



# REGLAS FISCALES Y MECANISMOS DE ESTABILIDAD<sup>1</sup>

**Pedro Antonio Merino García<sup>2</sup>**  
**Economista Jefe de la Dirección de Estudios de Repsol**

## RESUMEN

En los últimos años, las reglas fiscales se han incrementado tanto en número como en complejidad de diseño. Unos países han optado por implantar nuevas reglas fiscales, mientras que otros han modificado las ya existentes con la finalidad de mejorar su efectividad y flexibilidad, ajustándolas al ciclo económico y a los shocks, y reforzando los mecanismos de supervisión (reglas fiscales de «nueva-generación»), con el objetivo último de incrementar su credibilidad respecto a la disciplina fiscal a largo plazo, sin estrangular el crecimiento a corto. En el caso de la zona euro la situación es más complicada en tanto en cuanto coexiste una política monetaria única con diferentes políticas fiscales nacionales, sujetas a reglas comunes. Mientras que la política monetaria se preocupa de mantener anclada la inflación, corresponde a las políticas fiscales nacionales asumir la función de redistribución y de estabilización a la hora de amortiguar shocks regionales, así como cumplir con los límites fiscales, cuya fiscalización, en última instancia, debería corresponder a los mercados financieros. La crisis de 2008 ha puesto de manifiesto rigideces en las reglas fiscales y en particular en la Zona euro, fallos de diseño y de implementación de las reglas fiscales en una Unión Monetaria sin auto-

ridad federal o central. Aparentemente se están dando los pasos para solucionar esos fallos, pero parece que no está decidida la creación de una autoridad central que se ocupe de hacer frente a los shocks asimétricos y de la función estabilizadora ante los mismos. Sin embargo, todas las medidas apuntan a que sin decirlo se está avanzando en esa dirección, ante el convencimiento de que si no se producirá la implosión del área monetaria y una crisis económica global.

**Palabras Clave:** regla fiscal, responsabilidad fiscal, sostenibilidad de las finanzas públicas, mecanismos de supervisión y control, mecanismos de estabilidad.

## 1. INTRODUCCIÓN

Las reglas fiscales persiguen dotar de credibilidad a la política fiscal, y así, permitir o facilitar que los Estados se endeuden porque sus prestamistas perciben que podrán devolver sus deudas. Solo desde la creación del euro se han establecido reglas fiscales para un fin distinto: garantizar el funcionamiento de una unión monetaria y evitar que las políticas fiscales nacionales impidan el funcionamiento de la política monetaria única o el mantenimiento del valor de la moneda.

Realmente el incremento de reglas fiscales en los últimos años nos lleva a olvidar una cuestión clave. Desde la revolución gloriosa en el Reino Unido (1688), se inicia el camino hacia la regla que más ha ayudado a la sostenibilidad fiscal: que los impuestos y la deuda fuesen aprobados por el parlamento y no por el monarca y que, por lo

<sup>1</sup> Agradezco la inestimable colaboración de Rebeca Albacete y Miguel Carpintero del Barrio en la documentación y discusión de este artículo.

<sup>2</sup> Antonio Merino, Economista Jefe de la Dirección de Estudios de Repsol, Méndez Álvaro 44, 28045 Madrid, España. E-mail: [amerinog@repsol.com](mailto:amerinog@repsol.com).



tanto, contasen con un gran apoyo público. Es decir, que el presupuesto de ingresos y gastos públicos lo apruebe un parlamento es la regla que permitió ganar «crédito ante los mercados» y financiar el crecimiento. Hoy el debate aparenta ser más económico ¿pueden las reglas fiscales mejorar la sostenibilidad fiscal, sin estrangular el crecimiento y hay algún diseño óptimo?, pero en el fondo es el mismo debate de hace siglos: la mera creación y mantenimiento de una regla fiscal implica un mayor consenso social para su aprobación y puede ser percibida como una decisión que cuenta con más apoyo público que dejar las cuestiones fiscales a las decisiones anuales presupuestarias del gobierno de turno.

En el caso europeo el debate es más complicado porque, en mi opinión, la moneda única requiere que exista un apoyo público por una autoridad fiscal central o federal y eso parece que todavía no existe. Es por eso que habrá que transitar por complicadas y arriesgadas carreteras intentando llegar a crear la Europa federal. Mientras tanto, las reglas fiscales nacionales son ayudas para que no se despeñe el euro y deberíamos ir modificándolas según cambia la dificultad de la carretera por la que transitamos.

Precisamente, a raíz de la última crisis económica se ha puesto de manifiesto la proliferación de las reglas fiscales, tanto en países emergentes como en avanzados, potenciando su papel como mecanismo estabilizador de la economía. Ante el auge experimentado en los últimos años por las reglas fiscales, este artículo lleva a cabo un análisis de las mismas, haciendo especial hincapié en las nuevas reglas fiscales implementadas en la zona euro, dada la relevancia de los profundos cambios institucionales que están teniendo lugar para reforzar la gobernanza económica del área.

En la sección 2 se describen los principales rasgos que caracterizan a las reglas fiscales poniendo de manifiesto las tendencias actuales sobre los distintos tipos de reglas que se aplican en función de países avanzados o emergentes. En la sección 3 se profundiza en las reglas fiscales de la zona euro, desde los criterios de convergencia del Tratado de Maastricht hasta las reglas fiscales

de nueva generación –«fiscal compact»– contempladas en el reciente Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria para paliar los fallos institucionales evidenciados por la reciente crisis respecto a la gobernanza económica de la eurozona y los mecanismos de supervisión, control y detección de desequilibrios tanto macroeconómicos, como financieros y presupuestarios. La sección 4 recoge una serie de críticas a las reglas fiscales y, finalmente, la sección 5 concluye y lanza propuestas sobre la ruta a seguir por las reglas fiscales y los mecanismos de estabilidad en la zona euro.

