

Documento de trabajo 4/2021

26 de marzo de 2021



Elementos de discusión para una reforma de la gobernanza de la Unión Económica y Monetaria

Carlos Martínez Mongay con la colaboración de Enrique Feás, Miguel Otero Iglesias y Federico Steinberg



Elementos de discusión para una reforma de la gobernanza de la Unión Económica y Monetaria

Carlos Martínez Mongay | Economista

Enrique Feás | Investigador principal del Real Instituto Elcano | @EnriqueFeas 

Miguel Otero Iglesias | Investigador principal del Real Instituto Elcano | @miotei 

Federico Steinberg | Investigador principal del Real Instituto Elcano | @Steinbergf 

Índice

Resumen.....	3
Elementos de discusión para una reforma de la gobernanza de la Unión Económica y Monetaria.....	3
(1) Un <i>shock</i> global, pero asimétrico.....	4
(2) La reacción de la UE y el <i>Next Generation EU</i>	5
(3) Cómo profundizar en la Unión Económica y Monetaria.....	8
(3.1) Profundizar en el mercado único.....	9
(3.2) Completar la Unión Bancaria y la Unión de Mercados de Capitales.....	9
(3.3) Unión Fiscal: reglas versus autoridad.....	11
(3.4) Las reglas fiscales y sus propuestas de reforma.....	11
(3.5) La creación de una Capacidad Fiscal Central.....	18
(3.6) La función del MEDE.....	20
(3.7) El Semestre Europeo.....	21
(3.8) Marco institucional: el Eurogrupo.....	22
(4) Avanzar en la Unión Política.....	23

Resumen

La adopción del *Next Generation EU* (NGEU) podría representar un cambio sustancial en el proceso de integración europea, y en especial en la reforma de la Unión Económica y Monetaria (UEM), incluyendo las uniones financiera, fiscal y política. El NGEU forma parte de la respuesta de la UE al COVID-19, un *shock* no económico y global, cuyos efectos económicos son asimétricos. Mientras que algunos Estados miembros, como Alemania, podrían recuperar los niveles de actividad pre-COVID en 2021, otros no lo harían hasta entrado 2023. En algunos países, los niveles de deuda pública han llegado a máximos históricos, los déficits se han situado muy por encima del 3% del PIB y las cuentas públicas están estructuralmente muy desequilibradas. En estas condiciones, el cumplimiento estricto de las obligaciones impuestas por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) llevaría a una contracción económica profunda y prolongada en la Unión. No es de extrañar, pues, que el debate en la UE se centre especialmente en la reforma de las reglas fiscales. Sin embargo, los diferentes elementos de la gobernanza de la UEM están íntimamente relacionados y toda propuesta de reforma parcial debería enmarcarse en un proyecto global de reforma de la UEM. El presente documento plantea una serie de cuestiones para el debate sobre la reforma de la UEM, incluyendo la Unión Bancaria, la Unión de los Mercados de Capitales, el Semestre Europeo y la Unión Política. El objetivo es estimular la reflexión de expertos españoles a fin de preparar propuestas consensuadas para la reforma de la gobernanza económica de la Unión, en especial el PEC.

Elementos de discusión para una reforma de la gobernanza de la Unión Económica y Monetaria.

Las medidas económicas –fiscales, monetarias y regulatorias– adoptadas en la UE para mitigar los efectos del COVID-19 podrían representar un cambio de momento, cuando no de paradigma, en el proceso de integración europea.

El presente documento de trabajo pretende plantear una serie de cuestiones para orientar la reflexión de un grupo de expertos españoles a fin de preparar propuestas consensuadas para el diseño de la gobernanza económica de la Unión Económica y Monetaria (UEM) post-COVID-19. Los elementos que se consideran en este trabajo para identificar una serie muy abierta de temas para el debate se enmarcan, por un lado, en la naturaleza de esta crisis y en cómo interactúa con aspectos estructurales de las economías de los Estados miembros y, por otro, en la respuesta económica, política e institucional de la Unión, en particular, pero no sólo, el llamado *Next Generation EU* (NGEU). El tipo de propuestas que podrían hacerse depende de forma fundamental de hasta qué punto esta respuesta representa un cambio profundo en el consenso sobre el futuro de la Unión (el así llamado “momento Hamiltoniano”), que podría llevar a un salto cualitativo en el proceso de integración europea –una transformación significativa de la arquitectura institucional de la Unión–, o tan sólo representa un cambio puntual en el momento político de la UE, que permitiría al menos salvar algunos de los escollos existentes para un mejor funcionamiento de la arquitectura actual pero que se plasmará en pequeños cambios graduales hacia una mayor y mejor integración.

(1) Un *shock* global, pero asimétrico

El *shock* provocado por el COVID-19 es exógeno y no económico. No es el efecto de la acumulación de desequilibrios económicos, fiscales o financieros. Tampoco surge debido a deficiencias de los marcos regulatorios o a su defectuosa aplicación. En este caso, a diferencia de lo que ocurrió en la crisis de deuda de 2011, el *shock* no ha sido causado por errores de política económica.

En primer lugar, el *shock* económico es global: todas las grandes economías, excepto China, han sufrido profundas recesiones.

En segundo lugar, en comparación con los registros existentes después de la Segunda Guerra Mundial, esta recesión es de proporciones históricas.

Pero, en tercer lugar, si bien es global, la crisis es asimétrica. Aunque con diferencias cuantitativas más o menos importantes, la mayoría de los analistas coinciden en que EEUU y la economía global recobrarían los niveles de actividad pre-COVID hacia la mitad de este año, seguidos por el comercio mundial y por Japón.¹ La eurozona y el Reino Unido lo harían hacia finales del año que viene o ya entrado 2023. En el caso de la eurozona las diferencias entre sus miembros son también muy importantes.² Mientras que Alemania saldría de la recesión en 2021, y los Países Bajos y Francia lo harían hacia la mitad de 2022, la recuperación de los niveles de actividad pre-COVID-19 en España e Italia no tendría lugar hasta 2023. Por otro lado, algunos países de tamaño medio y pequeño de la eurozona, que incluiría los países bálticos y Finlandia, y, en menor medida, Austria y Bélgica, están sufriendo una recesión menos profunda que los periféricos de tamaño comparable como, por ejemplo, Portugal o Grecia por su mayor exposición al turismo.

En cuarto y último lugar, las razones de estas asimetrías parecen residir tanto en las diferencias en las estructuras productivas de los países –que hacen que las restricciones a la movilidad afecten de forma desigual– como en una serie de factores de corto y largo plazo. Así, por un lado, aunque común no sólo a la eurozona sino a la economía global, los efectos de histéresis (persistencia en el tiempo de los daños coyunturales sobre la producción y el empleo) podrían ser más elevados en unos países que en otros. El alto grado de incertidumbre sobre la evolución y los efectos de la pandemia podrían lastrar la inversión y las expectativas negativas sobre el empleo podrían aumentar el ahorro por motivo de precaución y ralentizar la recuperación del consumo, lo que llevaría a un círculo pernicioso de baja demanda, bajo crecimiento y expectativas negativas que acabaría por deteriorar el crecimiento potencial.

Los efectos de histéresis se darán con mayor probabilidad en países que arrastren problemas estructurales. Ejemplos hay muchos, pero la baja productividad podría ser uno evidente, como es el caso de Italia y España, entre otros. En el caso español cabría

¹ Véase IMF (2021), World Economic Outlook Update, enero. Según la OCDE (véase OECD Economic Outlook, Interim Report, de marzo 2021) estas previsiones, especialmente para EEUU podrían mejorarse ya en 2021 gracias al paquete de estímulos de 1,9 billones de dólares aprobado por la Administración Biden.

² Véase European Commission (2021a), “European Economic Forecasts: Winter 2021 (Interim)”, European Economy, Institutional Paper 144, febrero.

añadir también el funcionamiento del mercado de trabajo, que genera niveles de paro desconocidos en economías avanzadas.³

Otra vulnerabilidad de algunas economías de la eurozona reside en las finanzas públicas. Después de cinco años de expansión sostenida, entre 2014 y 2019, no se habría conseguido corregir significativamente los diferenciales estructurales entre gastos e ingresos y el *gap* no habría hecho sino aumentar con el COVID-19. Nuevamente, Italia y España serían ejemplos paradigmáticos de esta falta de disciplina fiscal. Sin embargo, los desequilibrios fiscales son casi inexistentes en otros miembros de la eurozona, la mayoría de ellos son coincidentes con la mayoría de los países ya mencionados, que están sufriendo una crisis menos profunda y prolongada. En suma, tanto los efectos económicos del COVID como sus implicaciones para las finanzas públicas podrían exacerbar los riesgos de fragmentación en la eurozona.

