal, el cumplimiento del procedimiento de déficit excesivo solo sería creí-

ble si la política monetaria tuviera un espacio ilimitado para responder a *shocks*. Este no es el caso en la zona del euro, porque la política monetaria convencional está sujeta a un umbral mínimo de los tipos de interés (*ELB*, por sus siglas en inglés) a partir del cual deja de ser efectiva. En consecuencia, la estabilización macroeconómica solo se puede alcanzar o bien a través de la violación de las reglas fiscales de Maastricht o mediante la creación de una capacidad fiscal de respuesta centralizada a nivel federal.

La figura 2 resume cómo se ha abordado este trilema de la combinación de políticas hasta

ahora. Tras de un período de dominio monetario débil durante la primera década de la UME (1999-2008) y un breve episodio de expansión coordinada al comienzo de la crisis financiera mundial (lado derecho del triángulo), la combinación de políticas macroeconómicas ha pivotado hacia un dominio fiscal *sui generis* no solo durante la crisis de la deuda soberana, sino también tras la misma (2008-2019). En dicho período, la política monetaria se convirtió progresivamente en el único instrumento realmente disponible (El-Erian, 2016). En efecto, durante la Gran Recesión, tras una expansión monetaria y fiscal inicial, la atención se centró rápidamente en la sostenibilidad de la deuda pública para tranquilizar a los mercados, de modo que la responsabilidad de sostener la economía recayó principalmente sobre el BCE (base del triángulo). Estos dos períodos suponen equilibrios inestables de política

económica. De hecho, el segundo período se mantiene porque una vez alcanzado el *ELB*, el BCE ha ido aplicando una política monetaria no convencional a través de compras de activos (*APP*, por sus siglas en inglés). Esta nueva combinación es la que aparece en la base del triángulo.

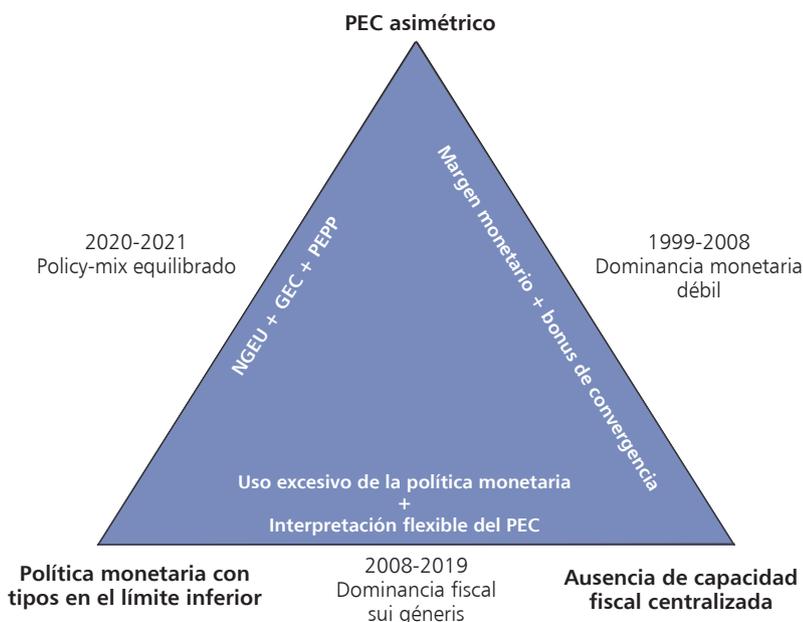
Como hemos visto en la sección anterior, las respuestas de la UE y sus Estados miembros han sido radicalmente diferentes en las distintas crisis. Frente al monocultivo de la política monetaria en la Gran Recesión, durante la pandemia, el trilema ha sido resuelto en la cara izquierda del triángulo de la figura 2, caracterizada por el BCE alcanzando el límite inferior del tipo de interés efectivo (*ELB*) y por la implementación de una política fiscal más centralizada, combinada con la suspensión del PEC: la combinación de presupuestos nacionales y de la UE, junto con las rápidas y

decididas medidas del BCE, han dado lugar a una posición más expansiva en comparación con las crisis anteriores. Esta enérgica respuesta ha sido fundamental para mantener la estabilidad financiera de la zona del euro, favoreciendo una fuerte recuperación de la economía en la EA y un *policy-mix* más equilibrado.

Ahora bien, aunque esta respuesta política excepcional ha favorecido la existencia de una combinación de políticas más congruente, dada la naturaleza temporal limitada del *NGEU* y la gran acumulación de bonos del Estado en el balance del BCE, incluso esta solución del trilema no asegura la estabilidad a largo plazo. De cara al futuro, la existencia de unas *reglas fiscales menos sesgadas hacia la estabilidad* en el corto plazo, junto con una capacidad de fiscal central *permanente*, permitirían lograr una posición fiscal adecuada y una combinación de políticas más equilibrada para superar el riesgo de dominio fiscal. Esto facilitaría la normalización de la política monetaria del BCE a través de tipos más elevados (permitiendo escapar del *ELB*) y una reducción gradual de los bonos del Estado acumulados en su balance.

Si bien no existe un consenso político para crear una verdadera capacidad fiscal de carácter federal, es posible dar pasos para mantener instrumentos de financiación federal que faciliten las reformas estructurales necesarias para el buen funcionamiento del mercado único, así como una simplificación de las reglas fiscales que a su vez reduzca su sesgo procíclico. Hacia estos objetivos deben bascular las reformas de la gobernanza económica de la UEM.

FIGURA 2
EL TRILEMA DEL *POLICY-MIX* EN LA UEM Y SUS SOLUCIONES



Fuente: Buti y Messori (2021).

