

Resumen

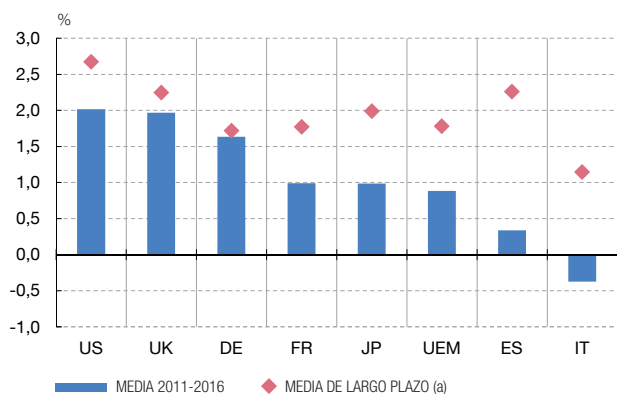
La fragilidad de la recuperación económica en la UEM y su dependencia del estímulo de las medidas de política monetaria implementadas por el BCE han suscitado un debate sobre la conveniencia de diseñar una política fiscal más activa a escala de la UEM. Este debate se produce en un contexto en el que no hay signos de un ajuste sostenido de la inflación hacia su objetivo de medio plazo, de modo que no cabe esperar una reacción de la autoridad monetaria ante una expansión fiscal, y los costes de financiar un eventual estímulo presupuestario con deuda pública son reducidos. No obstante, los elevados niveles de endeudamiento público que registran numerosos países hacen que el espacio fiscal para implementar políticas fiscales expansivas sea limitado.

En un entorno de espacio fiscal limitado, la composición adecuada de las actuaciones de política fiscal resulta fundamental, tanto en lo referido a los instrumentos utilizados como a su distribución por países. De acuerdo con las estimaciones disponibles, solo un conjunto de países del núcleo de la UEM dispondría de márgenes de maniobra presupuestarios significativos. En este sentido, la evidencia que se presenta en este capítulo sobre la relevancia de los efectos de desbordamiento de la política fiscal sugiere que aumentos de la inversión pública en estos países podrían tener un efecto nada desdeñable sobre el crecimiento económico del resto de los socios. Por su parte, los países que deben proseguir sus esfuerzos de consolidación también tienen margen para diseñar actuaciones menos desfavorables para el crecimiento, orientadas a incrementar la eficiencia del nivel de gasto público y las sinergias con el sector privado y a reequilibrar la carga impositiva hacia figuras menos distorsionantes de la actividad privada.

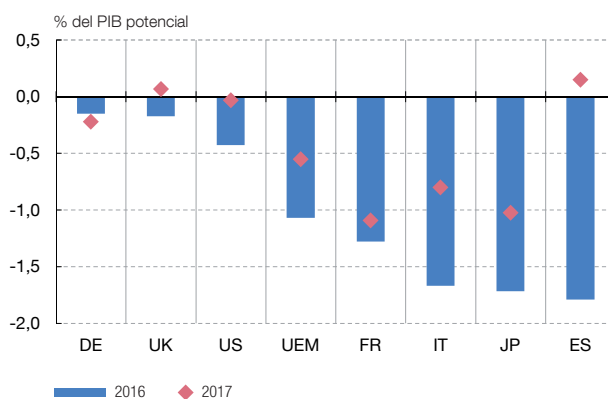
Desde el punto de vista agregado del área del euro, las dificultades que comporta instrumentar actuaciones comunes de política fiscal, en un marco de toma de decisiones muy descentralizado, apuntan hacia la conveniencia de diseñar instrumentos de carácter supranacional que permitan hacer frente a perturbaciones adversas. En particular, resulta conveniente progresar en la creación de algún tipo de mecanismo común de aseguramiento cíclico, que contribuya a paliar la ausencia de una capacidad fiscal centralizada, y complemente la escasa potencia estabilizadora de los mecanismos públicos y privados de compartición de riesgos existentes actualmente. La evidencia que se presenta en este capítulo sugiere que se podría diseñar un mecanismo que, sin comprometer grandes recursos (inferiores al actual presupuesto europeo), y sin que conlleve transferencias permanentes entre Estados, permitiría alcanzar una capacidad fiscal de estabilización similar a la alcanzada con el sistema federal de transferencias de Estados Unidos.

Asimismo, el marco de gobernanza presupuestario actual debe incentivar que los países generen márgenes de maniobra durante las fases de expansión, de manera que aumente la capacidad estabilizadora de la política fiscal en el conjunto de la UEM en momentos de crisis. En este sentido, el marco presupuestario europeo es complejo y poco transparente, lo que ilustra la necesidad de avanzar en su simplificación. Las propuestas recientes, que buscan dar un mayor peso a la deuda pública como ancla de medio plazo y a la regla de gasto como herramienta operativa, resultan adecuadas. En todo caso, el reforzamiento de las labores de supervisión y control de las reglas fiscales resulta fundamental para garantizar su cumplimiento.

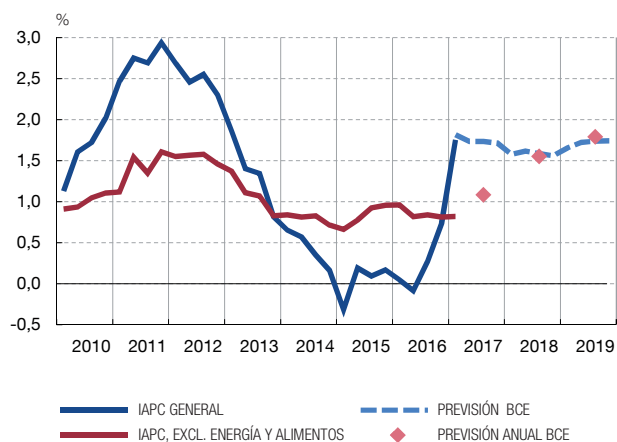
1 CRECIMIENTO DEL PIB



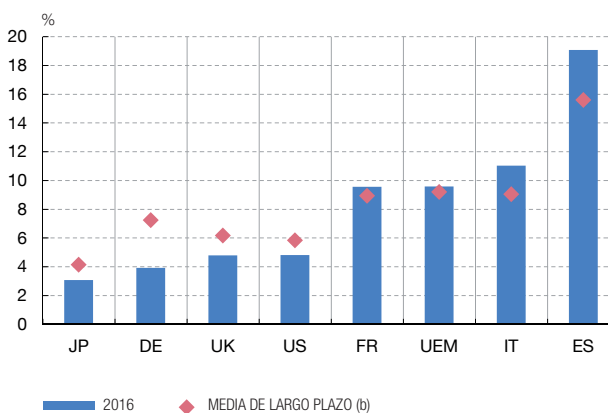
2 OUTPUT GAP



3 INFLACIÓN



4 TASA DE PARO



FUENTES: Comisión Europea, Eurostat, Banco Central Europeo y Fondo Monetario Internacional.

a Media del crecimiento desde 1980 hasta 2016.
 b Media de la tasa de paro desde 1995 hasta 2016.



