

---

**03.12.2021**

**Una arquitectura institucional completa para un *policy mix* más fuerte**

*A stronger policy mix for the euro area? – Webinar* de la Comisión Europea organizado por la Dirección de Políticas Macroeconómicas de la DG ECFIN

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

---

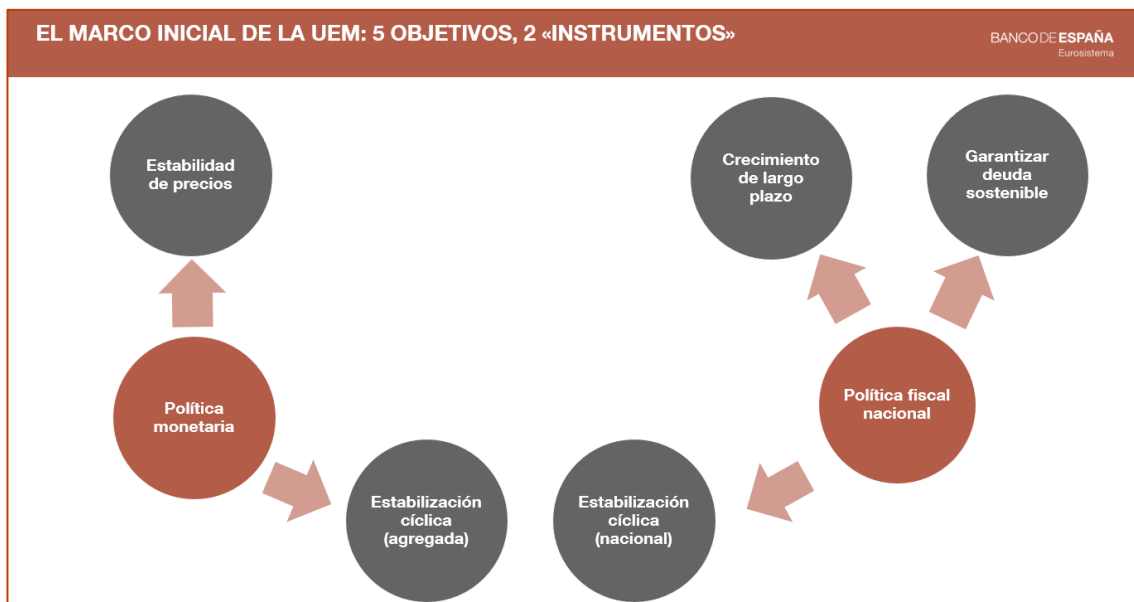
\*Traducción al español del original en inglés

**La crisis del COVID ha puesto a prueba el proyecto europeo de maneras nunca antes vistas. La respuesta de las políticas económicas —una acertada reacción de las políticas monetaria y fiscal desde una perspectiva del área del euro (y del conjunto de la UE)— tampoco ha tenido precedentes.** Dado el origen exógeno de la crisis, había una necesidad clara de responder con un *policy mix* equilibrado que combinara medidas de política fiscal y monetaria. Además, la profundidad de la crisis facilitó la consecución de acuerdos políticos de gran calado que permitieron salvar temporalmente las limitaciones del marco institucional incompleto de la Unión Económica y Monetaria (UEM), en particular mediante la creación de varios instrumentos fiscales paneuropeos significativos. Permítanme destacar los dos más importantes: el programa NGEU y el fondo contra el desempleo SURE.

En esta ocasión, la necesidad de una reacción conjunta de las políticas desde una perspectiva agregada era más que evidente. Esta respuesta supone una novedad con respecto a las dos crisis previas —la crisis financiera global y la de la deuda soberana europea—, dos episodios en los que las causas endógenas de la perturbación pusieron de relieve una necesidad básica de reformas y actuaciones en el ámbito nacional, que solo posteriormente se reforzaron con algunos pasos importantes para avanzar en el desarrollo de la arquitectura general del área del euro (y de la UE).

**Permítanme empezar recordando el camino que nos ha traído hasta hoy.**

**Con arreglo al Tratado de Maastricht, el diseño de la UEM tenía dos elementos centrales: un banco central común independiente con un objetivo de estabilidad de precios y un marco de coordinación de las políticas fiscales nacionales.** Al primero se le encomendó la política monetaria, mientras que el segundo se basó en un conjunto de reglas fiscales establecidas para asegurar que las políticas fiscales nacionales no pusieran en peligro el mandato de estabilidad de precios. El resultado fue que los Estados miembros dejaron de poder recurrir a la política monetaria para estabilizar *shocks* económicos asimétricos —internos, o comunes con efectos nacionales muy dispares—, y el tipo de cambio dejó de poder utilizarse como mecanismo de ajuste entre países. En cambio, pasaron a depender de otros canales de ajuste, como la movilidad de capital y trabajadores y, en especial, de una política fiscal contracíclica.