III. UNA NUEVA GOBERNANZA ECONÓMICA: NUEVAS REGLAS FISCALES Y POLÍTICAS DE CRECIMIENTO

Las tres crisis que se han desarrollado desde 2008 han sido complejas, afectando la primera, sucesivamente, al sector financiero y al real, con consecuencias sobre la demanda inicialmente y dejando claras cicatrices en el aparato productivo que impedían una rápida recuperación. La segunda crisis de nuevo tuvo un impacto directo sobre la oferta y la demanda y otro efecto a medio plazo sobre la oferta, a través de las cadenas globales de valor (CGV) y un acelerado endeudamiento. Por último, la tercera crisis es básicamente una crisis de oferta, pero con elementos de crisis de demanda. Las tres han tenido en común su naturaleza de *shock* asimétrico sobre los países de la UE. Dada esta complejidad, solo un enfoque «a dos manos» (*two-handed approach*), que contemple de forma conjunta medidas de demanda y de oferta, puede tener éxito para conseguir una recuperación sostenida. El papel estelar, pero transitorio, que ha tenido el BCE estimulando el crecimiento antes de la pandemia, conteniendo su caída tras ella y contribuyendo decisivamente a la estabilidad financiera obliga, si cabe, a profundizar más todavía en aquellas reformas que mejoren la dotación factorial de la economía en capital humano, investigación, innovación y desarrollo, y en unas infraestructuras que tengan como objetivo último elevar el crecimiento de la productividad total. En esta «nueva política económica europea», el monocultivo de la política monetaria debe dejar paso a una nueva combinación de políticas de de-

manda (8), donde las políticas fiscales nacionales se coordinen entre sí y también con una política fiscal centralizada o, al menos, con una política de provisión de bienes públicos permanente financiada de forma mutualizada.

A su vez, las políticas de mercados de bienes y servicios y de mercado de trabajo tienen que hacer compatibles políticas desreguladoras que permitan perfeccionar los efectos del mercado único, con una intervención creciente para alcanzar una mayor autonomía estratégica en la esfera económica y política. Es en este contexto donde se inscribe la reforma de las reglas fiscales de la UE y las políticas de recuperación de las crisis.

1. Pasión, muerte y resurrección del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC)

El marco de coordinación fiscal de la UE, conocido como PEC, tiene por objeto garantizar la sostenibilidad fiscal a largo plazo y el apoyo a las políticas fiscales anticíclicas de los Estados miembros. Las principales normas fiscales del PEC se establecen en el artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) y su Protocolo n.º 12, y se refieren a un déficit presupuestario inferior al 3 por 100 del producto interior bruto (PIB) y una relación deuda/PIB inferior al 60 por 100 (o un acercamiento acelerado al límite establecido). Desde su introducción en 1992, las reglas se han modificado varias veces, para responder a los desafíos de diferentes crisis. El incumplimiento de Francia y Alemania llevó a una primera revisión en 2005 para «relajar» el Pacto. Posteriormente, tras la Gran Recesión, se llevó a cabo

una segunda reforma, en este caso, para aumentar su rigidez. En particular, durante la revisión de 2011-2013, los dos puntos de referencia principales antes mencionados se complementaron con normas adicionales: un objetivo de déficit a medio plazo (*MTO*, por sus siglas en inglés) expresado en términos estructurales y un tope de gasto, ambos específicos para cada país. Cualquier incumplimiento de estas normas fiscales auxiliares activa el «procedimiento de desviación significativa» (el brazo preventivo del PEC), mientras que el incumplimiento de los umbrales de endeudamiento y déficit activa el procedimiento de déficit excesivo o PDE (su brazo corrector). En 2015, la Comisión Europea emitió una comunicación que implicaba una lectura más flexible de las nuevas reglas, sin alterarlas ni reemplazarlas, con el fin de facilitar la recuperación económica.

Desde la reforma del PEC de 2005, este quedó «herido de gravedad» y en esta situación se llegó a la Gran Recesión. Desde entonces, no ha hecho sino sufrir un proceso de «pasión» particular plasmado en una pérdida de efectividad y credibilidad, en el que ha ido mutando hasta su «muerte» *de facto* durante el COVID-19. Si desde su nacimiento, la polémica siempre estuvo presente por su diseño con un sesgo procíclico a la hora de elegir entre sostenibilidad fiscal y capacidad de estabilización, ahora a este problema se ha sumado la importancia creciente de que el PEC no se centre solo en la «Estabilidad», sino también en su vertiente de «Crecimiento» para facilitar la recuperación económica. Seguramente, el PEC tal como estaba concebido, sea otra víctima colateral del COVID-19. Por lo general, el incumplimiento

de los límites de déficit y deuda del PEC conduciría a la activación del PDE. Sin embargo, la magnitud de la crisis del COVID-19 requirió un apoyo sustancial de los Gobiernos a través de un gasto elevado, por lo que la Comisión Europea activó la cláusula de escape general del PEC en marzo de 2020. La cláusula ha permitido a los Estados miembros desviarse temporalmente de los requisitos habituales de déficit/PIB y deuda/PIB, y los ha facultado para aplicar políticas fiscales expansivas. La cláusula quedará desactivada a partir de 2024, lo que ha llevado a plantear la necesidad de establecer unas «reglas fiscales renovadas».

Con una deuda en la eurozona superior al 100 por 100 del PIB, obligar a los países a volver al 60 por 100 resulta poco realista por los elevados ajustes que requeriría. Establecer un límite común de deuda puede ser algo

negativo ante la heterogeneidad de las situaciones de los países miembros. Por otra parte, la sostenibilidad depende no solo del nivel de deuda, sino, en primer lugar, del servicio de esta (especialmente en un nuevo entorno de elevación de los tipos de interés, aunque se suponga pasajero) y, en segundo término, de la tendencia y estructura del déficit público, ya que esta variable flujo determina el *stock* de deuda (9).

Existe actualmente un elevado consenso en que el PEC ha dejado de ser creíble por distintos motivos. Primero, porque su funcionamiento ha sido procíclico. Segundo, sus reglas se basan en indicadores de déficit y deuda (3 y 60 por 100), establecidos arbitrariamente hace treinta años, cuando el crecimiento y los tipos de interés eran muy distintos (10). Tercero, el indicador de déficit utilizado es una variable no observable, sin que exista un

consenso metodológico claro para su cálculo (11). Finalmente, la interpretación de las reglas se ha complicado por las diferentes reformas hasta requerir un enrevesado vademécum de más de 100 páginas, difícil de comprender, lo que genera incertidumbre para la correcta aplicación del PEC (12) y muchos incumplimientos (13). Por último, la nueva herramienta de política monetaria aprobada por parte del BCE en julio de 2022, denominado instrumento de protección de la transmisión (IPT), ha puesto de nuevo sobre la mesa la necesidad de poder hacer un seguimiento adecuado de las reglas fiscales (14).