## 2. REGLAS FISCALES. DEFINICIÓN, OBJETIVOS Y CARACTERÍSTICAS

En los últimos años las reglas fiscales han experimentado un notable incremento tanto en número como en complejidad de diseño y mecanismos de implementación y supervisión.

En 1990 únicamente cinco países disponían de reglas fiscales. A Japón, cuya primera regla fiscal data de 1947, y Alemania (en 1969) se añadieron Estados Unidos, Luxemburgo e Indonesia. En el primer trimestre de 2012 el número de países con reglas fiscales nacionales y/o supranacionales se ha elevado a 76.

Como respuesta a la crisis económica unos países han optado por implantar nuevas reglas fiscales, mientras que otros han modificado las reglas existentes con la finalidad de mejorar su efectividad y flexibilidad, ajustándolas al ciclo económico y reforzando los mecanismos de supervisión (reglas fiscales de «nueva-generación»), con el objetivo último de incrementar su credibilidad respecto a la disciplina fiscal a largo plazo.

Una regla fiscal impone una restricción de largo plazo sobre los agregados presupuestarios a través del establecimiento de límites numéricos –Kopits y Symansky (1998)– con los objetivos de asegurar la responsabilidad fiscal, la sostenibilidad de la deuda pública, la estabilidad macroeconómica y limitar el tamaño del sector público.

Las reglas fiscales de «nueva-generación» son más complejas, en el sentido de que tratan de aunar los objetivos de sostenibilidad de las finanzas públicas y de estabilidad macroeconómica con una mayor flexibilidad ante shocks de diferente naturaleza, incorporando mecanismos de corrección automática de las desviaciones respecto a la regla.

Siguiendo a Kumar et al. (2009), las reglas fiscales pueden clasificarse atendiendo al agregado presupuestario al que restringen: deuda pública, déficit público, gastos e ingresos.

a. *Reglas fiscales sobre la deuda pública.* Establecen un límite a la deuda pública como porcentaje del PIB, por consiguiente, están directamente ligadas al objetivo de sostenibilidad de la deuda y, consecuentemente, resulta sencillo su comunicación y supervisión. Sin embargo, en la medida en la que el impacto de las medidas presupuestarias sobre el nivel de deuda no es inmediato, este tipo de reglas no proporcionan una guía de actuación en el corto plazo para los responsables de la política económica. Por otra parte, el nivel de deuda puede verse afectado por factores que escapan del control de los gobernantes (como, por ejemplo, la evolución del tipo de interés o del tipo de cambio) lo que puede llevar a acometer ajustes fiscales significativos injustificados. Por otro lado, dado su carácter pro-cíclico, estas reglas no contribuyen a la estabilidad macroeconómica.

b. *Reglas fiscales sobre el balance presupuestario.* En este caso, es posible distinguir dos tipos de reglas, bien diferenciadas entre sí, en función de si la regla se aplica al saldo total o al estructural.

b.1. *Reglas fiscales sobre el balance presupuestario total.* El saldo público es la principal variable que influye sobre la deuda pública, con lo que estas reglas cumplen el objetivo de sostenibilidad y al estar bajo el control de los gobernantes incorporan una guía de actua-

ción para la política económica. Además, su comunicación y supervisión resulta sencilla. No obstante, ante su carácter pro-cíclico no cumplen el objetivo de contribuir a la estabilidad macroeconómica.

b.2. *Reglas fiscales sobre el balance presupuestario estructural.* Al igual que la regla anterior cumple con los objetivos de sostenibilidad y de proporcionar una guía operativa al responsable de política económica, pero, a diferencia de la anterior regla también cumple con el objetivo de estabilidad macroeconómica dado que tiene en cuenta el impacto de los shocks económicos. Ahora bien, como la obtención del balance estructural implica estimar un ajuste al ciclo, normalmente a través del output gap, se complica su comunicación y su supervisión. La corrección del ciclo resulta especialmente complicada para los países sometidos a cambios estructurales.

c. *Reglas fiscales sobre el gasto público.* Este tipo de reglas pueden establecerse en términos absolutos, relativos o como porcentaje del PIB y por un período entre tres y cinco años. En tanto que los límites al gasto público restringen los recursos empleados por el gobierno, la comunicación y supervisión de este tipo de reglas es relativamente sencilla y proporcionan una guía de actuación al responsable de política económica en términos de consolidación fiscal. Adicionalmente, dado su carácter contracíclico, ante la posibilidad de excluir partidas de gasto especialmente sensibles al ciclo económico, también cumplen con el objetivo de estabilidad macroeconómica, ahora bien, al coste de distanciarse del objetivo de sostenibilidad de la deuda pública, dado que este tipo de reglas no están directamente vinculadas al nivel de deuda al no imponer restricciones por el lado de los ingresos. No obstante, es posi-



ble alcanzar el objetivo de sostenibilidad si se combinan con una regla sobre el déficit público.