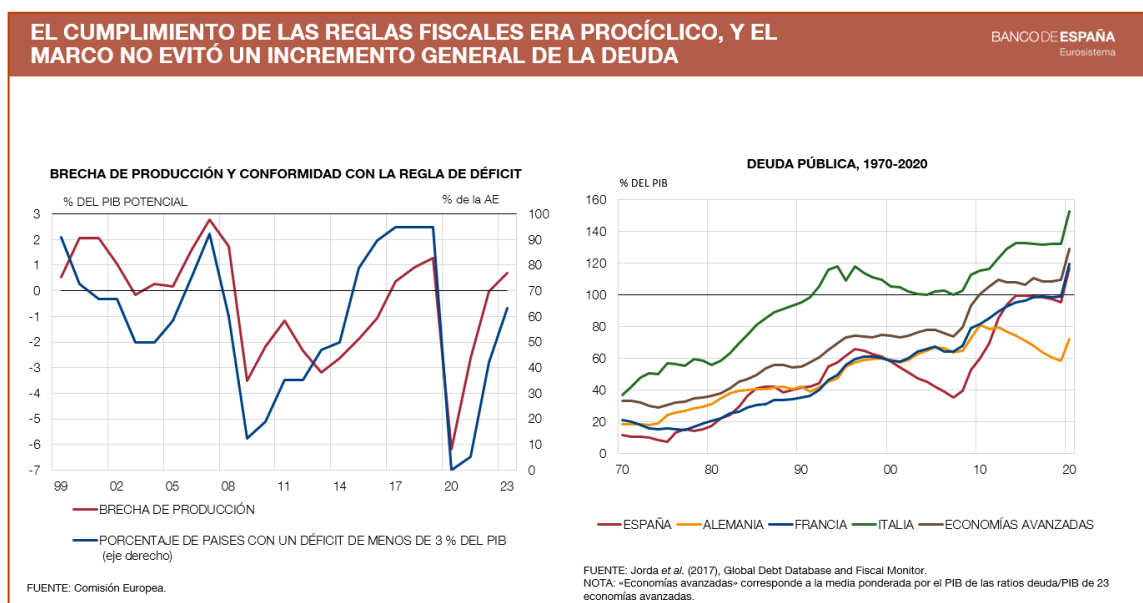


**Adicionalmente, las reglas fiscales establecidas en el Tratado reconocían que el comportamiento fiscal de un país afectaría al resto de miembros y a la Unión Monetaria en su conjunto.** En particular, las políticas fiscales insostenibles en un país podían generar inestabilidad económica y financiera en el conjunto de la Unión Monetaria y afectar a la política monetaria única. Así, el Tratado estipula que los Estados miembros deben evitar los déficits excesivos y que la Comisión Europea debe vigilar las finanzas públicas para identificar desviaciones significativas que podrían poner en peligro la estabilidad macroeconómica y financiera de la Unión Monetaria.

En la práctica, el Protocolo implementa estos principios mediante dos valores de referencia cuantitativos: el 60 % para la ratio de deuda pública con respecto al PIB y el 3 % para la ratio del déficit presupuestario/PIB. Estos límites cuantitativos se definieron teniendo en cuenta la situación económica media a finales de los noventa. Concretamente, un crecimiento potencial anual del PIB del 2 %, un objetivo de inflación cercano al 2 % y un límite del 3 % del PIB para el déficit, que estabilizarían la ratio de deuda pública/PIB en el 60 %.

**La experiencia desde su aprobación ha demostrado que el diseño contemplado por el Tratado de Maastricht tenía carencias notorias que afectaban a la gobernanza del área del euro. En particular, estas deficiencias tenían un impacto considerable en el buen funcionamiento del *policy mix*.**

En primer lugar, como consecuencia de la simplicidad del marco, las reglas originarias no tenían en cuenta que la situación cíclica de los países afecta al déficit observado. Las reformas posteriores trataron de resolver este problema, pero lo hicieron a costa de incrementar la complejidad y depender de variables no observables (inicialmente elogiadas, pero ahora denostadas). En todo caso, como puede observarse en el gráfico de la izquierda de la diapositiva 3, la experiencia de las últimas décadas se caracterizó por un cumplimiento procíclico de las reglas, que se tradujo en ajustes indeseados en las recesiones y escasa generación de colchones en las expansiones.



Además, pese a su énfasis en la sostenibilidad de la deuda, el marco no evitó un aumento generalizado del endeudamiento (gráfico de la derecha de la diapositiva 3), algo que, por otra parte, ha sido una tendencia común en la mayoría de las economías avanzadas. Ante la multiplicidad de objetivos que atender (contraciclicidad, crecimiento de largo plazo, sostenibilidad de la deuda), en la mayoría de los casos la política fiscal no logró cumplir satisfactoriamente ninguno de ellos.

**En segundo lugar, el diseño inicial era incapaz de impedir la acumulación de desequilibrios macroeconómicos a nivel nacional, potencialmente generadores de una grave inestabilidad económica y financiera para el área del euro en su conjunto.** El Semestre Europeo y el Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos se crearon después de 2010 para subsanar este problema, pero con resultados desiguales hasta la fecha<sup>1</sup>.

**En tercer lugar, más allá de lo estipulado en la cláusula de no rescate, el Tratado no contemplaba la creación de un mecanismo de gestión de crisis.** Esto se subsanó parcialmente después con la creación del MEDE en 2012, en medio de una crisis muy grave de deuda soberana que afectó a algunas de las economías de mayor tamaño de la Unión Europea.