Todo lo anterior está conduciendo a que los expertos propongan una simplificación de las reglas. Entre las diversas propuestas, vamos a analizar brevemente la presentada por la Comisión Europea a finales

CUADRO N.º 1

PROPUESTA DE REFORMA DEL PEC POR LA COMISIÓN

	MARCO ACTUAL	PROPUESTA DE LA CE 2023
Ancla	Déficit fiscal: 3 por 100 del PIB Deuda pública: 60 por 100 del PIB Objetivos específicos por países a medio plazo (MTO) del déficit fiscal estructural.	Sí Sí Planes fiscales (niveles de déficit y deuda sostenibles) a medio plazo consistentes con una trayectoria a cuatro años decreciente de la deuda (ampliable a siete sujeta a inversiones o reformas estructurales).
Instrumento operativo	Techo de gasto basado en el <i>output</i> potencial. Ajuste del déficit estructural mínimo si se está < MTO. Corrección de la deuda hacia su objetivo (regla 1/20 anual).	Senda plurianual de gasto neto primario (excluyendo ingresos discrecionales y gastos cíclicos por desempleo) y consistente con la convergencia de la deuda a niveles prudentes y un déficit por debajo del 3 por 100 a medio plazo. No. Ajuste 5 por 100 anual mínimo para países en PDE y con déficit > 3 por 100. No
Cláusula de escape	Sí	Sí
Supervisión	Comisión Europea a través del Procedimiento de Déficit Excesivo.	Sí
Aspectos institucionales	Papel modesto de los consejos fiscales nacionales y de la Junta Fiscal Europea. Débil aplicación de la planificación fiscal a medio plazo.	Papel reforzado. Enfoque <i>bottom-up</i> . Enfoque a medio plazo.

Fuente: Elaboración propia.

de abril de 2023. Se trata de un paquete de tres medidas: a) un reglamento para reemplazar el actual brazo preventivo del PEC; b) una enmienda de reglamento por el que se modifica el componente corrector; y c) una modificación de directiva para reforzar la independencia de las instituciones fiscales. Las tres propuestas pretenden, por una parte, hacer frente a los niveles de deuda pública más altos tras el COVID y la invasión de Ucrania y, por otro, facilitar una inversión pública sostenida en apoyo de las prioridades comunes de la Unión que permita una recuperación rápida y sostenible. El objetivo final es aumentar la aceptación por parte de los países miembros como propias de las normas fiscales, simplificarlas y mejorar su cumplimiento.

A diferencia de las anteriores reformas incrementales del PEC (en 2005, 2011, 2013 y 2015) las propuestas actuales de la Comisión se consideran de gran alcance y aparecen resumidas en el cuadro n.º 1.

En primer lugar, por lo que se refiere al brazo preventivo del nuevo PEC, el eje principal son los planes fiscales-estructurales nacionales a medio plazo que buscan mejorar las finanzas públicas y al mismo tiempo proteger la inversión pública. El gasto neto plurianual compatible con la sostenibilidad de la deuda es el único indicador operativo. La Comisión publicaría una *trayectoria técnica* para los Estados miembros con un coeficiente de déficit superior al umbral del 3 por 100 o un coeficiente de endeudamiento superior al 60 por 100 de forma que el gasto no exceda el crecimiento del PIB a medio plazo y que la ratio deuda/PIB sea infe-

rior que al principio del período de ajuste. Dicha senda sería el resultado de una negociación bilateral con un mínimo horizonte de cuatro años, prorrogable a siete para incentivar compromisos de inversión y reformas estructurales. En principio, el nuevo marco reduce el potencial de discrepancias con los países miembros debido al uso de una regla operativa más simple basada en los niveles de gasto (15): «la senda de gasto primario financiada nacionalmente neta de medidas de ingresos discretionales y cíclicos por gasto en desempleo» que servirá como «techo» a la hora de elaborar los presupuestos generales del Estado.

En segundo lugar, por lo que respecta al brazo correctivo del PEC, en el caso de los Estados miembros que se enfrenten a desafíos sustanciales de deuda pública, establecidos de acuerdo con el análisis de sostenibilidad de la deuda, y que se desvíen de la senda de gasto neto, se abriría por defecto un procedimiento de déficit excesivo. Además de las orientaciones, la propuesta introduce un ajuste fiscal mínimo del 0,5 por 100 del PIB anual si un país está por encima del umbral del 3 por 100 de la ratio de déficit en un procedimiento de déficit excesivo.

Por último, la Comisión entiende que es necesario un mayor grado de compromiso político y una mayor interiorización del plan a medio plazo por parte de los Estados miembros mediante una ampliación del papel de las instituciones fiscales independientes en la evaluación *ex ante* y en la supervisión *ex post* de los planes fiscales y estructurales nacionales. La Comisión Europea ha apostado por mantener los dos

pilares del PEC (16): déficit presupuestario por debajo del 3 por 100 y la deuda pública por debajo del 60 por 100 del PIB (17). La Comisión recomienda hacer una clasificación de tres tipos de países: los que tienen un riesgo mayor (una deuda pública superior al 90 por 100 del PIB), los de riesgo moderado (entre el 60 y el 90 por 100), y los que tienen bajo riesgo y cumplen con los criterios junto con un análisis de la sostenibilidad de la deuda (18).