- d. *Reglas fiscales sobre los ingresos públicos.* Este tipo de reglas, como en el caso anterior de la reglas sobre el gasto público, controlan explícitamente el tamaño del sector público y proporcionan una guía de actuación para la política económica en términos de recaudación y administración de los ingresos. Por otro lado, tampoco están vinculadas directamente al nivel de deuda, al no establecer restricciones por el lado del gasto, con lo que no cumplen el objetivo de sostenibilidad. Además, se caracterizan por su elevado componente pro-cíclico, oscilando ampliamente con el ciclo, con lo que tampoco verifican el objetivo de estabilidad. No obstante, la sostenibilidad y la estabilidad quedan garantizadas si se restringe ingresos «inesperados».

La tendencia actual es que los países optan por la combinación de dos o más de estos tipos de reglas fiscales para garantizar los objetivos de sostenibilidad de las finanzas públicas y estabilidad macroeconómica. Como, por ejemplo, combinar una regla sobre el ratio de deuda con una regla sobre el techo de gasto público o aplicar conjuntamente una regla sobre la deuda con una regla sobre el déficit estructural. No obstante, esta tendencia es más evidente, fundamentalmente, en los países avanzados, seguidos por los emergentes, sin embargo, en los países de menores ingresos son más frecuentes las reglas sobre el nivel de deuda, poniendo de manifiesto una mayor debilidad institucional.

Por otro lado, las reglas fiscales sobre el balance público ajustado al ciclo son más comunes en los países avanzados que en los emergentes. Mientras que en el primer grupo de países el ajuste al ciclo se realiza a través de estimaciones del output gap, los países emergentes optan por emplear valores umbrales de actividad, dada la dificultad de estimar el output gap bajo cambios estructurales.

Las reglas fiscales también se caracterizan atendiendo a los siguientes parámetros: base legal; cobertura; mecanismos de ejecución y supervisión; y flexibilidad.

- a. *Base legal.* El mayor grado de legalidad es la constitucional, seguida de la base estatutaria, los acuerdos de coalición y los compromisos políticos. En el caso de las reglas fiscales supranacionales se basan en tratados internacionales. Actualmente los países están dotando a sus reglas fiscales de un mayor grado de legalidad. Un claro ejemplo es la enmienda a la Constitución española de septiembre de 2011, y su correspondiente legislación orgánica (2012), que requiere que el déficit estructural para todos los niveles de Administraciones Públicas se encuentre dentro de los márgenes fijados por la Unión Europea (UE), y establece los límites de deuda pública para cada nivel. La regla entrará en vigor a partir de 2020.
- b. *Cobertura del nivel de Administración Pública al que afecte la norma.* Si únicamente actúa sobre el Gobierno Central o si tiene impacto en el conjunto de las Administraciones Públicas.
- c. *Cobertura del agregado presupuestario.* Si aplica al agregado total o se excluyen ciertas partidas. Por ejemplo, una partida de gasto que suele excluirse corresponde a los intereses de la deuda, al escapar del control del responsable de la política económica, pero por otro lado repercute en la asignación del gasto a otras partidas.
- d. *Mecanismos de ejecución.* Esta característica contempla la existencia o no de un procedimiento formal de ejecución de la regla fiscal, así como de un mecanismo de supervisión externo. La incorporación de mecanismos de corrección automática de las desviaciones de la regla aumenta la efectividad y la transparencia en la ejecución de la misma, pero al coste de un diseño más complejo, distinguiendo diferentes valores umbrales, en función de los cuales se

determinan distintas actuaciones de política económica para retornar al equilibrio presupuestario.

- e. *Mecanismos e instituciones de supervisión.* Al igual que la característica anterior se considera la existencia de cuerpos independientes de supervisión, los denominados Consejos Fiscales, tanto de los supuestos bajo los cuales se construyen las previsiones multianuales para los diferentes agregados presupuestarios, como de la aplicación de la regla fiscal. También se considera el uso de mecanismos para la realización de previsiones multianuales, así como la existencia de una ley de responsabilidad fiscal.
- f. *Flexibilidad.* En el sentido de si están claramente definidas cláusulas de escape. Y también se considera si los balances fiscales están ajustados por el ciclo económico.

Atendiendo a los diferentes tipos de reglas fiscales y a las distintas características Schaechter et al. (2012) han elaborado un índice de reglas fiscales que resume la información recopilada a través de las reglas fiscales, tanto nacionales como supranacionales, implementadas en 81 países considerando el período comprendido desde 1985 a marzo de 2012.

Del análisis del mencionado índice de reglas fiscales se derivan las siguientes conclusiones: (i) Las reglas fiscales han proliferado en respuesta a la crisis económica; (ii) el número y la complejidad en el diseño y en los mecanismos de ejecución y supervisión de las reglas fiscales en los países emergentes han seguido los pasos de las correspondientes reglas en los países avanzados; y, finalmente, las reglas fiscales de «nueva generación» resultan cada vez más complejas en su intento de garantizar los objetivos de sostenibilidad de las finanzas públicas y de estabilidad macroeconómica al dotarse de una mayor flexibilidad en respuesta a diferentes shocks y de mecanismos de corrección automática de las desviaciones respecto a la regla, dando lugar a nuevos mecanismos e instituciones de ejecución y supervisión.

### 3. REGLAS FISCALES EN LA ZONA EURO: POLÍTICAS FISCALES NACIONALES Y POLÍTICA MONETARIA ÚNICA

Las reglas fiscales supranacionales surgen para compatibilizar las reglas fiscales de cada país miembro con las necesidades que requiere la unión monetaria.