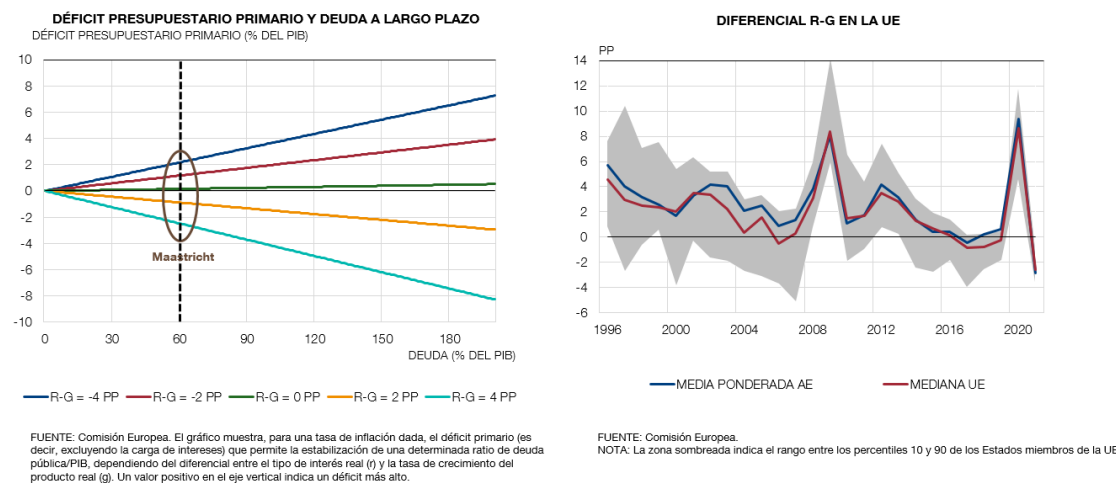
**Finalmente, y esto es importante, el Tratado no previó la necesidad de una capacidad fiscal común de estabilización cíclica que complementase a la política monetaria común.** Esta carencia se manifestó, por ejemplo, durante el período de baja inflación posterior a la crisis soberana del área del euro, en el que el grado de coordinación de las políticas fiscales nacionales que proporcionaba el marco fiscal no fue capaz de generar el estímulo agregado necesario para complementar la acción de la política monetaria. Y también como consecuencia de la inexistencia de herramientas fiscales agregadas preestablecidas, durante la crisis del COVID se tuvo que poner en práctica una respuesta *ad hoc*, en forma de instrumentos fiscales centralizados temporales. Primero se activó la cláusula general de escape del PEC<sup>2</sup>, lo que permitió un tono muy expansivo de las políticas fiscales nacionales. Segundo, se proporcionaron ayudas de emergencia a los países, sin una condicionalidad estricta y a tipos de interés favorables, a través de SURE y de la línea de crédito para la pandemia del MEDE. Tercero, el NGEU puso a disposición de los países fondos destinados a inversiones para la digitalización y la lucha contra el cambio climático, a cambio de la ejecución de reformas estructurales.

**Este breve repaso histórico puede resumirse así: más allá de sus componentes fundacionales (política monetaria independiente, énfasis en la sostenibilidad de la deuda nacional, cláusula de no rescate), el marco se ha ido adaptando de forma continua a un entorno cambiante.**

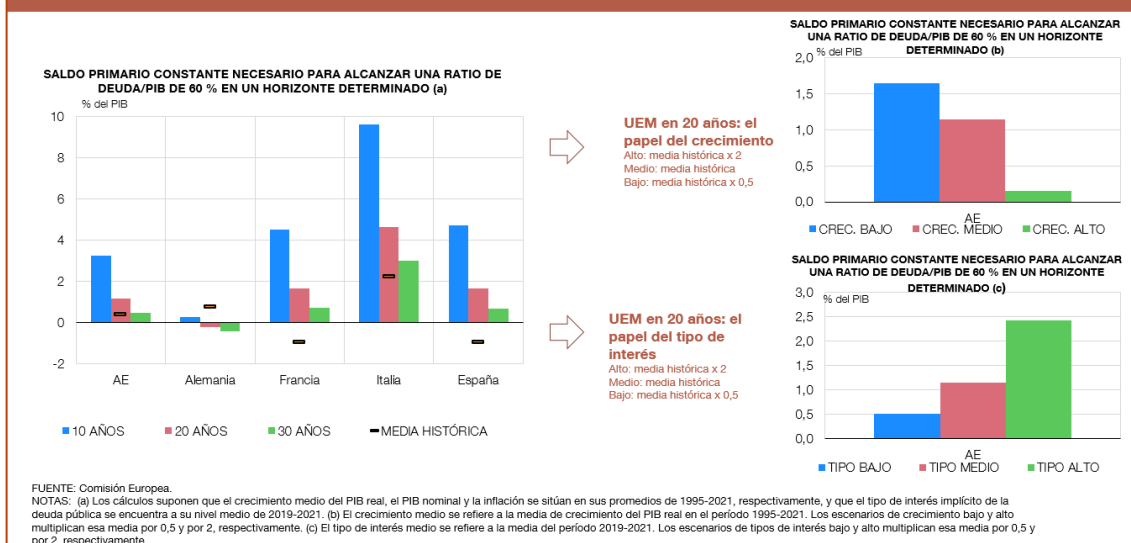
---

<sup>1</sup> Véanse K. Efstathiou y G. B. Wolff (2019). «What drives national implementation of EU policy recommendations?», Bruegel Working Papers, y «Country-specific recommendations: An overview - September 2020», European Parliament Briefing.

<sup>2</sup> Pacto de Estabilidad y Crecimiento.