Por lo que se refiere a las sanciones, uno de los problemas que tiene el PEC actual es que las multas son tan grandes (pueden llegar a ser de hasta el 0,5 por 100 del PIB) que son políticamente demasiado difíciles de imponer, como se vio en el caso de Portugal y España en 2016 o, anteriormente en 2004, en el caso de Francia y Alemania. Por ello, la Comisión propone multas más pequeñas y que se apliquen de manera más automática, de forma que la presión política sobre la Comisión Europea sea menor. Además, se propone añadir sanciones «reputacionales», como por ejemplo que el ministro de Finanzas del país incumplidor tenga que acudir al Parlamento Europeo a explicar de qué manera va a corregir la situación.

Este nuevo marco de gobernanza fiscal (o la variación del mismo que finalmente se decida) debería permitir el refuerzo de la sostenibilidad de las cuentas públicas dentro de una estrategia de medio plazo que haga compatible mayor flexibilidad a corto plazo con el establecimiento de un plan de consolidación fiscal plurianual para aquellos países más endeudados.

Por último, la propuesta de la Comisión no incluye la creación

de un instrumento centralizado de política fiscal de estabilización a nivel de la UE. Sin embargo, los mecanismos de financiación temporal ya aprobados para el Plan *EU Next Generation* con el fin de facilitar la recuperación de la economía de la UE tras el COVID-19, abren la posibilidad de su utilización futura de forma más permanente con otros propósitos.

2. Crecimiento: provisión de bienes públicos comunes para la UE y políticas de oferta

¿Qué recomendaciones de política económica deberían hacerse para facilitar la recuperación dentro de una unión monetaria? En primer lugar, hay que dotar ese entorno de una mayor calidad del capital humano, incorporar los avances tecnológicos al sistema productivo, mejorar infraestructuras y promocionar aquellos sectores en los que queremos tener una ventaja comparativa, es decir, mejorar la dotación de bienes públicos, lo cual se debería conseguir a través de esquemas «permanentes» de financiación mancomunada para evitar aumentos de la divergencia real entre los países en función de la distinta capacidad fiscal de cada uno de ellos. En segundo lugar, es necesario seguir perfeccionando el mercado único para aprovechar todas sus ventajas. Por tanto, fomentar la apertura comercial y financiera, intentando evitar el exceso de regulación, pero al mismo tiempo regular para facilitar la competencia; hay que intentar desregular algunos sectores o actividades, pero seguramente hay que regular otros para fomentar el buen funcionamiento de los mercados. Hay dos tipos de reformas estructurales: el primero aumenta la flexibili-

dad de precios, lo que facilita la estabilización del ciclo económico y reduce los problemas del BCE para alcanzar sus objetivos; el segundo aumenta la competencia en el mercado laboral y eleva el producto potencial (19).

Algunos Estados miembros experimentaron períodos de inversión insuficiente incluso antes de 2008 (European Commission, 2017). Sin embargo, la crisis financiera y económica que siguió afectó a la UE en su conjunto y amplió aún más la brecha de inversión pública en la UE. La revisión institucional del PEC y la UE que lo acompañó, junto con las medidas de austeridad en los Estados miembros también limitaron los esfuerzos de inversión. Un gran impulso para restablecer la inversión pública se produjo con la introducción del Fondo Europeo para Inversiones Estratégicas (FEIE) en el marco del plan Juncker, que revolucionó la financiación de la innovación en la UE y, en última instancia, superó los objetivos de inversión iniciales. Sin embargo, en 2020, la crisis de la pandemia comenzó a plantear desafíos importantes para los países de la UE que intentaban mantener sus economías a flote. A medida que su espacio fiscal se redujo significativamente, la financiación de la UE en forma de subvenciones y préstamos del Plan de Recuperación se ha vuelto indispensable para garantizar la recuperación y el cumplimiento de los objetivos medioambientales y digitales. A partir de 2023, se espera que la inversión siga creciendo, aunque a un ritmo más lento, ya que la actual crisis energética está ejerciendo presión sobre la economía de la UE.

Sin embargo, la inversión vinculada a las transiciones verde

y digital, en particular, requiere recursos sustanciales y períodos más largos para su implementación. Las acciones planeadas del «Pacto Verde» financiadas por el Marco Financiero Plurianual 2021-2027 y el instrumento de recuperación *NGEU 2021-2026* representan solo una fracción de lo que es necesario para cumplir con todos los objetivos climáticos y alcanzar la neutralidad de carbono de la UE en 2050. La financiación del Plan de Recuperación también puede no ser suficiente para cumplir los ambiciosos objetivos vinculados a la iniciativa «Década Digital» (fijada para 2030) y, en consecuencia, no lograr cerrar la brecha de inversión digital. Además, la crisis energética, provocada por la guerra de Rusia contra Ucrania, llevó a la Comisión a proponer un aumento en la subvención del Plan de Recuperación con una dotación de 20.000 millones de euros adicionales en el marco del plan *REPowerEU* para reducir la considerable dependencia de la UE de los combustibles fósiles rusos. Además, futuros proyectos de inversión en las áreas de defensa común, seguridad o cualquier otro campo de interés para la soberanía y autonomía estratégica de la UE, es probable que también requieran una financiación considerable. Es en este contexto en el que debe considerarse el anuncio para la creación de un Fondo Soberano Europeo en el verano de 2023, limitándose hasta la fecha a 10.000 millones para poner en marcha una Plataforma de Tecnologías Estratégicas para Europa (STEP) que profundice en tres tipos de tecnologías críticas: la biotecnología, la *deeptech* (esto es la tecnología como la inteligencia artificial) y la tecnología verde. Esta iniciativa, es algo descafeinada, lo que ha provocado reacciones encontradas.