(2) La reacción de la UE y el *Next Generation EU*

Aunque con algunas reticencias bien conocidas, por el momento, tales riesgos de fragmentación han dado lugar a una narrativa de la crisis en Europa diferente de la que prevaleció durante las sucesivas crisis financiera en 2009 y de deuda en 2011. En primer lugar, las cuestiones de azar moral que desencadenaron la crisis de deuda en la eurozona, no se plantean ahora. El *shock* no es de origen económico y no hay ni buenos ni malos alumnos. En segundo lugar, la política monetaria no basta para salir de la crisis, la política fiscal debe tomar el relevo. En tercer lugar, en lo referente a la política fiscal, la coordinación horizontal no sería suficiente. Este tipo de coordinación tuvo lugar en 2009 cuando desde la Comisión se promovió una expansión fiscal del 1.5% del PIB.⁴ La expansión se financió entonces con los medios disponibles en cada Estado miembro. En la situación actual, dada la profundidad de la recesión y sus efectos presupuestarios, hace falta una coordinación vertical, es decir, una capacidad fiscal común de la UE. Finalmente, la interacción entre los efectos asimétricos de la crisis, las posibles histéresis y las vulnerabilidades económicas han dejado claro que la salida de la crisis requerirá algo más que medios financieros. Es necesario un paquete coherente de medidas monetarias, fiscales y estructurales que cierre el *gap* de actividad respecto de los niveles pre-COVID, repare el estado de las finanzas públicas, evite la fragmentación financiera y aborde las vulnerabilidades estructurales de los Estados miembros.

Esta es la narrativa que parece subyacer en la respuesta dada por la Unión en su conjunto desde el primer momento. En primer lugar, ya el 19 de marzo de 2020, la Comisión eliminó las principales barreras regulatorias que podrían restringir el soporte a las economías por parte de las autoridades nacionales. En particular, simplificó y flexibilizó al máximo el régimen de ayudas de Estado y propuso la activación de la cláusula de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), que fue respaldada por el Consejo. Por su parte el BCE lanzó, entre otras medidas, un nuevo programa de compra de deuda soberana en el mercado secundario –el *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP)– que tras sucesivas ampliaciones ha alcanzado los 1,85

³ Véase, entre otros muchos, ORFIN (2021), “Previsiones económicas 1er trimestre 2021”, Informe Mensual.

⁴ Véase European Commission (2008), A European Economic Recovery Plan, COM (2008) 800.

billones de euros, a los que cabría añadir los 120.000 millones restantes del ya existente *Asset Purchase Programme* (APP). El MEDE puso a disposición de los Estados de la eurozona líneas de crédito –*Pandemic Crisis Support* (PCS)– de hasta el 2% del PIB en condiciones ventajosas y sin condicionalidad macroeconómica para financiar gastos sanitarios directos e indirectos. El Consejo aprobó un instrumento anticíclico, el SURE (*Instrument for Temporary Support to Mitigate Unemployment Risks in an Emergency*), por un montante de hasta 100.000 millones de euros para financiar programas de desempleo temporal, como los ERTes o los ceses de actividad en España, financiado con deuda comunitaria. El BEI puso a disposición de las pymes europeas líneas de crédito de hasta 200.000 millones de euros y la Comisión flexibilizó el uso de los remanentes no gastados del presupuesto comunitario, lo que representó otros 70.000 millones adicionales. Finalmente, en conjunto, sin contar con los efectos de los estabilizadores automáticos, a los que se permitió operar plenamente, los Estados miembros adoptaron medidas expansivas discrecionales de algo más de medio billón de euros –alrededor del 4,2% del PIB agregado de la UE– y aprobaron líneas de liquidez y otras ayudas para las empresas por más de 2,5 billones.⁵

La adopción por parte del Consejo del llamado *Next Generation EU* (NGEU), un paquete de ayudas de hasta 750.000 millones, financiados por deuda emitida por la Comisión, de los cuales 390.000 consisten en transferencias directas, constituye un cambio radical en la forma de abordar la crisis económica en la Unión. Por un lado, la deuda que el NGEU genera es deuda mutualizada, lo que representa la caída de un tabú que parecía hasta ahora imbatible. Por otro lado, más del 50% de esa deuda se distribuye en forma de transferencias en función de la población, el PIB *per cápita*, el nivel de paro y la profundidad de la recesión, lo que cumple con algunos de los requisitos que debería reunir una capacidad fiscal central. Finalmente, potencia y promueve las reformas estructurales, pues tales transferencias están condicionadas a llevar a cabo las reformas estructurales prioritarias en cada país. En este sentido, el NGEU es consistente con el relato de la crisis anteriormente formulado, mientras que promueve la transformación de las economías de la eurozona apoyando la transición ecológica y digital.⁶

Estas características del NGEU, en especial la mutualización de la deuda emitida y sus posibles funciones como capacidad fiscal de la Unión, han llevado a algunos a apreciar un cambio radical de paradigma en la construcción europea,⁷ lo que ha reavivado el debate sobre la reforma de la gobernanza de la UEM.

Algunos han llegado a ver una especie de “momento Hamiltoniano” de la UE. Aunque el NGEU es puntual, se considera que una vez caído el tabú de la deuda mutualizada,

⁵ Para un análisis detallado sobre la respuesta de los Estados miembros de la UE al COVID-19 véase European Commission (2021b), “Report on Public Finances in EMU, 2020”, European Economy, Institutional Paper 147, febrero.

⁶ Además del ya referenciado European Commission (2021b), véase European Council (2020), Special meeting of the European Council (17, 18, 19, 20 and 21 July 2020) – conclusions, EUCO 10/20, 21/VII/2020; European Commission (2020), Annual Sustainable Growth Strategy 2021, COM(2020), 171X/2020; y Enrique Feás y Federico Steinberg (2021), “Las cifras para España del Plan de Recuperación Europeo”, ARI nº 25/2021, Real Instituto Elcano.

⁷ Véase, como ejemplo más reciente, la aportación de Lucas Guttenberg, Johannes Hemker y Sander Tordoir (2021), “Everything will be different: how the pandemic is changing EU economic governance”, Policy Brief, Hertie School.

otras emisiones de deuda comunitaria o la compra de la parte de la deuda existente podrían seguir. El NGEU podría ser considerado como la expresión de un cambio fundamental en las actitudes respecto de una posible aceleración decisiva del proceso de integración.

Para otros, el NGEU no sería más que el exponente de un momento político favorable para romper con las dinámicas divisorias que han prevalecido en la última década entre acreedores y deudores y abrir el camino a reformas parciales pero muy necesarias en la UEM. Otros, en fin, verían prematuro extraer conclusiones sobre las implicaciones del NGEU en el proceso de integración en la UE.

Sin embargo, se podría argumentar que los factores objetivos que tradicionalmente subyacen en la división entre acreedores y deudores⁸ siguen ahí y posiblemente se hayan exacerbado con la crisis del COVID-19. Al fin y al cabo, los llamados deudores son los que están sufriendo recesiones más profundas, mientras que los acreedores tradicionales estarían recuperando más rápidamente los niveles pre-COVID. Esta fragmentación también se aplica a las finanzas públicas. Los deudores, que entraron en la crisis con altos niveles de deuda pública, han visto sus niveles de deuda alcanzar niveles históricos. Por el contrario, en el grupo de los acreedores los niveles de deuda han aumentado también, pero siguen en niveles relativamente bajos.

En otros términos, mientras que el NGEU puede ejercer de palanca para la reforma, los intereses tan diversos, casi contradictorios, entre acreedores/frugales y deudores/pródigos podrían mantener –cuando no ampliar– la división y bloquear todo intento de reforma en tiempos normales. Futuros avances en el proceso de reforma sólo vendrían de la mano de otra crisis.