**Permítanme ahora volver al presente y examinar primero algunos aspectos ingratos de la aritmética fiscal.** La principal idea del Tratado en lo que respecta a la ejecución de las políticas fiscales nacionales era que había que evitar niveles de déficit y deuda excesivos. Como es sabido, en el largo plazo y para una tasa de inflación dada, el saldo primario que permite que una determinada ratio de deuda pública en relación con el PIB se estabilice depende del diferencial entre el tipo de interés real y la tasa de crecimiento real del producto, la llamada «brecha r-g». Cuanto mayor es esta brecha, mayor debe ser el superávit primario para mantener estable la ratio de deuda pública en relación con el PIB en el medio plazo. En el período 1995-1999, este diferencial era positivo y cercano al 2 %. Como ya he mencionado antes, la estabilización en el medio plazo de los niveles de deuda pública observados en torno al 60 % (con la inflación en el 2 %) era coherente con un déficit observado próximo al 3 % del PIB (gráfico de la izquierda de la diapositiva 4). En cambio, en el contexto actual, la prevalencia observada de diferenciales r-g *negativos* (gráfico de la derecha de la diapositiva 4) sería coherente con una estabilización de la deuda pública a un porcentaje mayor del producto. Por lo tanto, resulta legítimo preguntarse si ahora tendría más sentido un nivel de deuda pública superior al 60 %. No es una pregunta fácil de contestar, y la respuesta dependerá de consideraciones nacionales (los fundamentos económicos de medio plazo, las vulnerabilidades y la resiliencia de la economía) y, por supuesto, de las condiciones monetarias y financieras vigentes.



**Además, los niveles de endeudamiento público actuales evidencian la dificultad de alcanzar con éxito las anclas de deuda en el medio plazo.** En la actualidad, la convergencia hacia ratios de deuda del 60 % del PIB requeriría un esfuerzo fiscal sustancial durante un período de tiempo prolongado. Si se utilizan las medias históricas de crecimiento real, inflación y tipos de interés, el área del euro tendría que mantener un superávit fiscal del 1,1 % del PIB a lo largo de 20 años para reducir la ratio de deuda al 60 % (gráfico de la izquierda de la diapositiva 5). Este superávit es sustancialmente más alto que el déficit primario medio del 0,4 % del PIB observado desde 1995. Para que este esfuerzo fiscal continuado se situara en valores más plausibles, el entorno macroeconómico tendría que ser mucho más favorable que el de las últimas décadas. Por ejemplo, para devolver la ratio de deuda en relación con el PIB al 60 % en el plazo de 20 años y mantener al mismo tiempo un déficit primario en línea con los datos históricos, el crecimiento real en el área del euro tendría que duplicar su promedio histórico (1,3 % en el período 1995-2021), o, en su defecto, el tipo de interés implícito de la deuda pública tendría que ser la mitad del actual (gráficos de la derecha de la diapositiva 5). Aunque sean simplistas, estos ejercicios ilustran el notable esfuerzo que sería necesario para alcanzar los objetivos fiscales a medio plazo e, indirectamente, cómo dicho esfuerzo limitaría la capacidad de estabilización de la política fiscal mientras durara el proceso de ajuste.

**Estos son tan solo algunos de los argumentos que sustentan el amplio consenso sobre la necesidad de reformar el marco de gobernanza fiscal de la Unión Europea.** Sin embargo, aunque todo el mundo parece estar de acuerdo en la necesidad de la reforma, no hay unanimidad sobre los pasos necesarios y su secuencia. Personalmente, creo que se precisa un esfuerzo coordinado para reforzar el área del euro y hacerla más resistente a perturbaciones. En mi opinión, esto implicaría reformar varias áreas de gobernanza económica: las políticas fiscales y estructurales, el sector bancario y los mercados de capitales.

**Permítanme trasladarles algunas reflexiones sobre los elementos que sería deseable incluir en una reforma de ese tipo, destinada a mejorar el funcionamiento del *policy mix* en el área del euro. Desde ya puedo decirles que, a mi juicio, toda revisión bien**

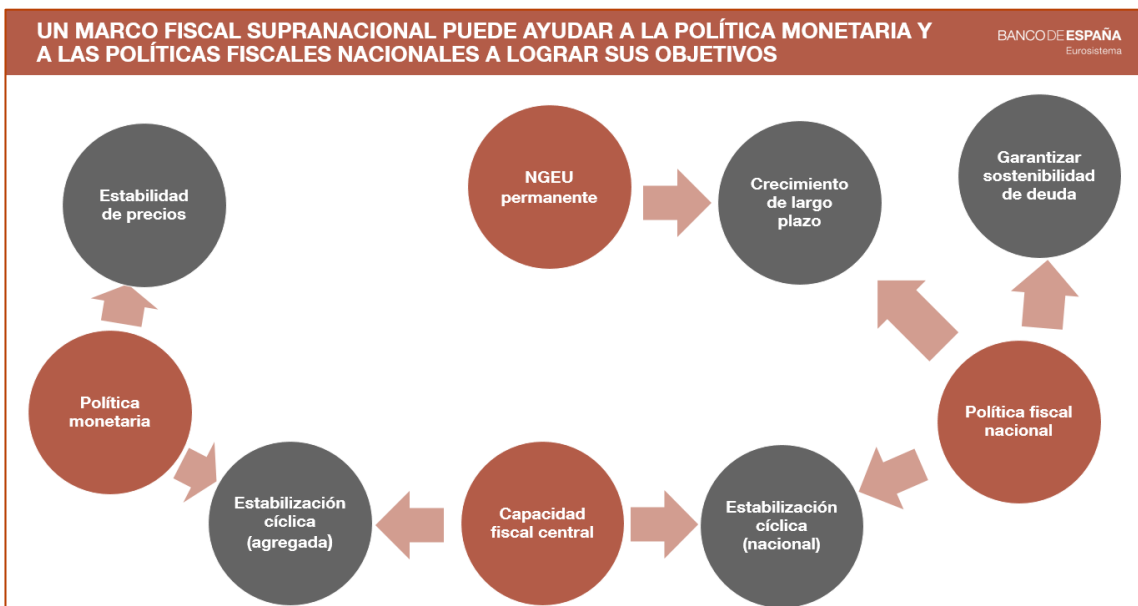
fundada del marco fiscal europeo reclama un cambio de paradigma, y no la aproximación de reforma incremental que se ha seguido en las últimas décadas<sup>3</sup>.