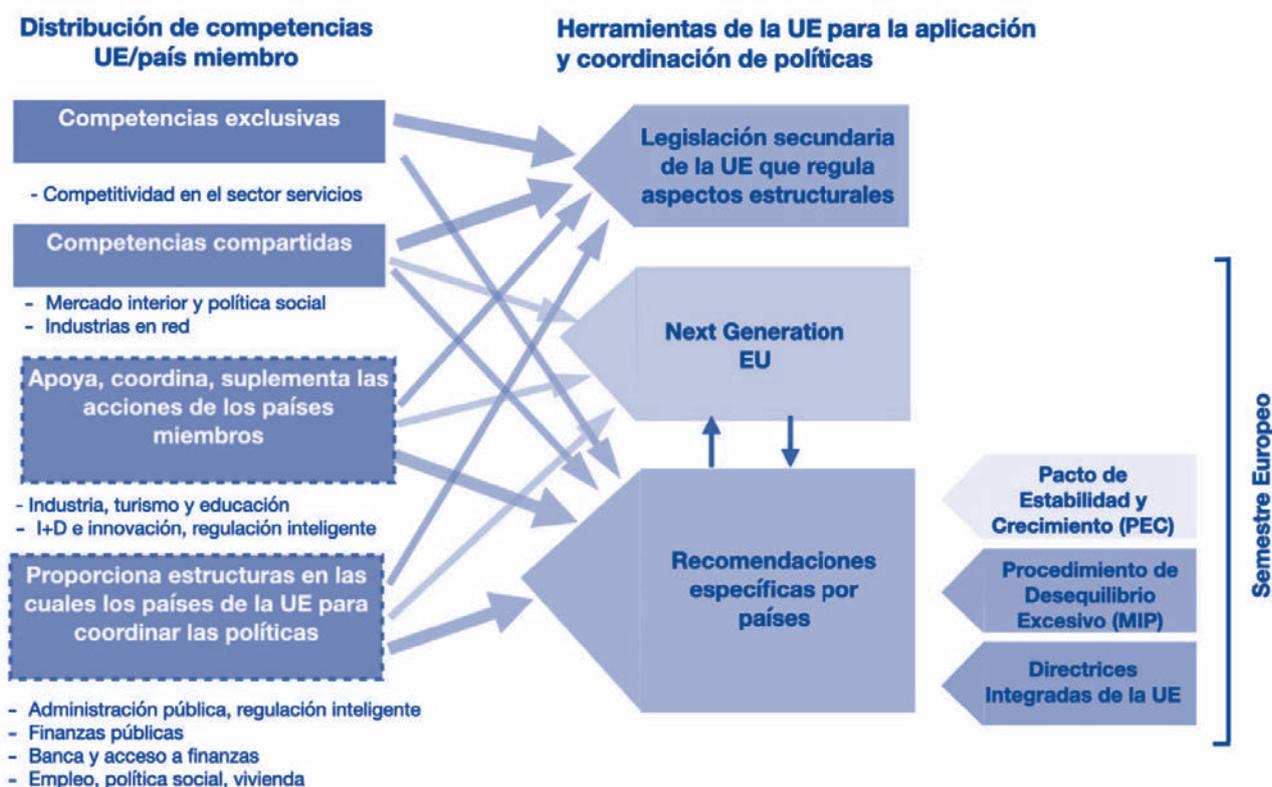
En la medida en que estos desafíos a largo plazo sigan en pie, seguramente superarán tanto el potencial de financiación como la vida útil del Plan de Recuperación, que expirará a fines de 2026. Con estas limitaciones, muchos analistas han pedido el establecimiento de un plan similar, pero de naturaleza permanente y con un alcance ampliado (20). En cuanto a su tamaño, las opiniones difieren (21).

Compensar los efectos negativos de la perturbación de oferta que estamos sufriendo exige también una aplicación ambiciosa de políticas que incrementen las tasas de crecimiento de la productividad y del PIB potencial. Es decir, la respuesta óptima de la política económica a un *shock* de

oferta negativo como el actual son las reformas estructurales que reduzcan las tensiones por el lado de la oferta. De nuevo, el instrumento común europeo para hacer realidad esta ambición es el Plan de Recuperación de la Unión Europea, el *NGEU*. Esto exige una rigurosa selección de los proyectos de inversión, de forma que maximicen la complementariedad con la inversión privada y generen un efecto de tracción sobre ella. Pero también que se acompañe de reformas estructurales, facilitando, por ejemplo, la reasignación de recursos entre empresas y sectores. Por tanto, provisión de bienes públicos comunes y reformas estructurales pueden (y deben) ser dos caras de la misma moneda. Como puede verse en la figura 3, tanto el Plan

de Recuperación como el propio programa de reformas estructurales están convergiendo en un mecanismo de coordinación único a través del Semestre Europeo que, sin duda, debería ser refinado y constituir la base para la cogobernanza futura de forma permanente. Tal como señalan Buti y Messori (2021), toda la experiencia de gestión conjunta entre los distintos niveles de gobierno debería poder aprovecharse en un futuro, estableciendo de forma permanente un programa de impulso del crecimiento y mejora de la eficiencia en línea con el actual plan de recuperación. Esto se podría realizar a través de un uso generalizado de los Consejos Nacionales de Productividad (García *et al.*, 2023). y de las propuestas de «acuerdos

FIGURA 3
MARCO DE GOBERNANZA EN LA UE PARA LLEVAR A CABO LAS REFORMAS ESTRUCTURALES



Fuente: Fondo Monetario Internacional y elaboración propia.

contractuales» de apoyo técnico en forma de *policy support facility*, como los existentes en la política de investigación, que impulsen las reformas estructurales y su posterior evaluación por organismos independientes. Pero para ello hace falta el suficiente consenso político.

IV. UN NUEVO PACTO POLÍTICO PARA UN DESTINO COMÚN

Esta no será la última crisis. Inevitablemente habrá otras en el futuro y, por tanto, debemos estar mejor preparados y fortalecer el papel estabilizador de las políticas fiscales nacionales, así como la arquitectura de gobierno de la UE.

El desarrollo de la invasión de Ucrania ha revelado con crudeza las vulnerabilidades y dependencias de la UE en sectores clave, así como las disparidades entre países miembros en sus exposiciones a estas tensiones. Un desafío de esta magnitud subraya la importancia de responder de forma conjunta a los riesgos comunes.

Estas decisiones comunes deben aplicarse tanto para las medidas de corto plazo como para las reformas que permitan afrontar los retos de medio y largo plazo. En particular, este episodio nos ha demostrado que las políticas estructurales a nivel europeo que favorezcan la integración y la interconexión de los mercados europeos —en particular los energéticos— y refuercen el mercado único no solo permitirán una mayor resistencia a las perturbaciones, sino que también redundarán en un aumento de la competitividad.