Se podría tener en cuenta que la crisis del COVID-19 ha introducido nuevos elementos que podrían difuminar esa división entre deudores y acreedores. Alemania, paradigma del acreedor en la crisis financiera, ha mostrado una indudable posición solidaria con los deudores en esta crisis. Sin embargo, no debería olvidarse que Francia ha tratado de romper la división acreedores-deudores con acuerdos bilaterales con Alemania, pero el éxito del renacer del eje francoalemán ha sido escaso. Cada vez que esos acuerdos han llegado al Eurogrupo en su formación inclusiva han sido sistemáticamente rechazados por los frugales y los *pre-in*. Por otro lado, el reciente nombramiento de Mario Draghi como presidente del Consejo de Ministros italiano, dado su prestigio, podría inducir una nueva dinámica en el Consejo Europeo/*Euro Summit*.

¿Hasta qué punto la actitud y empeño de Alemania en la aprobación del NGEU podría indicar un cambio permanente de su posición? ¿Cómo podrían influir las elecciones alemanas de septiembre de 2021 en la posición alemana? ¿Se podría pensar en una confluencia de intereses francoitaliana, simultánea al reforzamiento del eje francoalemán, bajo la Presidencia Francesa? ¿Qué papel debería desempeñar España?

⁸ O entre frugales y pródigos, o entre los partidarios de compartir riesgos y los partidarios de reducirlos – estos subgrupos de Estados miembros son prácticamente intercambiables–.

En general, el grupo de los deudores ha sido claro a la hora de especificar sus propuestas para compartir riesgos, pero ha sido mucho menos claro a la hora de establecer compromisos inequívocos para reducir riesgos. Análogamente, los acreedores han mantenido el principio de la reducción de riesgos, pero casi siempre de forma relativamente ambigua; se han mostrado en general remisos a la hora de establecer los umbrales que demarcarían una reducción de riesgos aceptable para abrir el camino a las reformas.

¿Qué compromisos habría que ofrecer para reducir riesgos o, de forma equivalente, qué condiciones deberían establecerse para compartirlos? ¿Cómo romper con la desconfianza existente por parte de los acreedores y con la falta de credibilidad de los deudores?

Ésta podría ser la ocasión para que los partidarios de las reformas en profundidad del UEM demostraran que son capaces de utilizar el NGEU de forma eficiente con el fin de alcanzar los objetivos para los que ha sido diseñado. El NGEU surgió de una discusión política larga y difícil y todas las partes deberían honrar sus compromisos. Si el NGEU no se invierte bien se habrá dado munición a aquellos que creen que todavía no se dan las condiciones para una compartición de riesgos significativa. Estos incluyen los bien conocidos países frugales, pero podría retrotraer a Alemania tras las elecciones a sus posiciones pre-COVID y podría alejar Francia de una posible alianza estratégica con Italia y España.

¿Qué contrato habría que diseñar en la UE para superar esta situación? Desde el punto de vista tanto de los acreedores como del interés de los principales beneficiarios, una utilización adecuada del NGEU podría exigir adicionalidad –no invertirlos en proyectos que se iban a implementar en todo caso–, exhaustividad –invertirlos íntegramente sin desprestigiar los préstamos–, capacidad administrativa –invertirlos en proyectos de elevado rendimiento económico y social–, equilibrio financiero –no emplearlos en aumentos de gasto corriente y/o reducción de impuestos permanentes– y espíritu reformador –invertirlos enmarcados en un paquete de pocas pero grandes reformas prioritarias, que necesariamente serían diferentes en cada país atendiendo a los cuellos de botella que impiden un mayor crecimiento de la productividad–.

¿Podrían considerarse las condiciones de adicionalidad, exhaustividad, capacidad administrativa, equilibrio financiero y espíritu reformador –entre otras– como necesarias, aunque probablemente no suficientes, para allanar el camino hacia la reforma de la gobernanza en la UEM?

(3) Cómo profundizar en la Unión Económica y Monetaria

Es en este contexto económico y geopolítico en el que se podría enmarcar la discusión de alternativas para la profundización de la integración económica en la Unión. Las propuestas podrían abarcar desde la Unión Bancaria (UB) a la Unión Fiscal (UF), pasando por el avance hacia la Unión de los Mercados de Capitales –UMC–, sin olvidar la Unión Política (UP). Ni que decir tiene que una parte muy importante de la discusión

debería centrarse en la reforma de las reglas fiscales –los brazos preventivo y correctivo del PEC– y en los procesos de coordinación de la política económica en la Unión, es decir, el Semestre Europeo, incluyendo el Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos –MIP en sus siglas en inglés–.

Aunque por razones operativas las discusiones deberían adoptar enfoques temáticos, habría que tener presente que las propuestas deberían ser transversalmente (entre los diferentes bloques de la UEM) coherentes. También habría que tener presente que las propuestas podrían tener grados de ambición diferentes, por lo que reformas parciales deberían plantearse de forma que fuesen consistentes con una visión de largo alcance de la reforma de la UEM.

(3.1) Profundizar en el mercado único

El proceso de integración monetaria coincidió con un fuerte desarrollo de las cadenas de valor globales que llevó al mismo tiempo a una diversificación productiva y a una cierta sincronización de los ciclos económicos (mayor a lo largo de la cadena de valor que en el comercio de bienes finales).⁹ Sin embargo, aunque los ciclos económicos en la eurozona estén más sincronizados, se observa que su amplitud ha divergido, al menos desde la crisis.¹⁰

Por ello, resulta imprescindible seguir profundizando en el mercado único de bienes y servicios. Sin embargo, el cuestionamiento de la política de competencia en relación con el debate sobre la autonomía estratégica y los “campeones europeos”, así como las fuertes divergencias en ayudas de Estado derivadas de la pandemia, amenaza con introducir distorsiones en el mercado único que favorecerían la perpetuación de divergencias reales, la concentración empresarial, y el riesgo asociado a *shocks* asimétricos en la eurozona.

¿Se pueden tener “campeones europeos” sin aumentar las asimetrías en la Unión? ¿Tiene España que asociarse principalmente con Alemania y Francia, los dos motores de una mayor autonomía estratégica, o buscar alianzas alternativas con los Países Bajos, los Nórdicos y quizá Polonia? ¿Pueden España e Italia cooperar para tener una posición común? ¿Cómo afectará una mayor apuesta por la autonomía estratégica a las relaciones transatlánticas?

(3.2) Completar la Unión Bancaria y la Unión de Mercados de Capitales

Completar la UB y acelerar la UMC facilitaría la distribución de los riesgos financieros en la Unión y reduciría los riesgos de fragmentación financiera. Unos servicios y entidades bancarias paneuropeos, que funcionen sin barreras geográficas ni

⁹ Campos et al. (2017) encuentran en un metaestudio que la pertenencia a la unión monetaria explica al menos la mitad del aumento general de la correlación del ciclo económico entre los países de la zona del euro desde 1999. V. Campos et al. (2017), “Business cycle synchronisation in a Currency Union: taking stock of the evidence”, Bank of Finland Research Discussion Paper nº 28/2017.

¹⁰ V. Franks et al. (2018). “Economic convergence in the Euro Area: coming together or drifting apart?”, IMF Working Paper nº 18/10, International Monetary Fund.

regulatorias, romperían el nexo banco-soberano y serían más resistentes ante shocks asimétricos. A su vez, podrían mantener el canal de crédito operativo si la economía de alguno de sus mercados sufriera un *shock*, gracias a la diversificación geográfica de sus modelos de negocio.

Además, la UB y la UMC presentan numerosas sinergias. El desarrollo de los mercados de capitales requiere un mercado común del ahorro y una curva de rendimientos de referencia, mientras que unos mercados de capitales líquidos, funcionales y profundos fortalecerían el sistema bancario y el tejido empresarial europeos y reforzarían el papel internacional del euro.

Los riesgos directos que supone la pandemia para las empresas no financieras y sus implicaciones para el sistema bancario han actuado como catalizadores para aprobar, tras dos años de discusiones, el *backstop* del Fondo de Resolución Bancaria (FRB) y para que el Consejo decidiera acelerar los trabajos para la adopción del Sistema de Garantía de Depósitos europeo (EDIS en sus siglas en inglés).

¿Cuáles deben ser las condiciones para una rápida adopción de un Sistema de Garantía de Depósitos europeo (EDIS)? ¿Cómo se puede mejorar el marco de gestión de crisis, incluida la legislación de insolvencia bancaria? ¿Tiene sentido una posible ampliación del alcance del marco común de supervisión?

La revisión del tratamiento normativo de las exposiciones soberanas (RTSE en sus siglas en inglés) suele vincularse con el progreso hacia el EDIS, pues es considerado como un elemento clave para abordar el nexo banco-soberano. A su vez, se considera un requisito necesario para la introducción de un activo seguro común. Sin embargo, el RTSE no está exento de polémica, especialmente en los países más endeudados y que más necesitan de la financiación de su deuda soberana por parte de los bancos 'nacionales'.