1 Introducción

La situación macroeconómica del área del euro sigue caracterizada por una recuperación gradual y frágil. A pesar de las mejoras recientes en la evolución de la economía del área del euro (véase el capítulo 1 de este Informe), la incertidumbre sobre las políticas económicas en Estados Unidos, así como la derivada del proceso de salida del Reino Unido de la Unión Europea (UE) y de las elecciones en distintos países europeos, en un contexto en el que persisten niveles de desempleo elevados, tasas de crecimiento económico reducidas y debilidades en algunas instituciones financieras, plantean riesgos significativos (véase gráfico 4.1). Por otro lado, la tasa esperada de inflación de la UEM en el medio plazo permanece todavía alejada de la referencia de medio plazo del 2 %, a pesar del reciente repunte de los precios, asociado a los efectos transitorios vinculados sobre todo a los precios energéticos.

Por su parte, la actuación de la política monetaria en los últimos años ha contribuido de manera decisiva a normalizar las condiciones financieras en la UEM y, más en general, a mitigar los riesgos macroeconómicos. Además de llevar el tipo de interés de

la facilidad de depósito a tasas ligeramente negativas, el Banco Central Europeo (BCE) acentuó el impulso monetario a través de la provisión de financiación a largo plazo al sistema bancario y, en 2014, dio el paso de introducir un programa de compras de activos a gran escala (APP, por sus siglas en inglés)¹, que continúa activo en la actualidad. Mientras tanto, en estos años, el tono de la política fiscal en el conjunto del área del euro fue contractivo, dadas las necesidades de los procesos de consolidación fiscal en una mayoría de países, de manera que la política monetaria ha asumido un papel central en la estabilización de la economía de la UEM durante este período.

En este contexto, se ha planteado recientemente un debate acerca del papel que debería desempeñar la política fiscal para reforzar la recuperación económica de la UEM². Desde distintos ámbitos se han planteado argumentos que favorecerían una orientación expansiva de la política fiscal en la UEM tomada en su conjunto. Por un lado, los costes de financiación de la deuda pública, en la actual situación de tipos de interés bajos, son reducidos, lo que aumenta los márgenes de maniobra presupuestarios. Al mismo tiempo, el tono marcadamente expansivo de la política monetaria favorece la efectividad de un eventual estímulo fiscal, en la medida en que, en un escenario de inflación moderada, es menos probable que dicho estímulo se vea contrarrestado por un endurecimiento de la política monetaria³. Dentro de una unión monetaria, esta última circunstancia tiende, a su vez, a amplificar los efectos expansivos de la política fiscal no solo en el país que aplica dicha política, sino también en el resto de economías que comparten la misma política monetaria. Estos efectos positivos de desbordamiento (*spillovers*) de la política fiscal entre distintos países de la UEM pueden abrir la puerta a posibles estrategias de coordinación de las políticas fiscales para el conjunto del área.

Sin embargo, la arquitectura institucional actual del área del euro no favorece la actuación coordinada de los distintos países en materia presupuestaria. Mientras que la política monetaria única es responsabilidad del BCE, las políticas fiscales lo son de las autoridades nacionales, lo que supone una diferencia sustancial frente a otras grandes economías (como Estados Unidos y Japón, donde ambas políticas son gestionadas a escala nacional). En la UEM, el tono de la política fiscal resulta de la agregación de las políticas fiscales de los países miembros, que se diseñan, no obstante, con la restricción de que deben cumplir el marco de reglas presupuestarias común de la UE, definido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC). En este sentido, en la situación actual los márgenes de maniobra en el ámbito presupuestario para un buen número de países son limitados, dados los niveles todavía elevados de deuda pública y las perspectivas inciertas sobre su dinámica en el medio plazo, así como las presiones presupuestarias que se derivan de las tendencias demográficas adversas asociadas al progresivo envejecimiento de la población.

Al mismo tiempo, la ausencia de instrumentos de política fiscal centralizados limita las posibilidades de realizar actuaciones discrecionales en el ámbito del conjunto de la UEM. El marco institucional de la política fiscal en la UEM no dispone de una capacidad fiscal centralizada que permita una reacción automática ante perturbaciones económicas.

1 Para un análisis de las medidas de política monetaria adoptadas por el Eurosistema a lo largo de la crisis y de sus implicaciones macroeconómicas, véase Banco de España (2016), «El efecto de las políticas monetarias del BCE en el período reciente», capítulo 3 del *Informe Anual*, 2015.

2 Véase, por ejemplo, OCDE (2016), «Using the fiscal levers to scape the low-growth trap», *Economic Outlook*, capítulo 2, vol. 2016, 2, París.

3 Sobre la interacción de las políticas monetaria y fiscal, pueden consultarse Banco Central Europeo (2012), «Interacciones entre la política monetaria y la fiscal en una unión monetaria», *Boletín Mensual*, julio, o E. Gerba (2017), *Monetary-fiscal policy interactions in the euro area*, mimeo, Banco de España.

Así, el modo de instrumentar respuestas conjuntas de política fiscal se ha basado en iniciativas *ad hoc* coordinadas por la Comisión Europea (CE). Este es el caso, por ejemplo, del «Plan Europeo de Recuperación Económica» (PERE), de noviembre de 2008; del Plan de Inversiones Europeas (denominado «Plan Juncker»), que se aprobó a finales de 2014; y, más recientemente, de la Comunicación de la CE sobre la necesidad de una orientación más expansiva de la política fiscal en la UEM, formulada en noviembre de 2016.

En este contexto, el presente capítulo revisa, en primer lugar, los argumentos que se han planteado recientemente en torno al papel de la política fiscal en la UEM como elemento de soporte de la recuperación económica en la situación actual. Con posterioridad, desde una perspectiva de medio plazo, se analizan los retos del marco institucional de la UEM en relación con la coordinación de la política presupuestaria. Para ello se discuten las principales alternativas disponibles para reforzar la capacidad estabilizadora de la política fiscal mediante instrumentos genuinamente europeos y se evalúan las posibles líneas de avance en el ámbito de las reglas fiscales, en particular en lo relativo a su capacidad para generar márgenes de maniobra presupuestarios *ex ante* que permitan a las economías de la UEM absorber perturbaciones macroeconómicas adversas, tanto idiosincrásicas como agregadas.