### **Reforma del marco de gobernanza fiscal y del policy mix**

**Empezando con la reforma del marco de gobernanza fiscal, creo que, para ser óptimos, el diseño y la aplicación de las reglas fiscales europeas deben cumplir los tres objetivos siguientes.** En primer lugar, asegurar la sostenibilidad de la deuda y contribuir a la acumulación de colchones suficientes en los tiempos de bonanza, para su uso en períodos de crisis, especialmente en un contexto de ratios elevadas de deuda pública. En segundo lugar, garantizar un tono óptimo agregado de la política fiscal para el área del euro en su conjunto. En tercer lugar, proporcionar apoyo al crecimiento de largo plazo.

A mi juicio, las herramientas principales para alcanzar estos objetivos deben desarrollarse siguiendo las siguientes pautas:

**En primer lugar, las reglas fiscales deberían ser más sencillas y creíbles, y su gobernanza debería reforzarse.** Esto es importante para subsanar una de las deficiencias identificadas en su diseño: su incapacidad para asegurar que los países acumulen colchones en los momentos de expansión para utilizarlos en las crisis. Esto se podría alcanzar con un automatismo mayor en la corrección de desviaciones, y dotando de un papel más destacado a las autoridades fiscales independientes nacionales. En este sentido, la autoridad fiscal europea («European Fiscal Board») es un órgano independiente que asesora a la Comisión sobre la implementación del marco fiscal y sobre la idoneidad del tono fiscal de los países para el conjunto del área del euro, pero que no desempeña una función formal frente a las autoridades fiscales nacionales independientes. Podría ser deseable otorgarle un papel de coordinación y supervisión de dichas instituciones nacionales.



<sup>3</sup> Véase Alloza *et al.* (2021). «La reforma del marco de gobernanza de la política fiscal de la Unión Europea en un nuevo entorno macroeconómico», *Documentos Ocasionales*, n.º 2121, Banco de España.

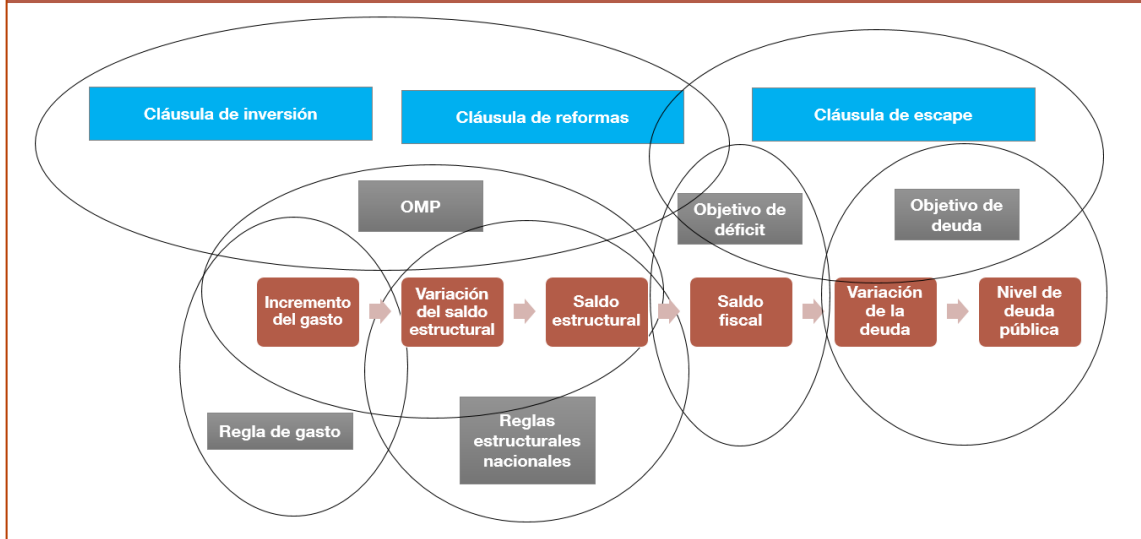
**En segundo lugar, las reglas fiscales mejoradas deben complementarse con mecanismos fiscales supranacionales de compartición de riesgos.** Esto aumentaría el ámbito y la efectividad de la política fiscal en el área del euro, contribuiría al buen funcionamiento del *policy mix* monetario y fiscal desde una perspectiva del área del euro más amplia y contribuiría a la consecución de objetivos comunes de largo plazo, como la lucha contra el cambio climático.

**En el marco actual, es más difícil conseguir la estabilización fiscal efectiva de la Unión Monetaria en su conjunto que la coordinación de las políticas entre los Estados miembros.** En primer lugar, las reglas vigentes no contemplan mecanismos para corregir medidas nacionales que se consideren incompatibles con el tono deseado de la política fiscal en términos agregados. En segundo lugar, como se ha observado en los últimos años, un tono adecuado de la política fiscal para la Unión Monetaria como conjunto no garantiza que las políticas fiscales nacionales sean adecuadas para la sostenibilidad fiscal y para los objetivos de estabilización cíclica de los Estados miembros.