¿Qué conjunto de reformas sería necesario para los países más endeudados aceptasen modificaciones sustanciales del tratamiento normativo de las exposiciones soberanas (RTSE)?

Aunque subproducto de la financiación del NGEU y el SURE, el volumen de deuda de primera calidad, de hasta 850.000 millones de euros, podría constituir el embrión de un activo seguro en la eurozona y, como se discute más adelante, la constitución de una Capacidad Fiscal Central (CFC) podría aumentar de forma significativa el volumen de deuda en circulación. La acogida en los mercados de las primeras emisiones del SURE, que ascienden a 90.300 millones de euros, revelan un apetito inequívoco de este tipo de deuda por parte de los inversores.

Si bien parece haber un cierto consenso sobre la necesidad de un activo seguro para la eurozona,

¿Qué ventajas concretas proporcionaría un activo seguro en la eurozona? ¿Hasta qué punto tal activo seguro existiría ya y lo constituiría la deuda de los “triple A”?
¿Podría un activo seguro servir como instrumento adicional para la política monetaria, vía la curva de rendimiento (*yield curve*)?

El progreso hacia la UMC diversificaría las fuentes de financiación a empresas y hogares y facilitaría el acceso a vehículos de inversión más eficientes, incluyendo las posiciones transfronterizas de renta tanto variable como fija.

Sin embargo, el proceso para completar la UMC no estaría exento de polémica.

¿Qué normas comunes de supervisión y comercialización podría requerir la Unión del Mercado de Capitales? ¿Cómo avanzar en la armonización de los marcos de insolvencia nacionales? ¿Es necesario reformar la legislación impositiva y de derechos de propiedad?

(3.3) Unión Fiscal: reglas versus autoridad

La Unión Fiscal (UF) es el proceso de integración que implica elementos más polémicos desde el punto de vista político y más complejos desde el punto de vista técnico. También el grado de ambición condiciona la discusión, desde aquellos que consideran que en la situación actual no habría que introducir modificación legislativa alguna, tan sólo ver la forma de reinterpretar las reglas fiscales actuales, hasta aquellos que concluyen que toda discusión sobre la reglas fiscales conduce indefectiblemente al dilema reglas versus autoridad, y que lo que resuelve el dilema es la constitución de un Tesoro con un Ministro de Finanzas de la Unión y con la legitimidad democrática del Parlamento Europeo y/o los parlamentos nacionales. Entre estos extremos, hay muchas cuestiones parciales que se pueden discutir sin perder de vista el objetivo final, sea cual sea. Estas incluirían, la revisión de las reglas fiscales, que se antoja imprescindible dada la dificultad política de volver a aplicar el marco existente con los niveles de deuda que tendrán los países al salir de la crisis, o la constitución de una capacidad fiscal central.

(3.4) Las reglas fiscales y sus propuestas de reforma

En este momento la cláusula general de escape prevista en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento¹¹ está activada.¹² La cláusula permite que los Estados miembros se desvíen de la senda de ajuste hacia el objetivo presupuestario a medio plazo (*medium-*

¹¹ Tanto una lista exhaustiva de la legislación que gobierna el PEC como una detallada explicación de cómo la Comisión Europea implementa el PEC pueden encontrarse en European Commission (2019), “Vade Mecum on the Stability & Growth Pact, 2019 Edition”, European Economy, Institutional Paper 101, abril.

¹² Véase European Commission (2020), “On the activation of the general escape clause of the Stability and Growth Pact”, COM (2020) 123.

term objective o MTO)¹³ establecida en las recomendaciones realizadas anualmente a cada país por el Consejo en mayo en el marco del Semestre Europeo.¹⁴ La cláusula de escape permite también que los estabilizadores automáticos operen plenamente y que las autoridades adopten medidas discrecionales para soportar la actividad económica sin incumplir las obligaciones del brazo preventivo del Pacto. En su comunicación al Consejo del 3 de marzo de 2021,¹⁵ la Comisión ha propuesto que la cláusula se desactive cuando el nivel de actividad de la UE o de la eurozona recupere los niveles pre-COVID-19, lo que, según sus previsiones de invierno no ocurrirá antes de 2023. Además, reconociendo el carácter asimétrico de la recuperación, la Comisión considera que, una vez desactivada la cláusula de escape, las actuales reglas fiscales deberían aplicarse con toda la flexibilidad posible a los Estados miembros que no hayan recuperado todavía los niveles de actividad pre-COVID-19.

Sin embargo, la cláusula no exonera de la obligación de evitar los déficit excesivos. De hecho, la Comisión tendrá que evaluar los programas de estabilidad y convergencia y, en base a los datos presupuestarios definitivos validados por Eurostat para 2020, adoptar los correspondientes informes 126(3)¹⁶ en mayo de 2021. En la comunicación ya referenciada, la Comisión ha aclarado que llevará a cabo tal evaluación teniendo en cuenta la elevada incertidumbre, la respuesta fiscal acordada en el seno de la Unión y las recomendaciones específicas para cada país adoptadas por el Consejo para este año 2021.

La reacción de los Estados miembros para paliar los efectos de la crisis ha llevado los niveles de deuda pública a máximos históricos, muy alejados del umbral del 60% y sin perspectivas claras de una reducción de la misma a un ritmo satisfactorio. Análogamente, los déficit, tanto nominales como estructurales, se han disparado, así que la mayoría de los países no sólo registran déficit por encima del 3% de su PIB, sino que los balances estructurales están muy alejados de sus respectivos objetivos a medio plazo (MTO). En estas condiciones, el cumplimiento estricto de la obligación del Tratado de corregir los déficits excesivos –criterios de déficit y deuda– y la desactivación de la cláusula general de escape llevarían a una contracción fiscal profunda y prolongada en la Unión. Una retirada prematura de los estímulos fiscales sería justo lo contrario de lo que habría que hacer hasta el restablecimiento de los niveles de actividad pre-COVID y el cierre de las brechas de producción (*output gaps*).

¹³ El Pacto de Estabilidad y Crecimiento exige que los Estados miembros especifiquen un objetivo para su posición presupuestaria en el medio plazo en sus programas de estabilidad y convergencia. El objetivo mínimo a medio plazo es específico para cada país a fin de tener en cuenta las diferencias en la evolución presupuestaria y en los riesgos a la sostenibilidad de las finanzas públicas. El MTO se expresa en términos del balance estructural, que elimina los efectos del ciclo y de las medidas puntuales sobre el balance presupuestario. El Estado miembro puede adoptar un objetivo más ambicioso que el mínimo.

¹⁴ El Semestre Europeo se discute más adelante.

¹⁵ Véase European Commission (2021c), “One year since the outbreak of COVID-19: fiscal policy response”, COM(2021) 105.

¹⁶ Estos son los informes que según el artículo 126, párrafo 3, del Tratado de la UE la Comisión debe elaborar cuando detecta que existe evidencia que el déficit planeado por u observado en un Estado miembro puede ser calificado de excesivo. Los balances presupuestarios observados para un año dado son los comunicados por los Estados miembros en abril del año siguiente validados por Eurostat.

No parece factible una vuelta inmediata a las reglas fiscales tal y como existían y se aplicaban antes de marzo de 2020. Para definir la ‘nueva normalidad fiscal’ en la eurozona se puede asumir que no hay apetito para cambiar las reglas y pensar en cómo implementarlas de forma adecuada dada la situación económica, o se podrían aprovechar esas mismas condiciones económicas para acordar una reforma más o menos profunda de las reglas fiscales. Evidentemente, las dos alternativas no son excluyentes, pues la primera alternativa compraría tiempo para discutir una reforma en profundidad.

Se podría plantear un acuerdo que permitiese aplicar con generosa flexibilidad las reglas existentes. De hecho, ésta es la propuesta de la Comisión de marzo de 2021, en la que plantea aplicar con toda la flexibilidad disponible las reglas fiscales a aquellos países que no hayan recuperado los niveles de actividad pre-COVID-19. Más allá de esta solución excepcional a una situación excepcional, se podría plantear una especie de hibernación *sine die* del Pacto de Estabilidad y Crecimiento hasta encontrar un acuerdo para su reforma. Cumpliendo los preceptos de los Tratados, los procedimientos de déficit excesivo se abrirían, pero la senda de *ajuste del déficit nominal se podría condicionar a la evolución de la actividad*, y la regla del 1/20 de reducción de deuda¹⁷ – que, de aplicarse, obligaría a unas políticas de austeridad inadecuadas para la situación económica actual– se sustituiría por el alcance en su día del MTO. Análogamente, la senda del ajuste hacia el MTO se condicionaría también al objetivo prioritario de la estabilidad macroeconómica.