2 El papel de la política fiscal en la coyuntura actual

2.1 CONDICIONANTES DE LA EFECTIVIDAD DE LA POLÍTICA FISCAL EN LA UEM

En condiciones normales, la política fiscal puede ser una herramienta apropiada de estabilización macroeconómica, en particular a través de los estabilizadores automáticos⁴. La política fiscal cuenta con dos mecanismos para estabilizar la economía. En primer lugar, una parte importante de los ingresos y gastos públicos actúa de manera automática como estabilizador a lo largo del ciclo económico. Ante, por ejemplo, una desaceleración económica, los ingresos impositivos, que dependen de la evolución macroeconómica, se reducen, mientras que algunas partidas de gasto, como la de desempleo, aumentan, lo que actúa como mecanismo estabilizador de las rentas de los agentes y, por consiguiente, de la demanda agregada. Esta actuación, además, se produce de manera granular, en la medida en que los sistemas de impuestos y transferencias reflejan la heterogeneidad individual de los hogares que los reciben, lo que permite amortiguar los posibles efectos distributivos adversos derivados de las perturbaciones económicas⁵. Por otra parte, los estabilizadores automáticos operan de forma simétrica a lo largo del ciclo, atenuando el recalentamiento en los períodos de expansión y apoyando la actividad económica en las fases de desaceleración, lo que limita sus efectos sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas. Por estas razones, la literatura económica ha favorecido tradicionalmente este canal de actuación de la política fiscal.

Las administraciones públicas cuentan también con la capacidad para adoptar decisiones discrecionales de modificación de sus políticas de ingresos y gastos, con el propósito de estabilizar la economía. En este caso, la literatura económica subraya que los estímulos discrecionales, cuando se produzcan, deben ser oportunos, transitorios y focalizados (*timely, temporary and targeted*, en terminología anglosajona), con el objetivo de minimizar los problemas derivados de los posibles retrasos en su implementación con respecto al momento en el que la economía sufre una perturbación macroeconómica adversa, de maximizar la potencia de su impacto y de reducir sus efectos negativos sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas⁶.

4 Véase Comisión Europea (2016), «Towards a positive euro area fiscal stance», *EPSC Strategic Notes*.

5 Véase A. McKay y R. Reis (2016), «The role of automatic stabilizers in the U.S. business cycle», *Econometrica*, 84, pp. 141-194.

6 Véase C. Bouthevillain, J. Caruana, C. Checherita, J. Cunha, E. Gordo, S. Haroutunian, G. Langenus, A. Hubic, B. Mancke, J. J. Pérez y P. Tommasino (2009), «Pros and cons of various fiscal measures to stimulate the economy», *Economic Bulletin*, julio, Banco de España.

Distintos factores macroeconómicos pueden condicionar la efectividad de la política fiscal discrecional. La literatura empírica ha identificado distintos elementos que afectan al tamaño de los multiplicadores fiscales en el corto plazo⁷. Los estímulos fiscales tienden a tener mayor efecto cuanto mayor es la proporción de hogares con restricciones financieras y que, por tanto, basan sus decisiones de consumo en la renta corriente, cuando la medida es temporal y su reversión es creíble, en presencia de mayores rigideces nominales y reales, cuando los estabilizadores automáticos del presupuesto son menores, y en economías más cerradas. Asimismo, los efectos macroeconómicos de la política fiscal tienden a ser asimétricos, siendo más potentes en situaciones de bajo crecimiento que en expansiones, y en momentos de bajo estrés fiscal (esto es, en situaciones de dinámica sostenible de la deuda pública), frente a aquellos de alta vulnerabilidad de las finanzas públicas⁸. En particular, un estímulo de política fiscal, si se produce en una situación de incertidumbre sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas, asociada, por ejemplo, a un nivel de deuda pública elevado, podría llevar aparejados incrementos significativos en los costes de financiación de la deuda soberana y, eventualmente, del conjunto de agentes de la economía, que contrarresten su impacto expansivo.

El impacto sobre la actividad también depende del instrumento de política fiscal que se use. Los multiplicadores asociados a aumentos discretos del consumo y de la inversión públicos suelen ser superiores a los de los impuestos, dado el efecto directo de los primeros sobre la demanda agregada de la economía. En cuanto a los distintos componentes del gasto, la evidencia empírica muestra que el aumento de la inversión pública lleva asociado un mayor multiplicador que el del gasto corriente (véase cuadro 4.1). Además, cabe esperar que los mayores efectos del incremento de la inversión pública perduren en el tiempo, en la medida en que el gasto se concentre en el desarrollo de infraestructuras en aquellas áreas donde se identifiquen carencias, por su impacto sobre la acumulación de capital productivo y sobre el crecimiento potencial de la economía. No obstante, el grado de eficiencia de los proyectos y los retrasos en su implementación pueden condicionar el alcance y la efectividad de este tipo de políticas⁹. Por su parte, por el lado de los ingresos, se estima, en general, un mayor impacto asociado a reducciones de los impuestos sobre la renta, por sus efectos sobre la oferta de trabajo, que cuando se producen cambios en la imposición indirecta. No obstante, la heterogeneidad de las estimaciones disponibles en la literatura sobre estos efectos es elevada.

En las circunstancias actuales de la UEM, caracterizadas por la existencia de costes de financiación de la deuda pública muy reducidos, los márgenes de maniobra presupuestarios son mayores¹⁰. En un contexto como el actual, de bajos tipos de

7 El multiplicador fiscal mide la traslación de un cambio en un instrumento de política presupuestaria a la actividad económica, normalmente medida por el PIB, en distintos horizontes temporales. Véase la discusión conceptual general que se realiza en Comisión Europea (2012), «Report on Public Finances in EMU 2012», *European Economy*, n.º 4. Para un análisis de los distintos canales que se discuten en el párrafo, véanse, entre otros, T. Warmedinger, C. Checherita y P. Hernández de Cos (2015), «Fiscal multipliers and beyond», *Hacienda Pública Española / Review of Public Economics*, 215, pp. 139-168; J. Galí, D. López Salido y J. Vallés (2007), «Understanding the Effects of Government Spending on Consumption», *Journal of the European Economic Association*, 5, pp. 227-270; o G. Corsetti, A. Meier y G. Müller (2012), «What Determines Government Spending Multipliers?», *Economic Policy*, 27, pp. 521-565.

8 Para un análisis de las interacciones entre procesos de consolidación fiscal y el desapalancamiento privado, véase J. Andrés, Ó. Arce y C. Thomas (2016), *When Fiscal Consolidation Meets Private Deleveraging*, Documentos de Trabajo, n.º 1622, Banco de España.

9 Véase J. de Jong, M. Ferdinandusse, J. Funda y I. Vetlov (2017), *The effect of public investment in Europe: a model-based assessment*, Documentos de Trabajo, n.º 2021, Banco Central Europeo.

10 Para un análisis reciente sobre la existencia de sinergias entre políticas fiscales contracíclicas y medidas no convencionales de política monetaria en un contexto de tipos de interés muy reducidos, véase Ó. Arce, S. Hurtado y C. Thomas (2015), «Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union», *International Journal of Central Banking*, vol. 12, n.º 3, pp. 219-277.