Los países miembros de la antigua Comunidad Europea incorporaron en el Tratado de Maastricht de 1992 dos reglas fiscales, límite del ratio de deuda pública al 60% del PIB y un déficit público por debajo del 3% del PIB, entre los criterios de convergencia hacia la unión monetaria del euro. Adicionalmente, se prohibía a los Bancos Centrales financiar al sector público así como el rescate comunitario de estados endeudados. Con ello se confiaba en atajar cualquier posibilidad de riesgo moral y en que la disciplina de los mercados financieros mantuviese la sostenibilidad fiscal. En 1997 con el objetivo de reforzar la cohesión de la unión económica y monetaria, se firma el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) que extendió la vigencia de las reglas fiscales más allá de la introducción del euro con un procedimiento sancionador encomendado a la Comisión.

Desde la entrada en circulación del euro, las reglas primeramente fueron relajadas en 2005 en busca de una mayor flexibilidad dentro de un marco de medio plazo pero posteriormente se reforzaron a raíz de la crisis financiera global en 2008. Los denominados «six pack» y «Fiscal Compact», que revisaremos en mayor profundidad en la sección siguiente, son claros ejemplos de las reglas fiscales de «nueva generación», al incluir mecanismos de ajuste al ciclo así como mecanismos que refuerzan la supervisión y el control.

Una crítica importante deriva del hecho de que en la mayoría de países miembros de uniones monetarias las reglas fiscales supranacionales y nacionales coexisten pero no se complementan adecuadamente, constituyendo este punto un área relevante de mejora.



La Unión Económica y Monetaria (UEM) fue concebida con un marco institucional que establece una única política monetaria coexistiendo con las políticas fiscales y de ordenación bancaria de competencia exclusivamente nacional.

Atendiendo a la política monetaria, el Tratado sobre el Funcionamiento de la Unión Europea otorga al Eurosistema la principal tarea de mantener la estabilidad de los precios en la zona euro, la cual es ejecutada directamente por el Banco Central Europeo (BCE) en condición de institución independiente (Artículos 127(1) y 130 del Tratado de Lisboa, versión consolidada (TLVC)).

En cuanto a la política fiscal es responsabilidad de los gobiernos nacionales asegurar la solidez y la sostenibilidad de las finanzas públicas, así como cumplir los requerimientos establecidos en el mencionado Tratado.

La política monetaria y la política fiscal interactúan entre sí de diversos modos, reforzándose mutuamente. Por un lado, una política monetaria orientada a la estabilidad de precios contribuye a anclar las expectativas de inflación y, por tanto, a reducir la volatilidad y el nivel de los tipos de interés a largo plazo. Por otra parte, la política fiscal influye en la política monetaria tanto por el lado de la demanda, impactando directamente sobre la inflación, como por el lado de la oferta, vía impuestos; además, la emisión de la deuda pública también afecta a los tipos de interés a largo plazo.

Los fundadores de la UEM eran conscientes de que garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas bajo el marco de una moneda común iba a ser una tarea complicada dado que el acceso a los mercados de capitales sería más asequible, facilitando la financiación a aquellos países que necesitasen un mayor nivel de liquidez debido a sus desequilibrios presupuestarios. No obstante, se esperaba que los mercados financieros penalizaran los elevados niveles de déficit público con altos tipos de interés de los bonos soberanos. Por ello, el marco institucional de la zona euro fue diseñado para proteger el valor de la moneda única y asegurar así la solidez de las finanzas públicas.

Pero los mercados son imperfectos. Por tanto, para incentivar la solidez de las finanzas públicas, se establecieron de forma explícita las siguientes reglas en el Tratado: (i) el BCE y los Bancos Centrales Nacionales (BCNs) de los Estados Miembros quedan excluidos como instituciones prestamistas para financiar deuda pública (Artículo 123 del TLVC); (ii) se prohíbe el acceso privilegiado a instituciones financieras por parte del sector público (Artículo 124 del TLVC); (iii) la cláusula de no rescate prohíbe que las obligaciones fiscales de un Estado Miembro sean asumidas por la UE o por otro Estado Miembro (Artículo 125 del TLVC); (iv) se establecen sanciones por incumplimiento de los límites fiscales, Artículo 126(2) a (14) del Tratado y reforzado por el PEC.

En los años de bonanza económica, previos a la entrada en circulación del euro, la mayoría de los Estados Miembros perdieron la oportunidad de construir un «colchón» para las épocas de menor auge económico. De modo que, en el año 2001 con el comienzo de la desaceleración económica aumentó el número de países con déficit públicos excesivos. En 2003, seis de los doce países que conformaban la zona euro registraron un déficit superior al 3% del PIB y el nivel medio de endeudamiento para el conjunto de la UEM superó el valor de referencia. El desarrollo de estos acontecimientos llevó a reformar el PEC en 2005.

Si bien los años siguientes se caracterizaron por una significativa mejora en las posiciones fiscales de los países de la zona euro –con niveles del ratio déficit/PIB en mínimos desde la introducción del euro–, se debió a la favorable evolución económica más que a políticas de consolidación fiscal, dado que el déficit estructural para el conjunto de la zona euro continuó en el 2% del PIB.

El fracaso se atribuye a dos importantes debilidades institucionales. En primer lugar, el brazo preventivo del PEC no se reforzó debidamente, pues sólo unos pocos países alcanzaron los objetivos marcados a medio plazo. En segundo lugar, el Protocolo de Déficit Excesivo (PDE) no se aplicó de forma rigurosa para aquellos países que



superaron el 3% de déficit con respecto al PIB, pues las sanciones disciplinarias nunca fueron impuestas. Por último, los mercados financieros no poseían los incentivos necesarios para asegurar el cumplimiento de las políticas fiscales.