¿Debería aplicarse a todo Estado miembro, o sólo a aquellos que no hubieran recuperado los niveles de actividad pre-COVID? ¿Por cuánto tiempo? ¿Sólo hasta recuperar los niveles de actividad pre-COVID? ¿Qué problemas de implementación plantearían las posiciones fiscales tan diferentes entre los miembros de la eurozona? ¿No se correría el riesgo de ampliar la división entre “frugales” y “pródigos”?

La aparente imposibilidad de aplicar el actual PEC, así como las posibles implicaciones no deseables de su hibernación, aconsejarían la apertura de negociaciones en el seno del Consejo para su reforma. Parece haber un amplio consenso en cuanto a que el actual PEC es demasiado complejo y opaco, incluso ineficaz para lograr sus objetivos. Además, es asimétrico. La obligación de los Estados miembros es consolidar las finanzas públicas hasta alcanzar el MTO. Una vez alcanzado o sobrepasado el MTO, nada obliga al Estado miembro a implementar una política fiscal anticíclica en la fase contractiva del ciclo, lo que tiene implicaciones evidentes para el tono de la política fiscal de la eurozona. Las actuales reglas fiscales se basan en una multiplicidad de indicadores, algunos observables, otros no, y no siempre internamente coherentes. Esto hace que una aplicación mecánica del Pacto pueda conducir a un paquete de recomendaciones inconsistente e inadecuado con el contexto económico. Es necesario, por tanto, un juicio experto, lo que genera opacidad y abre la puerta a la presión e

¹⁷ El Pacto de Estabilidad y Crecimiento establece que los Estados miembros con niveles de deuda superiores al umbral de 60% del PIB deberán reducirla cada año en un 1/20 de la diferencia entre el nivel actual y el 60%.

influencia políticas que pueden terminar dañando su credibilidad. Casi todos los Estados miembros estarían de acuerdo en que el PEC necesita una reforma en profundidad que aborde estas deficiencias. Sin embargo, el acuerdo se esfuma en cuanto se empiezan a discutir propuestas concretas. Para algunos, las reglas actuales darían margen para evitar la disciplina fiscal, mientras que otros temen que una reforma del Pacto lo volviera demasiado flexible e indulgente. Por ello, las propuestas de reforma han ido en muchas y muy variadas direcciones, tantas que la exhaustividad parece difícil de alcanzar. Podríamos considerar las siguientes propuestas:¹⁸ (a) estándares fiscales; (b) indicadores observables; (c) gasto estructural primario; (d) la regla de oro; (e) la regla de deuda; (f) división de funciones; y (g) revisión de utilidad de las reglas fiscales.

(a) Estándares fiscales

Recientemente, Olivier Blanchard, Álvaro Leandro y Jeromin Zettelmeyer¹⁹ han propuesto sustituir las reglas fiscales por lo que ellos llaman los estándares fiscales. En este caso, las reglas fiscales se sustituyen por recomendaciones genéricas sobre la obligación de no presupuestar déficits excesivos y/o sobre garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas. Una autoridad monitorearía regularmente los riesgos y en su caso propondría medidas correctivas. El margen de discrecionalidad de esa autoridad quedaría restringido por la legislación secundaria y una sala especializada del Tribunal de Justicia se ocuparía de dirimir los posibles desacuerdos entre las autoridades nacionales y la autoridad fiscal. Los paralelismos con la política de la competencia, especialmente el régimen de ayudas de Estado, son evidentes. El debate se centra en este caso en el dilema reglas versus autoridad. El problema no sería tanto de reglas, indicadores, transparencia u opacidad sino de autoridad.

¿Podría una autoridad fiscal independiente mantener la disciplina fiscal en la Unión permitiendo al mismo tiempo que la política fiscal cumpliera sus funciones de estabilización y sostenibilidad? ¿Cómo garantizar que los procedimientos no se eternicen como ocurre con frecuencia con las decisiones sobre ayudas de Estado? ¿El procedimiento sólo dependería la autoridad fiscal y la autoridad nacional concernida, u otros podrían presentar alegaciones bien ante la autoridad fiscal, bien ante el Tribunal? ¿Debería preocuparse la autoridad fiscal por el tono de la política fiscal agregado de la eurozona? ¿Cómo se garantizaría el papel democrático del parlamento nacional en la adopción del presupuesto? ¿Y el Parlamento Europeo? ¿Puede concebirse una autoridad fiscal central creíble sin una capacidad fiscal central?

¹⁸ Algunas de las propuestas sobre la reforma del PEC reseñadas aquí fueron discutidas por un colectivo de economistas, principalmente alemanes y franceses, en CEPR (2018), "Reconciling risk sharing with market discipline: a constructive approach to euro area reform", CEPR Policy Insight nº 91, enero.

¹⁹ Véase O. Blanchard, A. Leandro y J. Zettelmeyer (2021), "¿Qué hacer con las reglas fiscales de la Unión Europea?", El Grand Continent, 22/III/2021.

(b) Indicadores observables

Un PEC basado en indicadores observables, como el existente antes de la reforma de 2005. Aunque fue calificado de “estúpido”, se podría decir que el PEC del Tratado de Maastricht y de los reglamentos de 1998 tenía los elementos –cláusula de escape incluida– para, una vez alcanzados los umbrales de sostenibilidad (60% de deuda pública), permitir que la política fiscal cumpliera tanto su función estabilizadora, incluso en condiciones extraordinarias, así como garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas sin dejar de tener en cuenta la calidad de las mismas. El incumplimiento de Francia y Alemania provocó la reforma de 2005, que posiblemente volvió el Pacto más inteligente, pero sin duda más complejo e introdujo indicadores no observables. La adopción del *Six Pack* y del *Two Pack*²⁰ no han hecho sino aumentar el grado de complejidad, al que se añaden las reformas introducidas por la Comisión Juncker.²¹ Se podría discutir la forma de volver a un PEC más transparente, basado en indicadores presupuestarios observables, sin llegar al simplismo y a la “estupidez” que denunció Prodi. Una cuestión interesante podría ser la siguiente:

¿Qué institución o autoridad debería implementar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, de forma que pudieran interpretarse de forma “inteligente” indicadores nominales con un fuerte componente cíclico? ¿Sería posible, sin cambiar los Tratados, pasar parte de la responsabilidad a las Instituciones Fiscales Independientes (IFI)? ¿Deberían redefinirse los umbrales del 3% y 60%? ¿Sería factible un cambio del protocolo?

(c) Gasto estructural primario

Otras propuestas, centradas sobre todo en el brazo preventivo, rechazan el uso simultáneo del balance estructural y de la regla del gasto estructural primario²² y abogan por utilizar este último indicador exclusivamente. Se argumenta que una regla de gasto mitigaría los errores en la estimación del output potencial anual, pues éste se sustituye por la media de diez años. Además, se excluyen ciertos gastos de carácter cíclico (desempleo), por lo que el ajuste hacia el MTO no impide totalmente el uso de los estabilizadores automáticos. La regla de gasto excluye también la cofinanciación de fondos comunitarios y sustituye la inversión pública del ejercicio presupuestario

²⁰ Tanto el *Six Pack* como el *Two Pack* son conjuntos de medidas de legislativas que introdujeron sucesivas reformas en el PEC. El *Six Pack* se adoptó en 2011 con el objetivo de reforzar los procedimientos para reducir los déficit y deudas. El *Two Pack* data de 2013 para reforzar la vigilancia fiscal en la eurozona, aumentar la transparencia, reforzar la coordinación del ciclo presupuestario en la eurozona y reconocer las necesidades especiales de los miembros de la eurozona con problemas de financiación. Véase European Commission (2019).

²¹ La Comisión promovió una aplicación más flexible de las reglas existentes y utilizó el llamado margen discrecional para tener en cuenta la posición cíclica de las economías en el proceso de ajuste hacia el MTO. Para los detalles puede verse C. Martínez Mongay y M. de Manuel Aramendía (2020), “The EU fiscal rules during the Juncker Commission. Implementation, reform and challenges ahead”, en F. Fernández Méndez de Andés (ed.), *The Euro in 2020. A Yearbook on the European Monetary Union*, cap. 6, IEAF/IFF e ICO.