1 MULTIPLICADOR TOTAL

	Literatura empírica (b)			1985-2010 (c)						1980-2015 (c)					
	1985-2010			Blanchard-Perotti (d)			Proyección local (e)			Blanchard-Perotti (d)			Proyección local (e)		
	1 trimestre	1 año	2 años	1 trimestre	1 año	2 años	1 trimestre	1 año	2 años	1 trimestre	1 año	2 años	1 trimestre	1 año	2 años
	Alemania	0,4	1,2	1,8	1,0	1,3	2,1	1,0	0,9	1,9	1,0	0,9	1,3	1,0	0,9
Francia	1,6	1,5	1,2	0,4	0,8	1,5	0,5	0,8	1,1	0,3	0,6	1,2	0,4	0,5	1,1
Italia	0,1	0,3	0,8	0,0	0,6	1,1	0,0	0,6	1,3	-0,1	0,6	1,1	-0,1	0,6	1,1
España	0,3	1,2	1,8	0,5	1,5	1,7	0,5	1,3	1,3	0,5	1,0	1,4	0,5	1,1	1,4
Área del euro	0,6	1,4	1,7	0,4	1,3	1,7	0,5	1,5	2,3	0,3	1,0	1,3	0,3	1,0	1,1

2 MULTIPLICADORES POR COMPONENTES DEL GASTO PÚBLICO

	Consumo público			Inversión pública		
	1 trimestre	1 año	2 años	1 trimestre	1 año	2 años
Alemania	1,2	1,0	1,8	1,2	2,9	4,9
Francia	0,1	0,1	1,2	1,2	1,5	1,9
Italia	-0,1	0,9	1,4	0,0	0,7	1,8
España	0,6	0,8	0,0	0,3	1,1	2,3
Área del euro	0,8	1,7	1,0	0,4	1,9	3,2

FUENTE: Banco de España.

- a Impacto sobre el PIB derivado de un aumento de un euro en el gasto público o en uno de sus componentes.
- b Véanse Comisión Europea (2012), «Report on Public Finances in EMU 2012», *European Economy*, n.º 4, y G. Cleaud, M. Lemoine y P. A. Pionnier (2014), *Which size and evolution of the government expenditure multiplier in France (1980-2010)?*, Working Paper, Banque de France (G2013/15).
- c M. Alloza, P. Burriel y J. J. Pérez (2017), *Coordinated Fiscal Policies in the Euro area: Revisiting the Size of Spillovers*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima aparición.
- d Según la metodología propuesta por O. Blanchard y R. Perotti (2002), «An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output», *Quarterly Journal of Economics*, 117, pp. 1329-1368.
- e Según la metodología propuesta por Ó. Jordà (2005), «Estimation and inference of impulse responses by local projections», *American Economic Review*, 95, pp. 161-182.

interés y, en general, fuerte demanda inversora de valores de renta fija pública, los costes de financiar un eventual estímulo presupuestario con deuda pública son reducidos. Además, la política monetaria ha disminuido de forma significativa la carga de intereses de las Administraciones Públicas del área del euro, permitiendo generar márgenes de maniobra adicionales para la política fiscal. En efecto, el impacto más inmediato de las medidas monetarias expansivas sobre las finanzas públicas es el que se produce a través de la reducción del coste de financiación de la deuda pública, que, en el caso del conjunto de la UEM, ha caído significativamente desde mediados de 2012, momento álgido de la crisis de deuda soberana (véase cuadro 4.2). Una manera de cuantificar este impacto consiste en comparar la evolución observada de la carga de intereses con aquella que se hubiera producido en un escenario hipotético en el que los tipos de interés de emisión de la deuda se hubieran mantenido en los niveles previstos en el momento anterior al anuncio del programa de compra de valores por parte del BCE y la situación presupuestaria no hubiera variado con respecto a la proyectada entonces. Los resultados de un ejercicio de estas características muestran que, entre 2014 y 2016, las Administraciones Públicas de España y de Italia se habrían ahorrado en concepto de pagos por intereses de la deuda en torno a 1 punto porcentual (pp) del PIB, en términos acumulados, como consecuencia de la puesta en marcha de las políticas monetarias no convencionales (véase cuadro 4.2)¹¹. A ello cabe añadir el impacto favorable de la política monetaria

¹¹ En otros países, como Alemania y Francia, donde el impacto de estas medidas sobre los tipos soberanos ha sido más reducido, este ahorro habría sido significativamente menor, situándose entre una y tres décimas del PIB.

	Gasto en intereses (% del PIB)		Tipos de intereses implícitos (%)		Vida media deuda pública (años)		Variación del gasto en intereses (% del PIB)			Efecto directo estimado del programa de compras			
	2014	2016	2014	2016	2014	2016	Observada 2014-2016	Debida a variación en		Variación en tipo a cinco años		Ejercicio contrafactual (a)	
								Deuda	Tipos	Observada (pb)	Debido a programa (b) (%)	Variación del tipo a cinco años esperada en mayo de 2014	Ahorro en gastos de intereses, % del PIB
UEM	2,7	2,2	2,9	2,5	7,3	7,9	-0,46	-0,07	-0,39	-117	67		
Alemania	1,8	1,4	2,4	2,0	6,2	6,5	-0,39	-0,12	-0,27	-107	18	81	0,1
Francia	2,2	1,9	2,3	2,0	7,0	8,0	-0,29	0,02	-0,31	-110	51	94	0,3
Italia	4,6	4,0	3,5	3,0	6,8	7,3	-0,62	0,03	-0,65	-110	128	118	1,3
España	3,5	2,8	3,5	2,8	6,0	7,0	-0,66	-0,01	-0,65	-147	83	127	0,9
Países Bajos	1,4	1,1	2,1	1,7	6,8	7,0	-0,34	-0,08	-0,26	-104	39	80	0,1
Bélgica	3,3	2,9	3,1	2,7	7,5	8,5	-0,41	0,00	-0,41	-121	28	92	0,2

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

- a Diferencias con respecto a ejercicio contrafactual consistente en asumir que, en ausencia del programa, los tipos de interés habrían evolucionado en línea con lo previsto en mayo de 2014 (tipos forward de mercado). Véase P. Burriel, F. Martí y J.J. Pérez (2017) «El impacto de la política monetaria no convencional sobre las finanzas públicas de la UEM», Artículos Analíticos, Banco de España, de próxima aparición.
- b Estudio de eventos considerando la variación con una ventana de dos días en torno a 36 fechas en las que el Consejo de Gobierno del BCE anunció medidas, se publicaron reseñas de sus reuniones o se produjeron intervenciones de destacados miembros del Consejo que permitían anticipar la posibilidad de la adopción próxima de actuaciones.

sobre las condiciones macroeconómicas¹² y su consiguiente reflejo en la mejora de las cuentas públicas. Este impacto adicional favorable sobre las finanzas públicas de la UEM tomada en su conjunto se estima en torno a 0,7 pp del PIB en el período 2014-2016 (véase gráfico 4.2)¹³.