Resulta necesario, por tanto, alcanzar un nuevo «Pacto Po-

lítico por Europa» que genere *confianza* entre todos los países socios. Este esfuerzo mancomunado debería estar liderado por Alemania y Francia, pero asimismo gestionado por las instituciones europeas, dando lugar a una refundación de la Unión que complemente las ya numerosas innovaciones en el entramado institucional que se han venido sucediendo durante las últimas tres crisis desde la creación del euro.

En 2017 la Comisión abrió el debate sobre el futuro de la UE a través un Libro Blanco y cinco documentos de reflexión, uno de los cuales está dedicado a la «Profundización de la Unión Económica y Monetaria» y que tiene su base en el informe de los cinco presidentes (European Parliament, 2015). Existe un consenso político en que dar marcha atrás en lo conseguido hasta ahora no es posible y, aunque el debate sobre la UEM es en buena medida de naturaleza técnica, la concreción de elementos requiere un acuerdo político entre los que abogan por un refuerzo de la solidaridad frente a los que insisten en reforzar la responsabilidad de los Estados miembros de forma previa.

Según el documento de reflexión el plan de trabajo debería englobar medidas a corto, medio y largo plazo:

A corto plazo hay pocas dudas sobre la absoluta necesidad de avanzar hacia una auténtica *Unión Financiera* que facilite la reducción y el reparto del riesgo mediante la finalización de a) una verdadera *Unión Bancaria* estableciendo un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (SEGD); b) un *Mercado de Capitales* integrado que evite la fragmentación

financiera permitiendo mejor financiación a hogares y empresas y mejor reparto del riesgo del sector privado, aumentando la resistencia del sector financiero ante perturbaciones económicas (mayor estabilidad macrofinanciera). Este elemento es de vital importancia en la eurozona.

A corto-medio plazo son necesarias otras medidas encaminadas a crear una *Unión Económica y Fiscal* dando continuidad a los instrumentos temporales puestos en marcha durante el COVID-19 a través de a) mecanismos que permitan combinar estabilidad y estímulos al crecimiento más allá del BCE a través de las propias instituciones comunitarias y de los Estados miembros de forma coordinada, promoviendo la convergencia real mediante reformas estructurales (empleo, educación, fiscalidad, bienestar social, mercados de productos y servicios, administración pública y sistema judicial) que permitan modernizar las economías de los Estados miembros y hacerlas más resistentes ante perturbaciones futuras, así como cambios de gobernanza a nivel de la UE; b) Desarrollar un *activo europeo seguro para la emisión común de deuda* comparable a los bonos del Tesoro de EE. UU., para reducir la gran exposición de los bancos a la deuda soberana de su país de origen; c) *mejorar la función estabilizadora a nivel federal* para poder desarrollar una política de coaseguro entre los países: se trataría de complementar la labor de los presupuestos nacionales de forma temporal (nunca permanente), buscando minimizar el riesgo moral y sin duplicar al Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) en su rol de instrumento de gestión de crisis.

Por último, a largo plazo, quedarían pendientes cambios institucionales para avanzar hacia una *mayor Unión Política*: a) aumentando la centralización de competencias a través de un *marco jurídico para la UEM* bien por reforma de los Tratados, por acuerdos intergubernamentales o por una combinación de ambos; b) afrontar la *relación entre eurozona y resto de Estados miembros UE*; c) aclarar la *responsabilidad democrática* en las cuestiones relativas al euro; y e) por último, como desarrollo de la función estabilizadora explicada anteriormente, deberían plantearse *cambios institucionales* como la creación de un *Tesoro de la eurozona* que realizaría las tareas de vigilancia económica y presupuestaria con la ayuda del Consejo Fiscal Europeo, encargándose, asimismo, de la coordinación de la emisión de deuda y de la gestión de la función estabilizadora.

NOTAS

(*) El autor agradece la ayuda financiera proporcionada por la Agencia Estatal de Investigación-Ministerio de Economía y Competitividad de España (proyecto PID2020-114646RB-C42 / AEI 10.13039 / 501100011033) y la Comisión Europea (proyecto ERASMUS-JMO-2021-CHAIR 101047088). El apoyo de la Comisión Europea no constituye una aprobación de los contenidos, que reflejan únicamente los puntos de vista del autor. Por último, el autor agradece la hospitalidad del Emerging Markets Institute-Johnson College of Business (Cornell University) durante la redacción de este artículo.

(1) Véase, por ejemplo, el trabajo seminal de MUNDELL (1961) o, para una revisión reciente, DE GRAUWE (2022).

(2) Véase, por ejemplo, European Commission (2008).

(3) Véase el realizado por PISANI-FERRY *et al.* (2008) para la Fundación Bruegel.

(4) De hecho, en dicho estudio de la Fundación Bruegel se demostraba que algunas de las reformas estructurales de los mercados necesarias para el buen funcionamiento de la unión monetaria (flexibilidad del mercado de

trabajo, control de ayudas y compras públicas, sectores de red, energía...) habían sido llevadas a cabo con mayor intensidad por otros países de la OCDE, simplemente bajo el impulso del propio proceso de globalización, que por los países de la eurozona.

(5) Por otra parte, las posteriores aportaciones de la nueva macroeconomía clásica han hecho hincapié en las medidas de oferta y en cómo las expectativas de los agentes pueden variar la efectividad de las medidas de política económica en función de su credibilidad y de aspectos reputacionales que solo pueden generarse lentamente. Todo ello refuerza, por una parte, la importancia de las políticas estructurales y, por otra, la necesidad de coordinación de las políticas de estabilización para lograr coherencia entre ellas.

(6) Asimismo, el principio de subsidiariedad aprobado en el Tratado limita las competencias de la UE e implica que los niveles nacionales, o incluso inferiores, de gobierno son la norma y el de la Unión la excepción.