Por otro lado, atendiendo al sector privado, la integración financiera favorecida por el euro permitió un importante apalancamiento. Muchos países de la zona euro venían experimentando persistentes desequilibrios en sus cuentas, aumentando a su vez los costes laborales unitarios. Esto se tradujo en una pérdida de competitividad. Asimismo, dicho apalancamiento estuvo ligado, en algunos casos, a una burbuja inmobiliaria. Los acontecimientos acaecidos mostraron la falta de previsión para detectar los desequilibrios macroeconómicos.

En el verano de 2007 comenzó la crisis financiera global intensificándose en 2008. El Eurosistema respondió con una combinación de medidas estandarizadas y no estandarizadas. Las medidas estandarizadas condujeron a recortes significativos en los tipos de interés en 2008 y 2009, mientras que las medidas no convencionales mejoraron las condiciones de crédito del sistema bancario. El objetivo de las mismas era mitigar los efectos contraproducentes que la disfuncionalidad de los mercados monetarios estaba originando en la situación de liquidez y solvencia de los bancos de la zona euro. No obstante, la fuerte contracción en el PIB junto con el funcionamiento de los estabilizadores automáticos en una economía en contracción vía medidas de estímulo fiscal, supuso que estas medidas desembocaran en un rápido aumento del déficit público y de la deuda.

En otoño de 2008 la crisis tuvo su impacto más violento en los mercados financieros, con una huida de capitales hacia activos refugio como el oro o la deuda pública. Pronto, sin embargo, la mayoría de los países miembros experimentarían un incremento en el diferencial de los tipos de interés de su deuda pública, respecto al activo refugio de referencia, atribuido a la «trasferencia de riesgo» desde el sistema financiero a los gobiernos mediante la quiebra de Lehman Bro-

thers. Este hecho se materializó como el punto de partida de un círculo vicioso y contagioso entre el riesgo bancario y el riesgo soberano.

En mayo de 2010 las tensiones en los mercados de deuda pública llegaron a ser significativas, deteriorándose las condiciones de concesión de préstamos. En vista de los sucesos acontecidos, el BCE introdujo más medidas de tipo no estándar, incluyendo el Programa de Mercado de Valores, según el cual el Eurosistema interviene en los mercados de deuda pública y privada «disfuncionales» con el propósito de garantizar la liquidez y la profundidad necesaria en los mercados y así restaurar el adecuado funcionamiento de los mecanismos transmisores de política monetaria. Además, y a diferencia de las medidas de estímulo fiscal adoptadas para afrontar la anterior crisis de 2007-2008, que llevaron a los elevados niveles actuales de deuda, los países miembros están implementando paquetes de medidas de consolidación fiscal que, a largo plazo, tendrán un efecto positivo en el crecimiento y en el empleo, pero que en el corto plazo tienen un impacto negativo, por lo que las medidas de ajuste fiscal tienen que venir acompañadas por reformas estructurales que doten de una mayor flexibilidad a las economías.

En el verano de 2011 las tensiones en los mercados de deuda pública se intensificaron una vez más, por lo que en la segunda mitad de este periodo, el BCE volvió a introducir más medidas no convencionales para asegurarse que la política monetaria seguía siendo efectiva en la economía real. En diciembre de 2011, el Consejo de Gobierno del BCE anunció medidas adicionales de inyección de liquidez al sistema bancario, concretamente dos operaciones de financiación a tres años y en julio de 2012 efectuó nuevas reducciones de tipos situándolos en el 0,75%.

Por consiguiente, la crisis financiera de los últimos años, en general, y la crisis de deuda soberana, en particular, han puesto de manifiesto hasta qué punto las políticas monetaria y fiscal lejos de reforzarse mutuamente pueden llegar a chocar y entrar en conflicto. De modo que finanzas insostenibles y elevados niveles de deuda difi-



cultan los mecanismos de transmisión de la política monetaria. Además inestabilidad financiera, que afecta muy negativamente a la economía real, genera un perverso círculo vicioso entre el riesgo soberano, el bancario y el riesgo país, deteriorando muy seriamente la confianza de los inversores.

La reciente crisis financiera ha puesto de manifiesto acusadas debilidades tanto de las políticas fiscales nacionales como de los instrumentos de gobernanza económica de la UE. En primer lugar, tanto las reglas fiscales existentes, como los instrumentos orientados a la estabilidad financiera y las políticas económicas encaminadas a efectuar reformas estructurales han resultado insuficientes. En segundo lugar, para reforzar la política fiscal nacional y la credibilidad de las reglas fiscales resulta necesario introducir un esquema de prevención, identificación y corrección de desequilibrios macroeconómicos de los países miembros. Y en tercer lugar, hacen falta instrumentos para garantizar la estabilidad financiera en el conjunto de la zona euro y un mecanismo eficaz para actuar de cortafuegos y evitar su contagio a otros mercados.

Una vez identificados estos fallos institucionales, la UE y la UEM están llevando a cabo relevantes reformas de su gobierno económico que suponen transferencias de soberanía por parte de los estados miembros. Las reformas persiguen: (i) restaurar la disciplina fiscal, con mecanismos reforzados de supervisión, sanción y condicionalidad; (ii) mejorar la transmisión de la política monetaria, a través de una supervisión prudencial del sistema financiero y el avance hacia una unión bancaria; (iii) el desarrollo de mecanismos comunitarios eficaces de estabilidad ante shocks asimétricos; y (iv) impulsar reformas estructurales para mejorar el crecimiento de la actividad y del empleo, así como mejorar la competitividad de las economías europeas y la corrección de desequilibrios macroeconómicos.