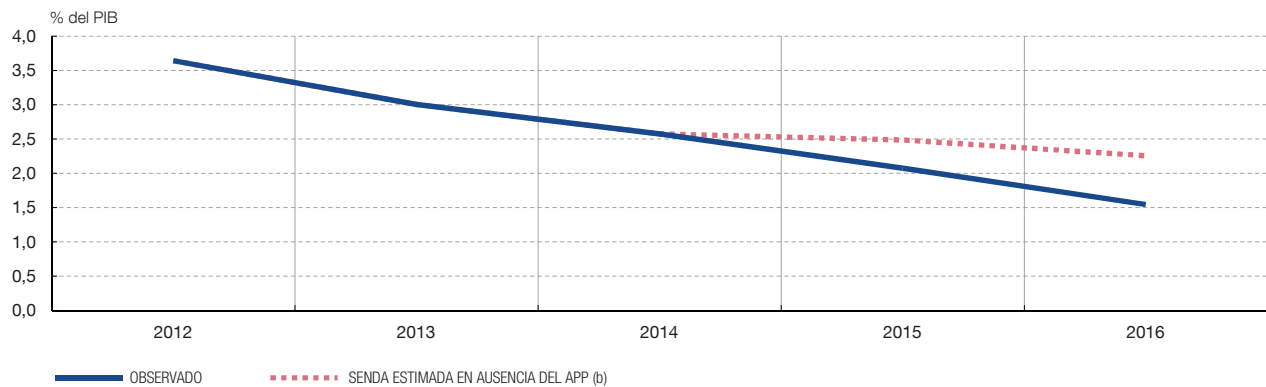
No obstante, dado que los niveles de deuda pública permanecen elevados en la UEM y en muchos países, la finalización de los procesos de consolidación fiscal resulta crucial para retomar una dinámica sostenible de la deuda pública. Si se mantienen las dinámicas actuales de crecimiento económico y se produce una recuperación de las tasas de inflación a niveles compatibles con el objetivo del BCE, y bajo el supuesto de que se cumplen los objetivos marcados por el PEC, la deuda pública para el conjunto de la UEM podría situarse a lo largo de la próxima década en niveles inferiores, pero cercanos, al 80 % del PIB (véase gráfico 4.3, panel izquierdo)¹⁴. Sin embargo, las dinámicas y los niveles de deuda son muy heterogéneos entre países. En algunos casos, la convergencia hasta niveles inferiores al 100 % del PIB resultaría mucho más gradual (véase línea azul del panel izquierdo del gráfico 4.3) y bajo escenarios de no cumplimiento de los objetivos del PEC, de menor crecimiento potencial o de normalización de las condiciones financieras más rápida que la asumida en este escenario, los niveles de deuda pública solo podrían estabilizarse en torno a los elevados valores actuales (véase gráfico 4.3, panel derecho). Con una perspectiva de más largo plazo, la probabilidad estimada

12 Véase capítulo 3, «El efecto de las políticas monetarias del BCE en el período reciente», *Informe Anual, 2015*, Banco de España.

13 En concreto, se emplea una extensión del modelo estimado en P. Burriel y A. Galesi (2016), *Uncovering the heterogeneous effects of ECB unconventional monetary policies across euro area countries*, Documentos de Trabajo, n.º 1631, Banco de España.

14 Véase P. Hernández de Cos, D. López Rodríguez y J. J. Pérez (2017), *Los retos del desaholamiento público*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.

DÉFICIT PÚBLICO EN LOS DOS ESCENARIOS



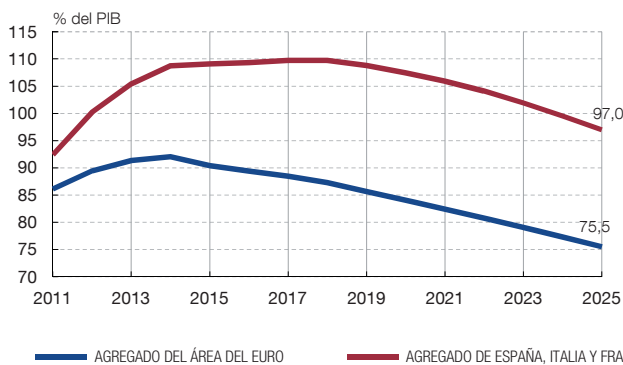
FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Estimación realizada con un modelo econométrico estructural de vectores autorregresivos global (GSVAR) estimado con datos mensuales desde 2008, en el que los impulsos de la política monetaria del BCE se identifican a partir del comportamiento del balance del banco central. Véase P. Burriel y A. Galesi (2016), *Unconverging the heterogeneous effects of ECB unconventional monetary policy*, Documentos de Trabajo, n.º 1631, Banco de España.
- b El escenario contrafactual «en ausencia del APP» se construye restando del balance del banco central las compras periódicas del Programa, de acuerdo con la decisión de diciembre de 2015 (60 mm de euros mensuales hasta marzo de 2017) y la decisión de marzo de 2016 de incrementar el volumen de compras a 80 mm a partir de abril de 2016. El ejercicio no incorpora, pues, los efectos ni las interacciones con otras medidas, como la bajada del tipo de la facilidad de depósito, y no tiene en cuenta elementos relevantes del Programa, como la clase de activos adquiridos.

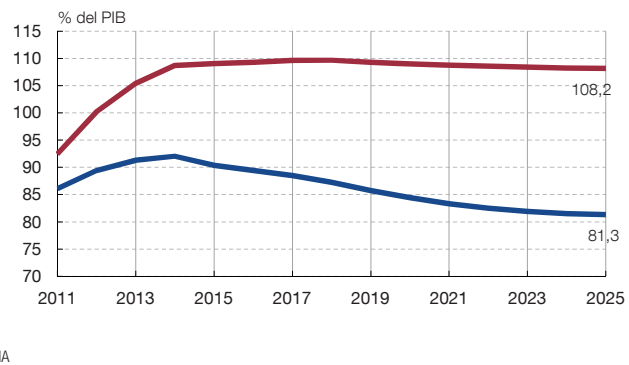
Descargar

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA EN LA UEM ANTE SUPUESTOS ALTERNATIVOS (a)

1 ESCENARIO BASE



2 ESCENARIO SIN CAMBIO EN LA POLÍTICA FISCAL



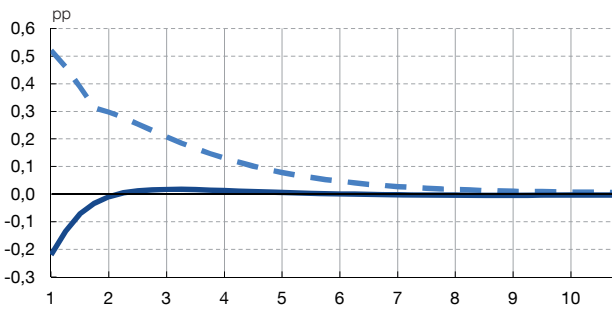
FUENTE: Banco de España.