(7) Este marco se demostró ya insuficiente antes de la crisis, como ya quedó patente en la obligada revisión del PEC y de la estrategia de crecimiento (informe Koc) en 2005 y en la renovación esta última en 2010, bajo la denominación de «Europa 2020».

(8) En efecto, difícilmente podrá mantenerse una intervención monetaria de la magnitud de la iniciada en 2015 dada la acumulación de deuda pública en el balance del BCE. Si el fuerte avance de la tasa de inflación termina siendo transitorio, será el avance real del PIB el mecanismo preciso para continuar con la necesaria reducción de la deuda. Para ello, los esfuerzos deberían encaminarse a reforzar aquellas políticas que permitan un crecimiento de la productividad que, en la recuperación 2013-2019, ha sido muy insatisfactorio.

(9) Para un análisis de la dinámica *stock-flujo* en la EA y sus consecuencias sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas, véase CAMARERO, CARRION-I SILVESTRE y TAMARIT (2015).

(10) La caída de las «tasas de interés reales naturales» durante las últimas tres décadas es un fenómeno común en todos los países avanzados y puede explicarse por una serie de cambios estructurales: la tendencia a la baja del crecimiento potencial; el envejecimiento de la población, lo que ha aumentado las tasas de ahorro en muchos países; y la creciente desigualdad en la distribución de la riqueza, lo que también aumenta el ahorro promedio. En esta situación, los mayores niveles de endeudamiento no implican necesariamente mayores riesgos de sostenibilidad, ya que el coste de financiación es más bajo y se espera que permanezca bajo en el futuro previsible, siempre que el episodio actual de inflación sea pasajero.

(11) Curiosamente, versiones anteriores del PEC utilizaban el déficit observable (contable)

y fueron también criticadas por no medir bien el esfuerzo de ajuste fiscal de cada país al no tener en cuenta su posición cíclica.

(12) De hecho, hasta la derogación del PEC la Comisión publicó anualmente en inglés en torno al mes de marzo un vademécum (inicialmente de más de 200 páginas) para facilitar su comprensión actualizada y que el lector interesado puede consultar para el año 2018 en https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/vade-mecum-stability-and-growth-pact-2018-edition_en

(13) En todos los países, años y normas, el cumplimiento de las normas en la UE se situó en el 54 por 100. Esta cifra agregada oculta grandes diferencias entre los Estados miembros (véase SANTACROCE y LARCH, 2020).

(14) En efecto, el uso de este instrumento está sujeto a varios criterios, entre los que destaca el cumplimiento de las reglas fiscales de la UE por parte del país en dificultades. En comparación con la herramienta de transacciones monetarias directas (OMT, por sus siglas en inglés), se trata de un cambio de la condicionalidad basada en un programa MEDE a criterios de sostenibilidad fiscal y de la deuda.

(15) Si bien se mantienen los límites máximos del 3 por 100 de déficit y del 60 por 100 de deuda, gran parte de los límites existentes basados en el equilibrio estructural desaparecerían a nivel de la UE. Sin embargo, el cálculo de algunas variables (como, por ejemplo, el *output gap*) y la metodología utilizada por la Comisión para diseñar la trayectoria de referencia pueden seguir siendo una fuente de discrepancias y disenso en el futuro.

(16) Una razón que puede explicar no tocar estos umbrales es porque están fijados en el TFUE. Por tanto, su variación exigiría un cambio de Tratado. Por contra, las otras transformaciones son compatibles con simples enmiendas, lo que simplifica la técnica legislativa y los problemas políticos e institucionales.

(17) Aunque hubo cierto debate sobre la posibilidad de elevar esa cifra hasta el 100 por 100 tal como propuso el MEDE en 2021, se ha evitado abrir esa polémica dada la diversidad de posturas entre los países miembros. Al margen de las propuestas de organismos internacionales, muchos académicos consideran que este límite no es relevante ni desde un punto de vista práctico ni teórico. Al respecto se puede consultar Blanchard (2019), BLANCHARD, LEANDRO y ZETTELMEYER (2021), FURMAN y SUMMERS (2020) o DE GRAUWE (2022) o, también en contra de cualquier regla numérica, véase BEETSMAN *et al.* (2018), BÉNASSY-QUÉRÉ *et al.* (2019) o DEBRUN *et al.* (2019).

(18) Otros autores recomiendan simplemente sustituir las reglas numéricas por un análisis estocástico de la sostenibilidad ajustado a cada país y que permita detectar el causante de las desviaciones entre los «sospechosos

habituales»: tipos de interés, inflación, tasas de crecimiento del PIB y la capacidad fiscal individual. Este análisis deberían hacerlo los consejos fiscales nacionales y el europeo. De ahí que sea importante reforzar el mandato y la independencia de estas instituciones (EU Independent Fiscal Institutions, 2023).

(19) Para una revisión reciente del papel de las reformas estructurales para restaurar la estabilidad macroeconómica, recuperar el crecimiento económico y abordar la desigualdad de ingresos, véase CAMPOS, DE GRAUWE y Ji (2018) y DE GRAUWE y Ji (2020).

(20) Véase, entre otros, CORNAGO y SPRINGFORD (2021), DEMERTZIS (2022) o European Fiscal Board (2022).

(21) Según ALLARD *et al.* (2013), dicho instrumento debería ascender a entre el 1,5 y el 2,5 por 100 de la renta nacional bruta de la zona del euro, lo que para la UE en su conjunto significaría porcentajes aún más altos. Por el contrario, GARCÍA y VACCA (2016), desde una visión federalista, prevén una capacidad fiscal del 3,5 por 100 del PIB de la zona del euro, mientras que un análisis reciente del Fondo Monetario Internacional realizado por ARNOLD *et al.* (2022) que abarca a todos los países de la UE prevé un fondo de entre el 0,5 y el 1 por 100 del PIB de la UE.

BIBLIOGRAFÍA

ALLARD, C., KOEVA BROOKS, P., BLUEBORN, JOHN C., BORNHORST, F., CHRISTOPHERSON, K., OHNSORGE, F., POGHOSYAN, T. e IMF STAFF TEAM (2013): *Toward a Fiscal Union for the Euro Area*. *IMF Staff Discussion Note*, September.