En primer lugar, se promueven iniciativas para restaurar la disciplina fiscal. En este sentido, por un lado, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento se ha reformado mediante un conjunto de

medidas legislativas que entraron en vigor en diciembre de 2011, conocidas como «six pack», con el objetivo de reforzar tanto su brazo preventivo como el correctivo. Por otro lado, en noviembre de 2011, la CE propuso dos medidas adicionales para la zona euro, conocidas como «two pack», que imponen requerimientos cualificados de información y supervisión sobre estados bajo PDE y sobre estados que estén bajo presión de los mercados o recibiendo asistencia financiera de la UE. Finalmente, en marzo de 2012, se ha firmado un nuevo Tratado que incluye el pacto fiscal «fiscal compact», que impone la introducción en la normativa a nivel nacional, preferiblemente constitucional, del llamado freno fiscal, que obliga a mantener el déficit estructural por debajo del 0,5% del PIB

Como se ha comentado anteriormente, el PEC ha sido reformado a través del «six pack», tanto su brazo correctivo como el preventivo. En su vertiente correctiva la regla de que la deuda soberana no supere el 60% del PIB cobra vigencia plena. En los casos en que la deuda supere ese umbral, los Estados deberán reducir anualmente un 1/20 el nivel excedido, de lo contrario la Comisión les abrirá un PDE. Otro punto clave del nuevo marco fiscal es el cambio en el sistema de votación. Las decisiones del Consejo relacionadas con la implantación de medidas disciplinarias para el control presupuestario se aprobarán bajo el método de votación de mayoría cualificada inversa, lo que supone que las sanciones serán aprobadas salvo que exista una mayoría cualificada en contra del criterio de la Comisión.

En el PEC reforzado: (i) se establecen objetivos a medio plazo para el saldo público estructural; (ii) se mantiene la corrección del 0,5% del PIB en un año ó 0,25% en dos años si el déficit estructural se desvía significativamente del objetivo de medio plazo. Además, para los países que superen el 60% del ratio Deuda/PIB se propone una corrección de su déficit superior al 0,5%; (iii) y se incorpora como nuevo requerimiento que el crecimiento del gasto esté en línea con el PIB potencial.

Adicionalmente, el «six pack» formaliza el denominado «Semestre Europeo», según el cual





se diseña un calendario para la revisión por parte de la Comisión y entre pares en el seno del Consejo de sus políticas fiscales, macroeconómicas y estructurales.

En cuanto a las dos regulaciones correspondientes al «two pack», complementa el brazo preventivo del PEC asegurando la correcta integración de las recomendaciones de política económica de la CE en la preparación de los presupuestos nacionales.

La culminación del nuevo marco fiscal es el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria, firmado en marzo de 2012 por todos los Estados Miembros de la UE, a excepción de Reino Unido y la República Checa. La parte fiscal del tratado («Fiscal Compact») es esencial para asegurar la disciplina fiscal, ya que encomienda a todos los países implementar las reglas de equilibrio presupuestario así como los mecanismos de corrección automáticos bajo la formulación de leyes en el ámbito nacional, preferiblemente constitucional. El Fiscal Compact incorpora los criterios revisados del PEC («six pack») así como las dos nuevas regulaciones de supervisión presupuestaria y financiera («two pack»).

En segundo lugar, la situación actual ha originado la puesta en escena de medidas de supervisión prudencial de la estabilidad financiera y en última instancia una unión bancaria.

En el Consejo de junio de 2012, los Estados miembros de la UEM decidieron abrazar la idea de crear una unión bancaria con una estructura de cuatro pilares: (i) supervisión común para 200 bancos que constituyen el 95% de los activos del sistema; (ii) una garantía de depósitos común, para evitar la fuga de depósitos; (iii) resolución, si la supervisión es común, también debe ser común y contar con un elevado grado de centralización; (iv) el establecimiento de una barrera fiscal.

En tercer lugar, la supervisión y regulación financiera está siendo complementada con fondos y mecanismos de estabilización financiera para evitar el contagio a través de los mercados, ya que el marco pre-crisis no incluía instrumen-

tos para tal finalidad. En este contexto, se establecen el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) y su sucesor, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) que juntos suman una capacidad de intervención cercana al billón de dólares.

Para evitar la fragmentación del sistema financiero europeo se plantea la necesidad del sistema común frente al nacional, al igual que para generar un marco adecuado de incentivos para que no exista colisión de intereses o incentivos perversos que puedan conllevar entre otros riesgo moral. Este proceso culminaría con la creación de una unión fiscal, con la consiguiente pérdida de la soberanía nacional.

Por último, la Unión Europea está impulsando con diversas reformas la competitividad y un crecimiento más sostenible. Para mejorar aún más la coordinación económica, también en los ámbitos de competencia nacional, todos los países de la zona euro, así como seis países no pertenecientes a la UEM, firmaron el Pacto por el Euro Plus en marzo de 2011, con el objetivo de aumentar la competitividad y el grado de convergencia de las economías nacionales.

Asimismo, es importante destacar que, a diferencia del marco pre-crisis, el nuevo marco «six pack» contempla un nuevo procedimiento para monitorizar y prevenir los desequilibrios macroeconómicos, además de los mecanismos de supervisión presupuestaria. Al igual que el PEC, consta de un brazo preventivo y otro correctivo, siendo cometido de la CE la detección de los desequilibrios y la elaboración de recomendaciones de política económica.