²² El llamado *expenditure benchmark* especifica la tasa de crecimiento máxima del gasto público tras deducir los intereses de la deuda, así como los efectos del ciclo. Esta tasa de crecimiento no debe de superar el crecimiento del PIB potencial a medio plazo. Véase European Commission (2019) para los detalles.

correspondiente por la media de tres años. Siendo una regla de gasto primario, excluye el peso de la deuda y, en consecuencia, los efectos de la política monetaria sobre el gasto. Sin embargo, incluso después del alisado del *output* potencial, la regla de gasto no es observable, debe ser estimada, y opera con variables estructurales, es decir, podría no ser tan transparente como se pretende. Finalmente, debería tenerse en cuenta que es difícil de comparar entre Estados miembros ya que no está referida a ningún parámetro de escala, por lo que no es fácil de comunicar. De hecho, la Comisión siempre traduce la regla de gasto en términos del balance estructural.

¿Cómo se podría modificar el criterio de gasto estructural para evitar estos problemas manteniendo su función de ajuste hacia el MTO? ¿Teniendo en cuenta que éste está definido en términos de balance estructural, el uso del criterio de gasto debería implicar la redefinición del MTO y de su senda de ajuste? ¿Qué inconsistencia podría surgir con el mínimo ajuste estructural (*as a benchmark*) del 0,5% del PIB requerido en la legislación secundaria? ¿En qué medida la adopción de una regla de gasto haría redundante una regla de deuda?

(d) *La regla de oro*

Aunque está previsto en el PEC original que se tengan en cuenta los gastos de inversión en el brazo correctivo, es decir, al decidir si el déficit es excesivo, se argumenta que el ajuste hacia el MTO, se mida como se mida, implicaría un ajuste fiscal que normalmente va en detrimento de la inversión pública. Se ha planteado en consecuencia la introducción de una “regla de oro” (*golden rule*) que excluiría la inversión pública del cómputo del déficit público. Teniendo en cuenta que el supuesto subyacente en la regla de oro de la inversión es que la inversión pública acelera el crecimiento, lo que la financia de forma pasiva (vía aumento del PIB nominal) se podrían plantear una variedad de cuestiones:

¿A qué inversión se aplicaría la regla de oro, a la neta o a la total? ¿Toda inversión acelera el crecimiento, o depende del *stock* de capital público y de la composición de la inversión? Nadie duda de que los gastos en educación, formación e investigación son inversión, pero ¿lo son todos? ¿Qué se hace con el gasto sanitario? ¿Qué implicaciones para la sostenibilidad de las finanzas públicas tendría incluir una parte significativa del gasto corriente en la regla de oro de la inversión?

(e) *La regla de deuda*

El dilema estabilidad versus sostenibilidad ha generado una serie de soluciones para mejorar el brazo preventivo. Para algunos, el objetivo fundamental que el Pacto debería cumplir es garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas, lo que implica introducir una regla de deuda a largo plazo, es decir, a lo largo del ciclo, sin impedir, por tanto, el funcionamiento de los estabilizadores automáticos. Esto requeriría fijar un nivel de

deuda sostenible para cada país.²³ La propuesta podría plantear la cuestión muy general de hasta qué punto supone una innovación con respecto a una regla de gasto o de déficit, pues se podría argumentar que, dejando a un lado ingenierías financieras “por debajo de la línea”, el nivel de deuda es una variable endógena del presupuesto y, por tanto, una regla de deuda implica una regla de déficit, un MTO pero expresado de otra forma.

¿Qué ventajas tendría una regla de deuda estructural con respecto a una regla de balance estructural o de gasto primario? ¿Qué implicaría en términos del ajuste del balance primario? ¿Por qué los Estados miembros tendrían más incentivos para respetar una regla de deuda que una de gasto? ¿Cómo se cierra el *gap*, positivo o negativo, entre el nivel actual y el nivel sostenible? ¿Qué implicaciones tendría una regla de este tipo para el tono de la política fiscal de la eurozona?

(f) División de funciones

Otra línea de reforma que se podría explorar es la división de funciones respecto de la aplicación de los brazos correctivo y preventivo. Partiendo del hecho de que la Comisión tiene un papel bien determinado en la aplicación del artículo 126 del Tratado, se ha llegado a plantear que el procedimiento de déficit excesivo sea la competencia de la Comisión, que se ocuparía de corregir los errores graves de la política presupuestaria basada en indicadores directamente observables. El brazo preventivo se dejaría en manos de las IFI, que se ocuparían de mantener el equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo. La cuestión que se podría plantear es:

¿Cómo modificar el mandato de las instituciones fiscales independientes a fin de asegurar su capacidad de influir en el proceso presupuestario doméstico? ¿Cómo lograr que la opinión de una autoridad fiscal independiente tenga más peso que una recomendación del Consejo? ¿Puede encontrarse evidencia de que en países con desequilibrios presupuestarios los gobiernos hayan seguido las recomendaciones de la autoridad fiscal independiente? ¿Han sido las recomendaciones de las IFI muy diferentes de las del Consejo? ¿Qué indicadores deberían usar? ¿Quién se ocupa del tono de la política fiscal de la eurozona?

(g) Revisión de utilidad de las reglas fiscales

Una cuestión bastante general pero no exenta de legitimidad es la utilidad de las reglas fiscales. En otras palabras, ¿para qué están concebidas las reglas, para llevar a los estados miembros al equilibrio presupuestario a lo largo del ciclo y/o para mantenerlos en él? La experiencia disponible hasta ahora podría sugerir que las reglas no han sido muy efectivas para llevar a los países al equilibrio presupuestario. Aunque la crisis financiera, la de deuda y la COVID-19 explican en cierta medida los déficits excesivos,

²³ En su enfoque basado en “estándares”, Blanchard et al (2020) hablan de la probabilidad de que un nivel de deuda dado en un país y momento dados sea sostenible.

los aumentos de deuda y las desviaciones respecto del MTO, podría decirse que el problema es la falta de voluntad política para reequilibrar las cuentas públicas en tiempos de bonanza.

¿Podría ser que el Pacto de Estabilidad y Crecimiento no ofreciese los incentivos necesarios para “arreglar el tejado cuando brilla el sol”? ¿Qué incentivos se podrían ofrecer? ¿Qué compromisos deberían exigirse? ¿Podría concebirse un auténtico “momento Hamiltoniano” que hiciera *tabula rasa* y dejara las finanzas públicas de todos los países en equilibrio? ¿Bastarían en ese caso reglas simples para mantener el equilibrio a lo largo del ciclo, o haría falta una autoridad para ello?

(3.5) La creación de una Capacidad Fiscal Central

Según el último informe del Consejo Fiscal Europeo –EFB en sus siglas en inglés– la crisis del COVID-19 ha subrayado la necesidad de profundizar la Unión Económica y Monetaria y considera que un elemento crucial de tal profundización es una Capacidad Fiscal Central (CFC) permanente y genuina.²⁴ La CFC debería consistir en un presupuesto de la Unión financiado con recursos propios y con capacidad de endeudamiento. El SURE y el NGEU podrían convertirse en el embrión de ese presupuesto. El antecedente sería el fallido Instrumento Presupuestario para la Competitividad y la Convergencia –BICC– aprobado por el Consejo de diciembre de 2018 y nunca desarrollado tras un año largo de discusiones.

Más arriba se ha aludido al posible vínculo entre el desarrollo de una CFC y la reforma de las reglas fiscales, por lo que la discusión debería centrarse ahora en la arquitectura de la misma y de su gobernanza.

La primera cuestión que se plantea es para qué una CFC. ¿Qué finalidad debería tener? Dos objetivos no excluyentes se han apuntado en el debate.