**Una posible solución a este problema de coordinación podría ser el establecimiento de un mecanismo central encargado de fijar el tono agregado de la política fiscal del área del euro y de responder a perturbaciones extremas, mientras que las autoridades nacionales se centrarían en objetivos de medio plazo y tendrían como meta principal la sostenibilidad de la deuda (diapositiva 7).** Esta herramienta de política fiscal podría ser automática, como un sistema de seguro de desempleo común o un instrumento más general de estabilización que dependiese de la situación cíclica. De todas maneras, la compartición de riesgos debe ir acompañada de un sistema de incentivos que evite las externalidades transfronterizas negativas y el riesgo moral, algo de la máxima importancia en una unión monetaria.

**Además, creo que ese instrumento central también sería adecuado para hacer frente a retos globales, como el cambio climático o el proceso de digitalización, y podría ser una opción mejor que unas «reglas de oro» nacionales.** Estas reglas excluyen del cálculo del déficit ciertos tipos de gastos públicos debido a su efecto positivo sobre el crecimiento, que hace que deban ser protegidos. Esta opción está suscitando mucho interés en los debates que se están desarrollando en la Unión Europea. En particular, se argumenta que, en el contexto actual, en el que hay países que tienen que dedicar un gran esfuerzo a la lucha contra el cambio climático, las inversiones en este ámbito deberían estar excluidas del objetivo de gasto o del saldo presupuestario con el fin de protegerlas de las reglas fiscales de la UE. Sin embargo, una regla de oro añadiría complejidad adicional a un sistema ya muy complicado (diapositiva 7) y exigiría la definición de las categorías de gastos a las que se aplicaría. Creo que una opción mucho más eficiente sería un instrumento común de financiación europeo, que facilitaría la realización de las considerables inversiones comunes necesarias para cumplir los objetivos de emisiones netas cero y alejar los escenarios de riesgo climático, con independencia del espacio fiscal disponible en cada país.





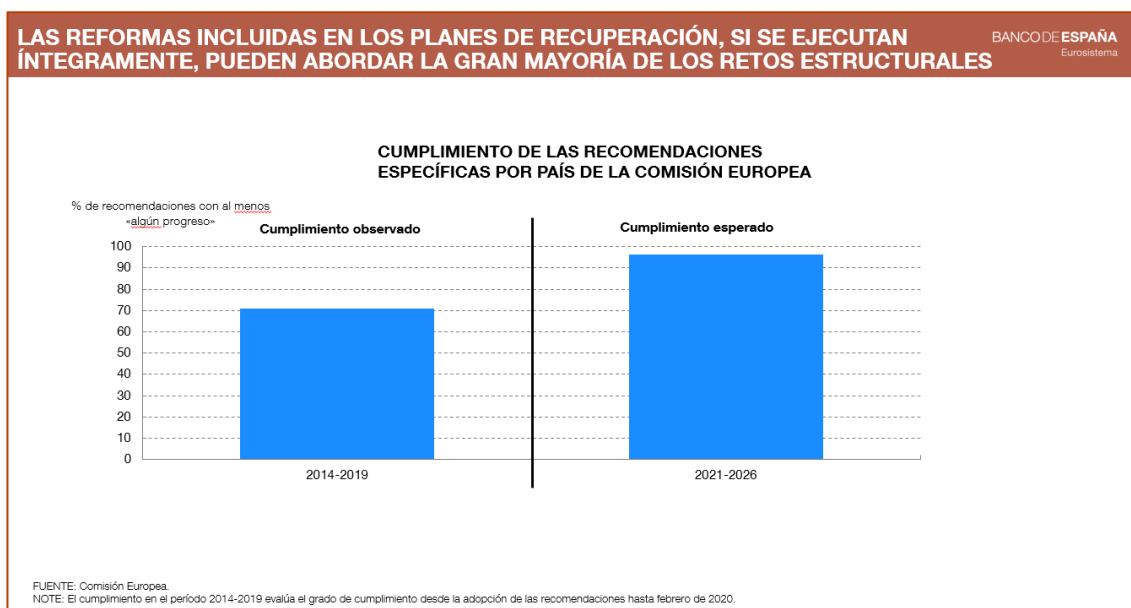
El tercer punto que me gustaría destacar en lo que respecta a los aspectos fundamentales de la reforma del marco de gobernanza fiscal es que el diseño de la política fiscal debería poner más énfasis en aumentar el potencial de crecimiento de las economías europeas. Indirectamente, esto contribuiría también a generar más espacio para la política monetaria, dado que incrementar el potencial de crecimiento aumentaría el tipo de interés natural<sup>4</sup>. Efectivamente, el gasto público, si está bien orientado, bien diseñado y complementado con reformas estructurales e inversión privada, podría contribuir a elevar los niveles de productividad y con ello el crecimiento potencial. A este respecto, los fondos NGEU, dada su magnitud y su composición, son un paso importante en la dirección adecuada. También constituyen un primer paso hacia una mayor integración fiscal, puesto que su componente de transferencias conlleva cierto grado de compartición de riesgos. Sin embargo, el programa NGEU no se puede considerar un verdadero mecanismo de estabilización macroeconómica, que debería ser permanente y disponer de suficiente capacidad de financiación, de imposición y de endeudamiento para poder complementar la política monetaria única del BCE<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> Véase Work stream on monetary-fiscal policy interactions. «Monetary-fiscal policy interactions in the euro area» *Occasional Paper Series 273*, Banco Central Europeo.