Las reformas estructurales en materia laboral y en los mercados de productos pueden tener un impacto positivo en el crecimiento y en la creación de empleo relativamente rápido. Además de ayudar a mitigar los efectos negativos de la consolidación fiscal a corto plazo.

Si todo este nuevo marco regulatorio es implementado de manera consistente, los inversores empezarán a recuperar la confianza y los tipos de interés de la deuda soberana se ajustarán en concordancia.



#### 4. CRÍTICAS A LAS REGLAS FISCALES

Con las reglas fiscales de nueva generación se pretende: (i) reforzar el paralelismo entre deuda pública y sostenibilidad fiscal, a través incluso de la incorporación expresa de la regla fiscal en la legislación nacional; (ii) reafirmar el mecanismo de corrección automático, incorporando ajustes al ciclo y dejando menos margen a consideraciones políticas; (iii) reforzar el cumplimiento de las normas introduciendo temprana y gradualmente sanciones financieras; (iv) definir más claramente la senda de ajuste para reducir el déficit público.

Ahora bien, como ponen de manifiesto Barnes et al. (2012), estas reglas pueden resultar demasiado estrictas y complejas, en cuanto a su diseño, de modo que su implementación puede conllevar controvertidas implicaciones.

Así, la regla consistente en el equilibrio presupuestario estructural implicará niveles de deuda extremadamente bajos en el largo plazo.

Por otro lado, en el caso de la UEM la reducción del déficit en un 0,5% del PIB cuando el ratio excede el 60% puede ser insuficiente, ya que algunos países han reducido el mismo a mayor velocidad desde el comienzo de la crisis.

Además, los ajustes cíclicos son complicados de poner en práctica, afectando al cálculo del output gap y lo que implica éste para el cálculo de las finanzas públicas. La estimación del output gap no resulta sencilla, dado que se basa en aproximaciones del PIB potencial a través de conceptos teóricos.

Por otro lado, mantener los objetivos a medio plazo podría suponer más ajustes que los considerados previamente, sobre todo en los países con niveles de deuda elevados. Por tanto, la revisión de los objetivos a medio plazo sería necesaria para asegurar políticas realistas y sensibles a los acontecimientos.

La complejidad de la nueva normativa, tanto en forma como fondo, va a dificultar el ejercicio de transparencia y desarrollo de las reglas fiscales. Si dichas normas no se encuadran dentro de sólidos fundamentos, podría mermar su credibilidad.

Las reglas fiscales sobre el déficit si bien contribuyen a la consolidación fiscal, limitan el margen de maniobra de los mecanismos estabilizadores de la política económica, por lo que se requiere de reformas estructurales para dotar de flexibilidad a la economía y paliar los efectos adversos a corto plazo que la consolidación fiscal tiene sobre el crecimiento de la actividad y del empleo, a través, fundamentalmente de la reforma del mercado laboral, confiriéndole una mayor movilidad –Bayoumi y Prasad (1996)– como mediante las reformas del mercado de productos y de servicios.

Por otro lado, la imposición de límites fiscales sobre el déficit puede llevar aparejado una elevada carga impositiva y una estructura del gasto público ineficiente para asegurar el cumplimiento de la regla fiscal. Por consiguiente, a la hora de imponer reglas fiscales sobre el déficit y la deuda pública sería deseable acompañar los límites fiscales con guías de actuación sobre el gasto público, de modo que la consolidación fiscal se efectuase de la forma más eficiente posible, tanto por el lado de los ingresos impositivos como afectando de la menor forma posible el gasto más productivo, Masson (1996) y Erceg y Lindé (2012).

Las reglas fiscales pueden ayudar a anclar las expectativas a medio plazo, si bien han mostrado sus límites haciendo frente a los shocks extremos.

Las restricciones numéricas del gasto son más restrictivas que otras, especialmente combinadas con límites en el déficit o deuda pública. Sin embargo, las que contemplan un margen de tiempo flexible para el ajuste proporcionan la capacidad de proveer apoyo contra-cíclico.

#### 5. CONCLUSIONES Y PROPUESTAS

En el caso de la zona euro, la implementación de una política monetaria única y diferentes políticas fiscales conlleva implícito un elevado grado de coordinación de las políticas económicas nacionales así como el establecimiento de instituciones y mecanismos supranacionales que aseguren que la coordinación sea efectiva y eficaz,

–Foremny y von Hagen (2012)– como los consejos fiscales, los cuales pueden jugar un papel importante a la hora de reforzar la credibilidad de las finanzas públicas y de las reglas fiscales.

El problema general de las reglas fiscales está asociado a un problema de credibilidad institucional en cuanto a su cumplimiento. En este sentido, tan importante resulta las reglas como el tejido social que las sustenta.

La Unión Europea tiene un objetivo declarado conocido, una unión cada vez más estrecha, pero su diseño ha resultado manifiestamente incompleto. Mientras que la política monetaria se preocupa exclusivamente de mantener anclada la inflación y del valor de la moneda única, correspondía a las políticas fiscales nacionales asumir la función estabilizadora, a la hora de amortiguar shocks regionales, y redistributiva vía impuestos y transferencias, –Bayoumi y Masson (1995)–, así como el cumplimiento de los límites fiscales, dejando a los mercados financieros la función última de disciplinar la política fiscal.

Sin embargo, ni los mercados disciplinaron a los tesoros nacionales; ni las prohibiciones explícitas, llegada la hora de la verdad, evitaron los rescates para los Estados en apuros, y ante un shock asimétrico las autoridades nacionales no tuvieron suficiente crédito para estabilizar la situación y ser percibidos como sostenibles. Todo esto terminó por cuestionar la irrevocabilidad de la unión monetaria. Esta situación se ha visto complicada por una crisis bancaria y financiera que ha puesto de manifiesto que las interrelaciones entre sistemas bancarios nacionales hacen inviable un mercado bancario europeo sin una supervisión común.