El primero, anticíclico de carácter automático. Tal como se sugirió en el citado Consejo de diciembre de 2018, el instrumento podría consistir en un seguro europeo de desempleo. Es obvio que la experiencia del SURE proporcionaría la base para un instrumento que permitiría financiar o al menos cofinanciar los seguros de paro nacionales. Las cuestiones giran alrededor de si ese seguro de paro europeo vendría con algún tipo de condicionalidad y el grado de automaticidad. Por otro lado, se podría cuestionar hasta qué punto un seguro de paro por sí solo proporcionaría suficiente estabilidad macroeconómica o habría que añadir otros elementos por el lado del gasto y/o de los ingresos. Por ejemplo, ¿requeriría una reforma laboral que estableciera una especie de *level playing field* dentro de la eurozona? ¿Debería exigirse algún tipo de condicionalidad macroeconómica en el marco del PEC reformado o no? ¿Se activaría automáticamente? ¿En base a qué indicador(es)? ¿Financiaría todo el seguro de paro

²⁴ Véase European Fiscal Board (2020), Annual Report 2020. El informe incluye también una lista revisión bastante completa de la bibliografía relevante sobre el tema.

de la eurozona o sólo el paro por encima de umbral, como una media de niveles de paro en el pasado, y/o asociado a perturbaciones extraordinarias?

El segundo posible objetivo de la CFC, no excluyente con el primero, a la manera del NGEU consistiría en un fondo permanente que se dedicara a financiar inversiones de interés paneuropeo y/o proporcionara fondos a los Estados miembros para financiar inversiones públicas en las recesiones. Por el carácter del fondo, su función como estabilizador automático sería menos evidente, pero contribuiría al impulso fiscal para hacer frente a choques asimétricos o extraordinarios, evitando así que la inversión pública sea una variable de consolidación fiscal, como ha tendido a suceder hasta ahora. El riesgo, como con toda política fiscal discrecional, sería la inconsistencia temporal. Los proyectos de inversión llevan tiempo hasta que se materializan y, por tanto, plantean riesgos de inconsistencia temporal. En todo caso, como ocurre ahora con el NGEU, su utilidad para preservar los niveles de inversión pública socialmente necesarios en períodos recesivos parece indudable. Las cuestiones que surgen son similares a las de una facilidad o fondo para financiar o cofinanciar el seguro de desempleo –el tipo de condicionalidad que debería establecerse, el procedimiento de activación, indicadores a utilizar para su activación y el órgano encargado de administrarlo–. La segunda cuestión que se plantea es su financiación y su gobernanza. Las primeras propuestas para una CFC consistían en un fondo del que los Estados miembros podrían tomar prestado. El fondo se iría renovando conforme los estados devolviesen los préstamos. La posible necesidad de un *backstop* no se analizó en profundidad, aunque tampoco se excluyó, pero algunas propuestas consideraban la posibilidad de nutrir el fondo con deuda garantizada por los Estados miembros. La arquitectura del SURE y del NGEU ha proporcionado una perspectiva diferente. La CFC se podría considerar como un SURE o un NGEU permanentes financiada con recursos propios de la Unión y con capacidad de endeudamiento. Como en el caso del SURE, la CFC podría distribuir esos fondos como transferencias y/o préstamos. Mientras que los estabilizadores automáticos nacionales operarían plenamente, la CFC proporcionaría una estabilización adicional vía el seguro de desempleo, así como inversiones discrecionales vía el fondo de inversiones.

La rapidez en la toma de decisiones para activar la CFC es crucial, tal y como se está comprobando con el NGEU.

¿Sería necesario diseñar mecanismos que identificaran las necesidades de forma temprana y delegar en una institución la decisión de transferir los fondos? ¿Cómo se activaría la capacidad fiscal central? ¿Automáticamente? ¿A petición del Estado miembro? ¿Con una decisión del Consejo o de la Comisión? ¿Qué papel debería jugar el Parlamento Europeo? ¿Debería desempeñar la función típica de todo parlamento democrático y adoptar el presupuesto, incluyendo las decisiones sobre los recursos propios del presupuesto?

Finalmente, señalar que en la mayor parte de las discusiones sobre la CFC se da por sentado que su propósito es proporcionar estabilización macroeconómica y/o soporte inversor en las recesiones,²⁵ pero:

¿Qué se hace con una capacidad fiscal central en períodos de bonanza? ¿Podría utilizarse para llevar a los Estados miembros a posiciones de equilibrio a lo largo del ciclo? ¿Podría utilizarse para ir transformando la deuda nacional en comunitaria? ¿Cómo obtendría sus ingresos? ¿Mediante emisiones de deuda conjunta? ¿Mediante nuevos impuestos europeos? ¿Ambas?

(3.6) La función del MEDE

Como ya se ha discutido más arriba, la crisis del COVID y los posibles riesgos asociados para el sistema bancario han acelerado la adopción del *backstop* para el Fondo de Resolución Bancaria. El mismo momento se aprovechó para reformar el Tratado constitutivo del organismo, lo que, entre otras cosas, clarificó su papel en cooperación con la Comisión en futuros programas de asistencia financiera en la eurozona. Además, el MEDE reaccionó ya en la primavera de 2020 ofreciendo líneas de crédito (PCS) de hasta el 2% del PIB de los estados miembros sin condicionalidad macroeconómica alguna, lo que representó un cambio significativo en la manera de proceder del organismo. Sin embargo, la comparación entre el PCS y el SURE podría llevar a pensar que el péndulo empieza a moverse en contra de los procesos intergubernamentales y a favor del método comunitario.

En efecto, mientras que la demanda de los préstamos SURE representa un 85% del disponible, ni un solo Estado miembro ha solicitado préstamos del PCS. Una posible explicación podría encontrarse en el efecto del PEPP del BCE que permite a los Estados miembros financiarse en los mercados en condiciones mejores que las ofrecidas por el PCS. Sin embargo, el posible estigma político asociado al MEDE tras la experiencia de la anterior crisis financiera, así como el rechazo a decisiones tomadas por opacos órganos de gobierno intergubernamentales, podrían explicar en gran parte el fracaso del PCS. En todo caso, se hace imprescindible repensar el funcionamiento del MEDE porque la UEM no puede permitirse tener una institución con un enorme capital desembolsado y una gran capacidad de préstamo que los países no quieren utilizar.

El MEDE es una institución intergubernamental, no comunitaria, por lo que para algunos resulta dudoso que pueda formar parte de una nueva arquitectura de la UEM. Esta podría ser una cuestión relevante a discutir en el marco de una amplia reflexión sobre la profundización de la UEM y la Conferencia sobre El Futuro de Europa.

²⁵ Un tema que suele quedar fuera de la discusión es que en los presupuestos nacionales, regionales, locales o federales no suele existir un ítem “estabilización”. Los presupuestos tienen partidas de gasto y de ingresos, algunas de las cuales resultan ser anticíclicas, aunque no sea esa la función para la que fueron concebidas.

¿Hasta qué punto asistimos a un cambio de preferencias en favor del enfoque comunitario y en contra del enfoque intergubernamental que ha prevalecido en los últimos 10 años? ¿Debería ser una condición *sine qua non* la integración del MEDE en los tratados? ¿Qué función tendría el MEDE si la Unión Bancaria y la Unión del Mercado de Capitales se completasen y hubiera una CFC genuina? ¿Cuál sería la probabilidad de la necesidad de un programa de asistencia financiera? ¿En qué condiciones podría el MEDE ser la autoridad que administrase la CFC y todos los *backstops* necesarios para el FRB, el EDIS y la CFC? ¿Debería en ese caso integrarse en la Comisión, o debería hacerlo en el Consejo? ¿Cómo debería ser controlado por el Parlamento Europeo?

(3.7) El Semestre Europeo

El Semestre Europeo (SE) es el ciclo de coordinación de las políticas económicas, tanto fiscales como estructurales, en el seno de la Unión. El SE integra el Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos –MIP en sus siglas en inglés–²⁶ y se articula en cuatro etapas. El Semestre se lanza en otoño con la adopción de las prioridades en política económica de la Unión. En el mismo paquete de otoño se lleva a cabo la identificación de los países que parecen mostrar desequilibrios macroeconómicos y se establecen las recomendaciones para la eurozona. En invierno se publican los informes país y se decide qué Estados miembros registran desequilibrios macroeconómicos y su grado de gravedad. En primavera se adoptan las recomendaciones de política económica para cada país, incluyendo las políticas presupuestarias. Finalmente, los miembros de la eurozona deben reflejar tales recomendaciones en los proyectos de presupuesto presentados a la Comisión en octubre.

En el contexto de la presente nota, la cuestión que podría plantearse es el papel del Semestre en una nueva arquitectura de la UEM. Para algunos el SE estaría muerto²⁷ pues en los próximos seis años todo el proceso de coordinación de la política económica en la Unión giraría en torno al NGEU. Alternativamente, los cambios introducidos por el NGEU podrían constituir mejoras permanentes del SE. Al fin y al cabo, no bastaría con anunciar la muerte del SE, habría que discutir si en una UEM reformada haría falta o no un proceso de coordinación de las políticas económicas más allá de las fiscales.