- a Se presentan simulaciones alternativas de sendas de la ratio de deuda pública sobre el PIB para el área del euro y el agregado de España, Francia e Italia hasta el año 2025, bajo distintos supuestos de política fiscal. En el panel de la izquierda se asume como escenario base que los países del área del euro cumplen a lo largo del horizonte de simulación con sus objetivos presupuestarios fijados en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento europeo. En el panel de la derecha se asume que el tono de la política fiscal se mantiene en línea con la política fiscal observada en 2016. Las simulaciones se realizan a partir de los datos de cierre de 2016, las previsiones macroeconómicas de medio plazo de la Comisión Europea y los objetivos de estabilidad de precios fijados por el BCE. Los detalles de la herramienta de simulación se encuentran descritos en P. Hernández de Cos, D. López Rodríguez y J. J. Pérez (2017), *Los retos del despalancamiento público*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación, y en O. Bouabdallah y C. Checherita (2017), *Debt sustainability analysis for euro area coverings: a methodological framework*, Documento Ocasional del BCE, n.º 185.

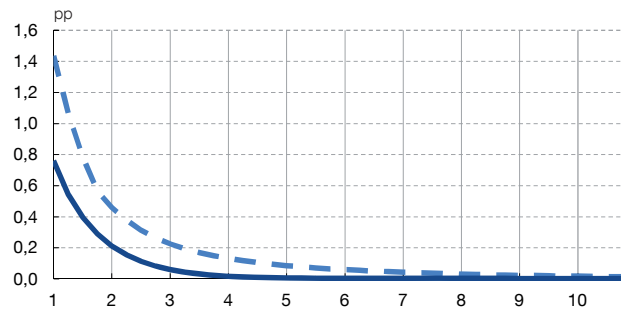
Descargar

EFECTO MARGINAL DE UNA EXPANSIÓN FISCAL EN LOS PAÍSES CENTRALES DE LA ZONA DEL EURO SOBRE EL PIB

1 PAÍSES PERIFÉRICOS



2 PAÍSES CENTRALES



— CON REACCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

- - SIN REACCIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

FUENTE: Banco de España.

a Desviaciones con respecto al escenario base. Simulaciones de una expansión fiscal de un 1% del PIB realizadas con el modelo de O. Arce, S. Hurtado y C. Thomas (2016), «Sinergias entre política monetaria y políticas nacionales en la Unión Monetaria», *Boletín Económico del Banco de España*, diciembre.

 Descargar

de que la deuda de la UEM se sitúe por debajo de la referencia del 60 % del PIB en un horizonte de diez años es muy reducida¹⁵.

La actual orientación expansiva de la política monetaria en la UEM favorecería la efectividad de una política fiscal expansiva de los países con margen fiscal y la extensión de sus efectos al resto del área. En la situación actual, en la medida en que no cabe esperar un endurecimiento del tono monetario ante los estímulos presupuestarios, siempre y cuando estos no comprometieran los objetivos de estabilidad de precios a medio plazo, un impulso fiscal podría tener efectos más expansivos. El gráfico 4.4 ilustra el papel que desempeña la política monetaria en la transmisión de dicho estímulo, en el contexto de un modelo macroeconómico teórico de una unión monetaria con dos regiones o grupos de países diferenciados, que tratan de aproximar la heterogeneidad de las economías actuales del área del euro¹⁶. La primera región se caracteriza por presentar niveles reducidos de endeudamiento privado y unas cuentas públicas con margen suficiente (espacio fiscal) para llevar a cabo una expansión presupuestaria, lo que se acercaría a la situación actual de países centrales de la UEM, como Alemania y Países Bajos. El segundo grupo de países precisa reducir sus elevados niveles de endeudamiento privado y carece de espacio fiscal, situación, por tanto, similar a la de las economías periféricas del área. En circunstancias normales para la política monetaria, en las que esta responde ajustando sus tipos de interés simétricamente ante subidas y bajadas en la inflación, el modelo sugiere que una expansión fiscal realizada por los países con margen para ello tendría un impacto positivo sobre su propia actividad económica y presionaría al alza la inflación del conjunto del área. La reacción de la política monetaria motivada por el aumento de los precios amortiguaría el impacto sobre la actividad económica de estos

15 De acuerdo con las simulaciones realizadas con el modelo de J. Andrés, J. J. Pérez y J. A. Rojas (2017), *Implicit public debt thresholds: an empirical exercise for the case of Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 1701, Banco de España.

16 Véase Ó. Arce, S. Hurtado y C. Thomas (2016), «Sinergias entre política monetaria y políticas nacionales en la Unión Monetaria», *Boletín Económico*, octubre, Banco de España.

países y tendría un impacto negativo sobre la región sin margen fiscal. Por el contrario, en una situación como la actual, en la que la tasa de inflación se encuentra por debajo de su objetivo de medio plazo y los tipos de interés están restringidos por la existencia de un límite inferior efectivo, no parece probable que fueran necesarias medidas restrictivas por parte de la autoridad monetaria ante un aumento moderado de la demanda interna. Por consiguiente, el impacto positivo de la expansión fiscal no solo sería más elevado en el conjunto de países que la lleva a cabo, sino que se extendería también al resto de los socios, dando lugar así a efectos de desbordamiento o *spillovers* positivos.

Las estimaciones realizadas mediante modelos econométricos sugieren que una expansión discrecional del gasto público en las grandes economías de la UEM produce, en promedio, un impacto cuantitativamente relevante sobre el PIB de sus países vecinos (véase recuadro 4.1)¹⁷. Si se atiende a los componentes del gasto público, se observa que los aumentos de la inversión presentan mayores efectos de desbordamiento que los del gasto público corriente¹⁸, de cuantía similar para el conjunto de la UEM y los países considerados. Estos resultados sugieren que la inversión pública, convenientemente dirigida hacia proyectos con capacidad de mejorar la eficiencia y la capacidad de crecimiento de la economía, podría ser el instrumento sobre el que articular una política coordinada de estímulo presupuestario, sobre la base de su expansión en aquellos países que cuenten con margen de maniobra presupuestario suficiente.