<sup>5</sup> Véase, por ejemplo, Bureau y Champsaur (1992), «Fiscal Federalism and European Economic Unification», *American Economic Review*, vol. 82, n.º 2, *Papers and Proceedings of the Hundred and Fourth Annual Meeting of the American Economic Association*, pp. 88-92.

## Políticas estructurales y Semestre Europeo

El segundo ámbito general de reforma al que me gustaría referirme es el de las políticas estructurales.



La magnitud de los retos estructurales que tendremos que afrontar subraya la necesidad de reformar el Semestre Europeo. Este mecanismo, que ha pretendido coordinar las medidas de política económica con el fin de corregir los desequilibrios específicos de cada país y ejecutar las reformas estructurales necesarias, ha tenido un éxito limitado. Y los retos de cara al futuro, en especial en los citados ámbitos de la digitalización y la transición climática, son enormes. Como se muestra en la diapositiva 8, según la evaluación de la Comisión Europea, las respuestas de las políticas públicas a las recomendaciones específicas por país no han logrado avances suficientes para resolver los retos estructurales. Sin duda, esto exige un debate en profundidad para determinar cómo se puede incrementar su eficacia. En este sentido, un Semestre Europeo reformado podría aprovechar la experiencia del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia, dentro del programa NGEU, para ofrecer los incentivos adecuados a los Estados miembros. Según el análisis de la Comisión de los planes nacionales de recuperación, el vínculo explícito que el NGEU establece entre la ejecución de las reformas estructurales acordadas en cada país y el desembolso de transferencias ha logrado un grado de compromiso de los Gobiernos muy superior al que mostraban anteriormente. De hecho, si las reformas anunciadas en los planes nacionales se ejecutan íntegramente, se abordará la gran mayoría de los retos estructurales que las instituciones europeas han señalado en el pasado (diapositiva 8). Por supuesto, ahora es crucial que su ejecución a lo largo de los próximos años confirme esa evolución positiva. Y, a este respecto, el vínculo entre el acceso a los fondos y la realización de las reformas debe verse como un incentivo fundamental.

Permítanme que destaque también la importancia de insistir en una agenda europea a medio plazo que favorezca el crecimiento económico. En este contexto, la reciente evolución del mercado energético y los cuellos de botella en las cadenas globales de valor ponen de manifiesto la importancia de reflexionar sobre los principios que deben seguirse y los pasos que han de darse para lograr una «autonomía estratégica» europea. Las políticas

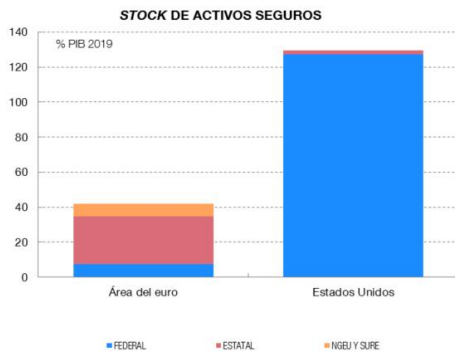
estructurales aplicadas a escala de la UE que promuevan la integración europea y refuercen el mercado único también aumentarán la competitividad internacional de nuestra economía. Los proyectos importantes de interés común europeo (PIICE) encaminados al desarrollo de nuevas baterías y de microelectrónica, y los que se están llevando a cabo en el ámbito del hidrógeno y de las infraestructuras y los servicios *cloud* con apoyo de fondos del NGEU, son buenos ejemplos de ello. No obstante, aunque es importante promover este desarrollo desde un punto de vista europeo, también hay que tener en cuenta que la escala de estos proyectos podría generar divergencias entre Estados miembros. Para que sean compatibles con la igualdad de condiciones y se puedan aprovechar las economías de escala, es necesario mejorar sustancialmente nuestros mecanismos de compartición de riesgos y avanzar con más rapidez hacia un mercado único sin fricciones, tanto de capitales como laboral.

### ***Unión Bancaria y Unión de los Mercados de Capitales***

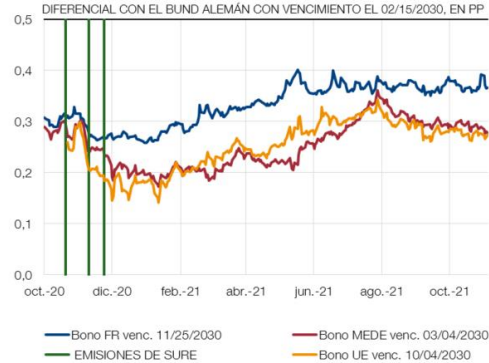
**Las últimas reformas que quiero mencionar se refieren a completar la Unión Bancaria y la Unión de los Mercados de Capitales.**

**Culminar la Unión Bancaria debe ser prioritario, en particular superando el actual bloqueo sobre su tercer pilar, un fondo europeo de garantía de depósitos con un componente de mutualización.** Un compromiso para establecer este mecanismo tendría un impacto considerable en la confianza de los ciudadanos y contribuiría a una mayor compartición de riesgos en el área del euro. Además, ayudaría a alinear la responsabilidad financiera con los mecanismos de toma de decisiones de supervisión bancaria y resolución, ya centralizados. El desajuste actual hace que la gobernanza de la UEM sea más vulnerable a la fragilidad institucional y política. Como complemento, también sería fundamental eliminar determinadas barreras y prácticas regulatorias que están dificultando la creación de un mercado bancario verdaderamente europeo.