ARNOLD, N., BALAKRISHNAN R., BARKBU, B., DAVOODI, H., LAGERBORG, A., LAM, W., MEDAS, P., OTTEN, J., RABIER, L., ROEHLER, C., SHAHMORADI, A., SPECTOR, M., WEBER, S. y ZETTELMEYER, J. (2022): *Reforming the EU Fiscal Framework Strengthening the Fiscal Rules and Institutions*. *IMF Departmental Paper*, September.

BALDWIN, R. y GIAVAZZI, F. (2015). *The Eurozone Crisis: A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions*. A VoxEU.org eBook.

BEETSMA, R., THYGESEN, N., CUGNASCA, A., ORSEAU, E., ELIOFOTOU, P. y 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. y ZETTELMEYER, J. (2018). *Reconciling Risk Sharing with Market Discipline: A Constructive Approach to Euro Area Reform*. *Policy Insight*, n.º 91. Londres: Centre for Economic Policy Research.

BLANCHARD, O. (2019). *Public Debt and Low Interest Rates*. *American Economic Review*, 109(4).

BLANCHARD, O., LEANDRO, Á. y ZETTELMEYER, J. (2021). *Redesigning EU Fiscal Rules: From Rules to Standards*. Peterson Institute for International Economics, February.

BUTI, M. y GASPAS, V. (2021). *Maastricht Values*. VoxEU.org, 8 July.

BUTI, M. y MESSORI, M. (2021). *Euro Area policy mix: from horizontal to vertical coordination*. CEPR Policy Insight 113, October.

BUTI, M. y SAPIR, A. (1998). *Economic Policy in EMU: A Study by the European Commission Services*. Oxford: Oxford University Press.

CAMARERO, M., CARRION-I SILVESTRE, J. L. y TAMARIT, C. (2015). *The Relationship between Debt Level and Fiscal Sustainability in Organization for Economic Cooperation and Development Countries*. *Economic Inquiry*, 53(1), pp. 129-149.

CAMARERO, M., DUFRENOT, G., TAMARIT, C. y VACCARO-GRANGE, E. (2023). *How do inequalities affect the natural interest rate, and how do they impact monetary policy? Comparing Germany, Japan and the US*. IMF, mimeo.

CAMARERO, M. y TAMARIT, C. (2023). *El SEBC y la política monetaria única*. En M. CAMARERO y C. TAMARIT (coord.), *Economía de la UE*. Cívitas-Thompson.

CAMPOS, N. F., DE GRAUWE, P. y Ji, Y. (2018). *Structural reforms, growth and inequality: An overview of theory, measurement and evidence*. En CAMPOS *et al.* (eds), *The Political Economy of Structural Reforms in Europe*. OUP.

CORNAGO, E. y SPRINGFORD, J. (2021). *Why the EU's recovery fund should be permanent*. Centre for European Reform, November.

DEBRUN, X., OSTRY, J. D., WILLEMS, T. y WYPLOSZ, C. (2019). *Debt Sustainability*. En A. ABBAS, A. PIENKOWSKI, K. ROGOFF (eds.), *Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners*. Nueva York: Oxford University Press.

DE GRAUWE, P. (2022a). *Economics of Monetary Union*. Oxford: Oxford University Press.

DE GRAUWE, P. (2022b). *Hacia una nueva gobernanza fiscal en la eurozona*. *Policy Brief*, 18. EuropeG.

DE GRAUWE, P. y Ji, Y. (2020). *Structural reforms, animal spirits, and monetary policies*. *European Economic Review*, 124, pp. 1-19.

EUROPEAN PARLIAMENT (2015). *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, informe de JEAN-CLAUDE JUNCKER (Comisión Europea) en colaboración con DONALD TUSK (Consejo Europeo), JEROEN DIJSSSELBLOEM (Eurogrupo), MARIO DRAGHI (BCE) y MARTIN SCHULZ. Parlamento Europeo (publicado el 22 de junio de 2015). (Informe de los cinco presidentes).

DEMERTZIS, M. (2022). *A role for the Recovery and Resilience Facility in a new fiscal framework*. Bruegel, January.

EL-ERIAN, M. (2016). *The Only Game in Town*. Random House.

EUROPEAN COMMISSION (2017a). *Reflection paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*. COM (2017) 291 of 31 May 2017.

EUROPEAN COMMISSION (2017b). *Investment in the EU Member States. An Analysis of Drivers and Barriers*. Institutional Paper, 62, European Commission, October.

EUROPEAN FISCAL BOARD (2022). *Annual Report*. Bruselas.

EU IFIs (2023). *Working in the same or different directions? Assessing the relationship between EU*

<p><i>and domestic fiscal frameworks.</i> Contribution to the EFB Annual Conference 2023. The network of EU independent fiscal institutions.</p> <p>FURMAN, J. y SUMMERS, L. (2020). A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates. Brookings, November.</p> <p>GARCÍA, D. y VACCA, P. (2016). A budgetary capacity for the Eurozone: a federalist view. <i>Policy Brief</i>, n.º 3. </p>	<p>2016. Union of European Federalists (UEF).</p> <p>GARCÍA, L., GIAMBONI, L. y VIGANI, M. (2023). National Productivity Boards: Institutional Set-up and Analyses of Productivity. <i>European Commission Discussion Paper</i>, n.º 185, June.</p> <p>MUNDELL, R. A. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. <i>The American Economic Review</i>, 51(4) (Sep. 1961), pp. 657-665.</p>	<p>PISANI-FERRY, J., AGHION, P., BELKA, M., VON HAGEN, J., HEIKENSTEN, L. y SAPIR, A. (2008). <i>Coming of age: Report on the euro area.</i> Bruegel Blueprint 4. Bruegel.</p> <p>SANTACROCE, S. y LARCH, M. (2020). <i>Tracking compliance with EU fiscal rules: A new database of the Secretariat of the European Fiscal Board.</i> VoxEU, September.</p>
--	--	---