Los pasos dados hasta ahora en la UE para mejorar el diseño de la UEM son pasos en la dirección correcta pero muy orientados hacia la colaboración entre Estados miembros como evidencia que en el preámbulo del Tratado Fiscal Compact se hable de una «coordinación cada vez más estrecha» en lugar de una «unión cada vez más estrecha» que es la fórmula utilizada en el Tratado original de la CEE. Estos cambios de términos y de redacción, son indicativos de las resis-

tencias a una visión más «comunitaria». Es una aproximación a los problemas excesivamente «confederal» y esto no será suficiente en el largo plazo. En mi opinión, se necesita una aproximación federal, que cree un brazo ejecutivo central con la capacidad de imponer impuestos y asumir una función de estabilizador ante shocks. En aquellas regiones que necesiten más tiempo para recuperar el crecimiento económico y el empleo, después de un shock imprevisible, la actuación de la autoridad central impedirá que la situación fiscal del estado nacional se convierta en insostenible.

Es cierto que la precondition para que una autoridad central pueda distribuir recursos de unos países a otros es que se limite la posibilidad de que los Estados nacionales garanticen niveles de protección social más altos en unos que en otros, o que en algunos países los mercados laborales sean más rígidos que en otros. En este sentido, como señalan Goodhart y Smith (1993), ante las rigideces de los mercados laborales nacionales la provisión de un mecanismo estabilizador federal constituye una eficiente herramienta contra-cíclica. Sin esta igualación de políticas sociales («leveling the playing field») será imposible conseguir el respaldo de países que actualmente perciben diferencias injustas.

Bajo estas premisas, debería ser posible que la autoridad central asumiera parcial o totalmente la deuda de los Estados nacionales, de manera similar a lo que ocurrió en EE.UU. en julio de 1790, cuando bajo el primer secretario del tesoro, Alexander Hamilton, se asumió la deuda de los estados de la unión.

La declaración del Presidente del Consejo Europeo, Van Rompuy, del 26 de junio de 2012 incorpora alguna de estas ideas. Sin embargo es de temer que se imponga una perspectiva confederal y que los Estados traten de minimizar la presencia de una autoridad central única con capacidad de decisión fiscal propia. Reconociendo que Van Rompuy ha ido más allá de lo que muchos esperaban, ya que su propuesta contempla la emisión de deuda conjunta y la creación de un tesoro común, todavía falta una decidida



apuesta por una visión claramente federal. La UE está dirigida excesivamente por su todopoderoso Senado, llamado Consejo, y por dos senadores en particular: Alemania y Francia.

Es posible que no sea el momento de plantearlo pero no parece que se pueda dar una salida a la actual crisis sin un mayor impulso federalista.

## BIBLIOGRAFÍA

- Barnes S., D. Davidsson and Ł. Rawdanowicz (2012), Europe's New Fiscal Rules, OECD Economics Department Working Papers, N.º 972, OECD Publishing, <http://dx.doi.org/10.1787/5k9777md976b-en>.
- Bayoumi T. and P. R. Masson (1995), «Fiscal Flows in the United States and Canada: Lessons for Monetary Union in Europe». *European Economic Review*, 39, 253-274.
- Bayoumi T. and E. Prasad (1996), Currency Unions, Economic Fluctuations, and Adjustment: Some New Empirical Evidence, IMF staff paper, (Washington, DC: International Monetary Fund).
- Erceg C. and J. Lindé (2012), Fiscal Consolidation in a Currency Union: Spending Cuts vs. Tax Hikes, CEPR Discussion Paper 9155.
- Foremny D. and J. von Hagen (2012), Fiscal Federalism in Times of Crisis, CEPR Discussion Paper 9154.
- Goodhart C. A. E. and S. Smith (1993), Stabilization, *European Economy: The Economics of Community Public Finance*, Reports and Studies, 5, 417-455.
- Kopits, G. and S. Symansky (1998), Fiscal Rules, IMF Occasional Paper 162.
- Kumar M., E. Baldacci, A. Schaechter, A., C. Caceres, D. Kim, X. Debrun, J. Escolano, J. Jonas, P. Karam, I. Yakadina, and R. Zymek (2009), Fiscal Rules-Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances, IMF staff paper, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/121609.pdf> (Washington, DC: International Monetary Fund).
- Masson P. R. (1996), Fiscal Dimensions of EMU, *Economic Journal*, 106.
- Monetary and Fiscal Policy Interactions in a Monetary Union (2012), *ECB Monthly Bulletin*, July 2012, 51-64.
- Pisani-Ferry J. and G. B. Wolff (2012), Fiscal implications of a banking union, Bruegel.
- Schaechter A., T. Kinda, N. Budina and A. Weber (2012), Fiscal Rules in Response to the Crisis-Toward the «Next-Generation» Rules. A New Dataset, IMF staff paper, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12187.pdf> (Washington, DC: International Monetary Fund).
- Six-pack? Two-pack? Fiscal compact? A short guide to the new EU fiscal governance, European Commission, Economic and Financial Affairs, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/articles/governance/2012-03-14\\_six\\_pack\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/governance/2012-03-14_six_pack_en.htm)
- Van Rompuy Statement EUCO120/12 Towards a Genuine Economic Monetary Union. Brussels, 26 de junio de 2012.