**Además, completar la Unión de los Mercados de Capitales es esencial para aumentar la capacidad del área del euro para absorber perturbaciones macrofinancieras y proporcionar un entorno más favorable para canalizar la inversión privada.** Actualmente, el desarrollo limitado de los mercados de renta variable y el sustancial sesgo nacional en las carteras de activos afectan negativamente al buen funcionamiento de la Unión Monetaria. De hecho, limitan la capacidad de los mecanismos de compartición de riesgos en el área del euro. Además, una unión de los mercados de capitales más profunda puede mejorar la canalización del abundante ahorro agregado hacia la inversión en infraestructura, energía e innovación, áreas en las cuales la inversión privada es crucial. Por ejemplo, según estimaciones de la Comisión Europea, la transición energética requerirá inversiones adicionales por importe de más de 400.000 millones de euros anuales durante la próxima década. La inversión pública, y la inversión supranacional procedente de los fondos NGEU, solo podrán cubrir una pequeña parte de ese importe.



COMPORTAMIENTO DE DISTINTOS BONOS EN TORNO AL ANUNCIO DE EMISIONES DE LA UE



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat y estadísticas nacionales.

NOTAS: Deuda pública a largo plazo. Calificación crediticia AAA/AA+ según S&P. Nacional del área del euro incluye Alemania, Austria, Finlandia, Luxemburgo y Países Bajos.

FUENTES: Bloomberg y Thomson Reuters.

Además, una característica fundamental y trascendental para un mercado de capitales más integrado sería la existencia de un volumen significativo de activos seguros paneuropeos. Un activo seguro común se convertiría muy probablemente en referencia común, permitiendo que los precios de los valores de renta variable y renta fija de toda el área del euro reflejasen mejor el riesgo de sus fundamentos. Facilitaría el desarrollo y la integración de los mercados financieros y de capitales del área, dado que los movimientos en busca de la calidad ya no implicarían flujos transfronterizos a los países considerados más seguros. Esto sería especialmente importante en períodos de tensiones, cuando contribuiría a alejar el riesgo de fragmentación de los mercados de bonos y el consiguiente deterioro del mecanismo de transmisión de la política monetaria. En este sentido, la experiencia con las emisiones que financian los programas SURE y NGEU puede servir como prototipo para este activo seguro. Aunque relativamente reducidas, han sido un éxito en términos de demanda del mercado y han reducido los costes de financiación para la mayoría de Estados miembros gracias a la financiación mancomunada (diapositiva 9).

## Consideraciones finales

### CONCLUSIONES PRINCIPALES:

BANCO DE ESPAÑA  
Eurosistema

- LA SITUACIÓN HA CAMBIADO DESDE QUE SE CONCIBIÓ EL TRATADO DE MAASTRICHT.
- UNA REVISIÓN SUSTANCIAL DEL PEC DEBERÍA INCORPORAR ELEMENTOS SUPRANACIONALES DE COMPARTICIÓN DE LA CARGA DE LA DEUDA.
- LOS DESEQUILIBRIOS DENTRO DE LA UE Y LOS RETOS FUTUROS DEL CRECIMIENTO REQUIEREN UNA REFORMA DEL SEMESTRE EUROPEO.
- UN ACTIVO SEGURO PANEUROPEO SERÍA UNA CARACTERÍSTICA FUNDAMENTAL Y TRASCENDENTAL DE UN MERCADO DE CAPITALES MÁS INTEGRADO.

**Tal y como he dicho al principio de mi intervención, hasta la fecha, el *policy mix* fiscal y monetario ha aprobado con buena nota el exigente examen planteado por la crisis del COVID-19.** Las decisiones *ad hoc* tomadas por los responsables de política económica han sido adecuadas y han compensado las carencias de la estructura institucional del área del euro, lo que ha permitido que la política monetaria y la fiscal hagan su trabajo sin sobrecargarse mutuamente. Ahora, los retos inmediatos a los que nos enfrentamos son dos: normalizar las políticas fiscales cuando se acredite que la reciente mejora de las perspectivas económicas es suficientemente sostenible, y ajustar las medidas de política monetaria extraordinarias adoptadas una vez que se considere que se ha alcanzado de forma sostenible el objetivo de inflación a medio plazo del BCE.

**Más adelante, el reto será cómo plasmar esta historia de éxito en un marco estable y predecible, que también tenga en cuenta los diversos desafíos futuros.** Como he dicho antes, para garantizar el correcto funcionamiento del *policy mix* en el área del euro hacen falta reformas en varios ámbitos. En primer lugar, una revisión sustancial del marco fiscal europeo que constituya un cambio de paradigma, al incorporar elementos supranacionales de compartición de la carga fiscal y, al mismo tiempo, garantizar la plena responsabilidad nacional. En segundo lugar, una agenda europea a medio plazo que favorezca el crecimiento económico y promueva el desarrollo de una economía flexible y pujante, además de fomentar reformas profundas en todos los rincones del área del euro, y de la UE en general. En tercer lugar, la culminación de las uniones bancaria y de los mercados de capitales, con el fin de cimentar un marco que amortigüe verdaderamente las perturbaciones macrofinancieras y proporcione un entorno óptimo para canalizar la inversión privada a las transiciones climática y digital.