Los países que no cuentan con margen de maniobra fiscal deberían diseñar una estrategia de consolidación favorable al crecimiento económico. Dado que la combinación de instrumentos por el lado de los ingresos y gastos públicos influye sobre su impacto macroeconómico a corto y medio plazo, los países que deben seguir afrontando una consolidación presupuestaria en los próximos años deberían diseñar sus políticas fiscales de manera que asumieran una composición favorable al crecimiento económico. Por el lado de los ingresos, existen márgenes para recomponer la cesta de impuestos hacia estructuras más favorables al crecimiento potencial, que descansen en figuras impositivas menos distorsionantes del comportamiento de los agentes económicos¹⁹. En el lado del gasto, según los análisis pormenorizados llevados a cabo en algunas economías como España, Portugal o Italia²⁰, parece existir margen en estos países para aumentar la eficiencia del gasto público y reorientar su composición hacia aquellas partidas con mayor incidencia sobre la acumulación de capital físico, tecnológico y humano, y, en consecuencia, sobre la productividad total de los factores y el crecimiento económico a largo plazo.

En la UEM, el tono de la política fiscal es el resultado de la agregación de las políticas fiscales nacionales. Más allá del presupuesto de la UE, limitado y enfocado a actuaciones de política agraria y convergencia estructural, no existen instrumentos que permitan ejercer una función estabilizadora a escala agregada, si la situación del área en su conjunto así lo requiriese, bien por un deterioro extremo de la actividad económica, como ocurrió en el año 2008, bien por la necesidad de complementar la actuación de la política monetaria, como sucedería en la actualidad. La ausencia de instrumentos de política fiscal centralizados en la UEM limita las posibilidades de las actuaciones discrecionales en este

2.2 LOS PROBLEMAS
DE IMPLEMENTACIÓN
PRÁCTICA DE UNA
POLÍTICA FISCAL
COORDINADA EN LA UEM

17 Véase, para una perspectiva general, M. G. Attinasi, M. Lalik e I. Vetto (2017), *Fiscal spillovers in the euro area a model-based analysis*, Documentos de Trabajo, n.º 2040, Banco Central Europeo.

18 Definido como consumo público.

19 Véase P. Hernández de Cos y D. López Rodríguez (2014), *Estructura impositiva y capacidad recaudatoria en España: un análisis comparado con la UE*, Documentos Ocasionales, n.º 1406, Banco de España.

20 Véase, entre otros, C. Vandierendonck (2014), *Public Spending Reviews: design, conduct, implementation*, European Economy, Economic Papers, n.º 525. Para el caso español, véase OCDE (2015), *España: de la reforma administrativa a la mejora continua*, Estudios de la OCDE sobre Gobernanza Pública, París.

ámbito, que deben asumir la forma de acuerdos multilaterales *ad hoc*, que además descansen en los márgenes de maniobra disponibles a escala nacional.

El componente preventivo del PEC está orientado a la generación de márgenes de maniobra que puedan ser utilizados ante perturbaciones adversas. La vertiente preventiva del PEC se aplica con carácter general a los países que registran un déficit inferior al 3 % del PIB y su objetivo principal es que estos mantengan un saldo presupuestario estructural próximo al equilibrio o con superávit a medio plazo, denominado «objetivo de medio plazo». El cumplimiento de este objetivo debería permitir que los países generaran un margen de maniobra suficiente para que, en las fases de desaceleración, los estabilizadores automáticos pudieran operar plenamente sin comprometer la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio y largo plazo. No obstante, estos márgenes nacionales pueden no ser suficientes para afrontar determinadas perturbaciones. Además, como sucedió durante la última crisis, se pueden desencadenar procesos de desconfianza que incrementan las primas de riesgo de algunos países, lo que disminuye la efectividad de las políticas de estabilización nacionales²¹.

El Plan Europeo para la Recuperación Económica (PERE) constituyó un ejemplo de respuesta coordinada de los países europeos frente a la crisis financiera internacional. El PERE canalizó un conjunto de actuaciones dirigidas al estímulo de la demanda, por un montante estimado de un 1,5 % del PIB de la UE, en 2009-2010. En ausencia de un presupuesto central significativo, se acordó que el 85 % de este impulso se financiara con cargo a los presupuestos nacionales, mientras que el resto se financió con cargo al presupuesto comunitario²². Como consecuencia, los Gobiernos de los países de la UEM introdujeron medidas de estímulo de naturaleza muy diversa, que, en conjunto, ascendieron al 1,1 % y al 0,8 % del PIB en los años 2009 y 2010, respectivamente, según las estimaciones de la CE. Las simulaciones disponibles sugieren que el PERE tuvo un impacto positivo sobre el PIB de en torno a 0,5 pp en términos acumulados en 2009-2010²³. Aunque varios organismos internacionales sugirieron la conveniencia de llevar a cabo un mayor estímulo fiscal cuando se constató la gravedad de la crisis económica²⁴, pronto se pusieron de manifiesto las dificultades para movilizar recursos adicionales, dadas las dinámicas adversas de la deuda pública que comenzaron a registrar algunos países europeos, así como el incremento de sus primas de riesgo soberanas y las dificultades para acceder a los mercados financieros, lo que dejaba un escaso margen de maniobra para medidas adicionales dentro del marco de reglas presupuestarias del PEC.

Otra iniciativa coordinada, más reciente, fue el Plan de Inversión para Europa (conocido como «Plan Juncker»), puesto en marcha en abril de 2015 y aún en curso. Este plan es una iniciativa en la que se utiliza el presupuesto común europeo como garantía para movilizar inversiones privadas por importe de 500 mm de euros entre 2015 y 2020 (tras la ampliación acordada en 2016), al tiempo que contiene medidas orientadas a identificar y eliminar las barreras regulatorias a la inversión en la UE. El plan se marcó como objetivo movilizar proyectos de inversión con potencial de generación de valor añadido

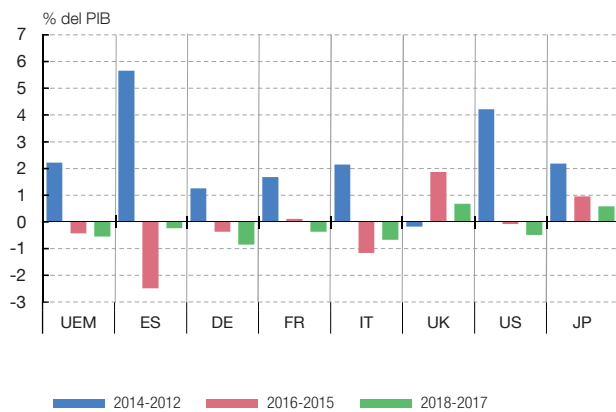
21 Véase P. de Grauwe (2012), «The governance of a fragile Eurozone», *Revista de Economía Institucional*, 13, pp. 33-41.