¿Deberían los informes país ser menos homogéneos y más específicos para cada país, a la manera de las consultas del Artículo IV del FMI? Tal y como se está haciendo con el NGEU, ¿deberían las políticas económicas ser el resultado de un diálogo intenso con las instituciones comunitarias? ¿Quién debería ser el responsable de ese diálogo? ¿Promovería este diálogo mejorado la apropiación política de las reformas por parte de los estados miembros? ¿Qué papel deberían desempeñar los parlamentos nacionales y el Parlamento Europeo?

²⁶ El procedimiento se adoptó en el Six Pack. Para una descripción detallada del MIP y sus bases jurídicas, véase European Commission (2016), "The macroeconomic imbalance procedure. Rationale, process, application: a compendium", European Economy, Institutional Paper 039, noviembre.

²⁷ Esta sería la posición de los ya referenciados Lucas Guttenberg, Johannes Hemker y Sander Tordoir.

El Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos (MIP) se introdujo tras constatar que los países que sufrieron mayores crisis habían acumulado los mayores desequilibrios macroeconómicos (sobre todo por cuenta corriente), como el PEC, es objetos de duras críticas. Se le considera un instrumento complicado, burocrático, opaco y débil. Mientras que estas críticas no están exentas de fundamento, algunas de sus supuestas debilidades parecen consustanciales al objeto del MIP. Un análisis bien informado de los aspectos fundamentales de cualquier economía no puede llevarse a cabo en base a la observación y manipulación mecánica de unos pocos indicadores simples. Hace falta el juicio experto, que casi siempre estará sujeto a controversia. Por otro lado, el vínculo entre las reformas y sus efectos económicos nunca es evidente, más aún si se trata de reformas estructurales, cuyos efectos son en general de largo plazo y difícilmente aislables y observables de forma directa. A estas dificultades se añade en el caso del MIP la consideración simultánea de flujos y *stocks*. Los efectos de las reformas estructurales y otras políticas no suelen ser inmediatos. Se requiere un tiempo indefinido entre la adopción de una medida estructural, su implementación y su efecto sobre el flujo correspondiente. Todavía más tiempo suele pasar hasta que el *stock* correspondiente se corrige de forma significativa. En definitiva:

¿Cuál debería ser el papel desempeñado por el Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos, con o sin Semestre Europeo? ¿Cómo debería reformarse para que cumpla eficazmente su papel de identificador y corrector de desequilibrios macroeconómicos?

Evidentemente, en esta discusión también flotaría el dilema de reglas versus autoridad.

(3.8) Marco institucional: el Eurogrupo

Finalmente, y en lo que se refiere al marco institucional, se ha cuestionado el papel del Eurogrupo. Dos razones podrían justificar su desaparición. Por un lado, la salida del Reino Unido de la Unión hace que, en términos de peso económico, la diferencia entre la composición del Eurogrupo y la del ECOFIN se haya reducido notablemente, por lo que tomar decisiones sobre la eurozona es casi equivalente a decidir sobre la Unión (y lo será más conforme más países entren en el euro). Por otro lado, el Eurogrupo en formato inclusivo es idéntico al ECOFIN, por lo que hay temas que se discuten *de facto* dos veces. La única diferencia relevante es que en el ECOFIN están los COREPER, mientras que el Eurogrupo lo prepara el Comité Económico y Financiero (CEF). Además, el CEF mismo estaría en cuestión pues, por un lado, ha tomado un sesgo procedimental con escasa discusión de las cuestiones sustanciales, y no ha sido efectivo a la hora de progresar en la profundización de la UEM. Alternativamente, se podría argumentar que mientras existan *pre-ins* y la UEM no esté completa, hará falta un foro de discusión exclusivo de la eurozona.

¿Tiene sentido mantener el Eurogrupo juntamente con el ECOFIN? ¿Deberían mantenerse los formatos inclusivos tanto en el Eurogrupo como en el CEF? ¿Cómo se podría evitar el sesgo procedimental de estas formaciones? ¿Qué valor añadido tendría ahora una Presidencia permanente del Eurogrupo?

(4) Avanzar en la Unión Política

Finalmente, un análisis completo de la gobernanza económica de la zona euro no puede evitar la cuestión de la legitimidad política del proceso. El déficit democrático de la UE es un tema que se viene discutiendo desde su creación,²⁸ pero a medida que se avanza en “una unión cada vez más estrecha” y se comparte más soberanía –y el NGEU va en esa dirección– su abordaje se convierte en ineludible. La respuesta a la crisis del euro ha supuesto grandes avances en la integración europea, tanto en la unión bancaria como fiscal, y hasta en la económica con el pacto fiscal y el Semestre Europeo, pero, como señaló en su día Jürgen Habermas, todo este proceso se podría describir como un “federalismo ejecutivo”²⁹ que no cuenta con el control democrático necesario para su sostenibilidad en el tiempo. El rechazo que ha generado el MEDE y la Troika en muchos parlamentos nacionales es un buen ejemplo de ello.

Ya en el informe hacia una “genuina” UEM de los cuatro presidentes de 2012 (todavía en plena crisis) liderado por el Presidente del Consejo Europeo, Herman Van Rompuy,³⁰ había una sección final titulada “Legitimidad democrática y rendición de cuentas” en la que se decía que los parlamentos nacionales no estaban bien posicionados para velar por los intereses comunes de la Unión y que, si se profundizaba en la integración de los mecanismos de tomas de decisión, y se trasladaban más competencias al nivel supranacional, habría que involucrar más al Parlamento Europeo en el proceso. El informe de los cinco presidentes liderado por Jean-Claude Juncker³¹ de 2015 también insistía en esta misma idea, pero el desarrollo práctico de la misma no se ha producido (en el NGEU, por ejemplo, el Parlamento Europeo solo puede opinar, no puede vetar) y a medida que la discusión sobre recursos propios para devolver la deuda mancomunada avanza, las voces que pidan un mayor control a nivel europeo sólo pueden crecer.

Es muy probable también que surjan tensiones en el desembolso y correcto uso, de los fondos NGEU. La Comisión Europea se va a encargar de supervisar el proceso y por lo tanto tendrá un enorme poder y responsabilidad. En qué se invierte y cómo, y qué reformas hay que realizar, lógicamente traerá consigo (ya lo está haciendo) fricciones de economía política que generarán de nuevo debates sobre si es legítimo que un órgano burocrático como la Comisión tome este tipo de decisiones, sobre todo si en algún momento se estima que un Estado miembro no está cumpliendo con su plan y se decide congelar el desembolso de las siguientes partidas. La cuestión se complicaría

²⁸ Véase este artículo que resume los debates de principios de los años 90: Karlheinz Neunreither (1994), “The democratic deficit of the European Union: towards closer cooperation between the European Parliament and the National Parliaments”, *Government and Opposition*, vol. 29, nº 3, pp. 299-314.

²⁹ Jürgen Habermas (2012), *The Crisis of the European Union: A Response*, Wiley.

³⁰ Herman Van Rompuy et al. (2012), “Towards a genuine Economic and Monetary Union”, 12/XII/2012.

³¹ Jean-Claude Juncker et al. (2015), “Completing Europe’s Economic and Monetary Union”, 22/VI/2015.

todavía más si en los próximos años algún parlamento nacional –por ejemplo, el neerlandés– estimase que otro país no está usando los fondos de manera correcta e instase a la Comisión a obrar en consecuencia. La Conferencia sobre el Futuro de la UE debería ser el mecanismo para abordar estas cuestiones de legitimidad democrática y rendición de cuentas.

¿Habrá avances en la unión política? ¿Es necesario darle más poder al Parlamento Europeo, en general, y en asuntos relacionados con la UEM en particular? ¿Sería conveniente tener listas transversales en las próximas elecciones? ¿Se debería ir incluso más allá y que el presidente de la Comisión fuese elegido directamente por los ciudadanos de la Unión? ¿Cuánto de esto se puede hacer sin cambiar los tratados?

Estas son cuestiones políticas que van más allá del ámbito monetario y económico, pero, si para superar los dramáticos efectos de la pandemia, los países miembros de la UE han decidido emitir deuda conjunta y explorar la posibilidad de introducir impuestos europeos para pagarla, su discusión es inevitable.