22 Véase Bouthevillain *et al.* (2009), *op. cit.*

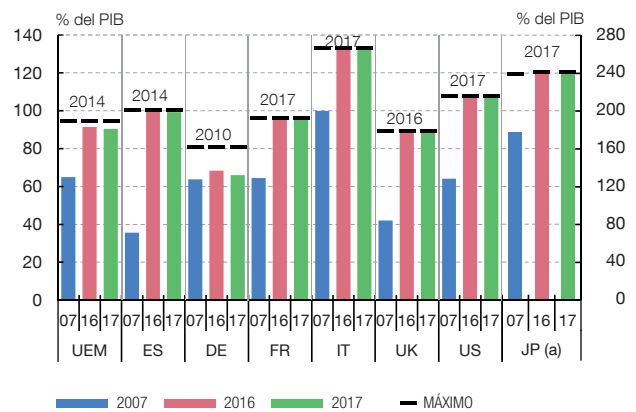
23 Véanse G. Coenen, R. Straub y M. Trabandt (2012), *Gauging the effects of fiscal stimulus packages in the euro area*, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers 1061, y T. Cwik y V. Wieland (2011), «Keynesian Government Spending Multipliers and Spillovers in the Euro Area», *Economic Policy*, 26, pp. 495-549.

24 Véase, por ejemplo, C. Freedman, M. Kumhof, D. Laxton y J. Lee (2009), *The case for global fiscal stimulus*, IMF Staff Position Note SPN/09/03.

1 VARIACIÓN DEL SALDO PRIMARIO ESTRUCTURAL



2 DEUDA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS



FUENTES: Comisión Europea y Fondo Monetario Internacional.

a Escala derecha.



elevado que, por su nivel de riesgo, no estuvieran recibiendo financiación, mediante la colaboración entre los sectores público y privado. A pesar de la complejidad de la gobernanza europea, este plan ha recibido una amplia aceptación por parte de los países miembros de la UE²⁵. No obstante, tras dos años de actuación, no se dispone de suficiente información para evaluar su efectividad, en particular en lo relativo a la capacidad que pueda estar teniendo para incentivar nuevos proyectos de inversión, en lugar de financiar proyectos que se hubieran realizado en cualquier caso²⁶.

Más recientemente, a finales de 2016, la CE publicó una Comunicación sobre la necesidad de una orientación más expansiva de la política fiscal en la UEM en 2017²⁷. De acuerdo con la Comisión, la coyuntura actual de la UEM resulta adecuada para que se realice una política fiscal de estímulo a la demanda agregada, en particular dada la situación de persistente crecimiento bajo y los reducidos tipos de interés vigentes. Esta propuesta de la CE parte de la constatación de que la política fiscal en la UEM ha pasado a presentar en los últimos años una orientación más neutral que la experimentada durante la crisis, en un contexto en el que la ratio de deuda pública sobre el PIB del agregado de la UEM se encuentra en una ligera trayectoria descendente (véase gráfico 4.5). En efecto, para el conjunto de la UEM, la Comisión estima que la política fiscal será ligeramente expansiva en 2017-2018, registrando un pequeño deterioro del saldo estructural primario público, en línea con el registrado en el bienio precedente, y en contraste con el sustancial ajuste implementado como reacción a la crisis de deuda soberana. En concreto, la CE considera que habría margen para una expansión adicional limitada, de aproximadamente 0,5 pp del PIB del área del euro en 2017, y que este impulso permitiría estimular el producto de manera que se reduciría la capacidad productiva ociosa (medida por el cierre de la brecha de producción), con un impacto asimismo positivo sobre la

25 Véase E. Rubio, D. Rinaldi y T. Pellerin-Carlin (2016), «Investment in Europe: making the best of the Juncker Plan (with case studies on digital infrastructure and energy efficiency)», *Notre Europe*, Jacques Delors Institute Studies and Reports 109.

26 Véanse las valoraciones realizadas por el *think-tank Bruegel*, en mayo y junio de 2016. En concreto, G. Claeys y A. Leandro (2016), «Assessing the Juncker Plan after one year», mayo de 2016, y «The Juncker Plan needs to be turned on its head», junio de 2016.

27 Disponible en: <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14630-2016-INIT/en/pdf>.

	Deuda pública (% del PIB) (referencia: 60 %)	Saldo de las AAPP (% del PIB) (referencia: -3 %)	Saldo estructural (% del PIB) [1]	Distancia hasta el objetivo de medio plazo [1] – [2]	Variación del saldo estructural (% del PIB)	Indicador de sostenibilidad fiscal (S1) (a)	Compromiso adquirido		
							Objetivo de medio plazo (MTO) [2]	Objetivo de variación del saldo estructural	
								Vertiente correctiva	Vertiente preventiva
Grecia	178,8	-1,2	2,5	4,2	-3,0	4,5	-1,8	...	
Portugal	128,5	-1,8	-2,2	-2,5	-0,2	4,7	0,3	0,6	
España	99,2	-3,2	-3,4	-3,4	0,1	2,5	0,0	0,5	
Francia	96,4	-3,0	-2,4	-2,0	0,2	4,4	-0,4	0,9	
Bélgica	105,6	-1,9	-1,6	-1,6	0,6	3,8	0,0		0,6
Alemania	65,8	0,5	0,6	1,1	-0,3	-0,8	-0,5		0,0
Estonia	9,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,6	-4,0	0,0		0,0
Irlanda	73,5	-0,5	-1,1	-0,6	0,6	2,7	-0,5		0,6
Italia	133,1	-2,2	-2,0	-2,0	-0,2	4,2	0,0		0,3
Chipre	103,4	0,2	-0,2	-0,2	-1,1	...	0,0		-0,4
Letonia	38,5	-0,8	-1,4	-0,4	-0,7	-2,1	-1,0		-0,2
Lituania	42,4	-0,4	-0,9	0,1	-0,7	0,5	-1,0		-0,2
Luxemburgo	22,0	0,2	0,4	0,9	-1,6	-4,4	-0,5		0,0
Malta	55,8	0,5	0,4	0,4	0,0	-0,2	0,0		0,6
Países Bajos	59,8	0,5	0,2	0,7	-0,4	0,6	-0,5		0,0
Austria	82,8	-1,3	-1,1	-0,6	0,0	1,3	-0,5		-0,1
Eslovenia	77,8	-1,4	-1,8	-2,1	-0,2	3,0	0,3		0,6
Eslovaquia	51,5	-1,3	-1,4	-0,9	0,1	-0,7	-0,5		0,5
Finlandia	65,5	-2,2	-1,3	-0,8	-0,5	2,6	-0,5		0,6

FUENTES: Banco de España y Comisión Europea.

a El indicador S1 elaborado por la CE mide el cambio en el saldo primario estructural que debería registrarse entre 2017 y 2031 para conseguir una ratio de deuda del 60 % en 2031. Además del valor del indicador, la columna incorpora un código de colores que representa la valoración global que la CE hace de los riesgos de sostenibilidad de cada país, siendo: rojo, riesgo alto; amarillo, riesgo medio; verde, riesgo bajo.

inflación²⁸. La CE propone también que este impulso lo lleven a cabo aquellos países que dispongan de espacio fiscal, esto es, de margen de maniobra presupuestario suficiente para no poner en riesgo la sostenibilidad de sus finanzas públicas y cumplir con los requisitos del PEC.

La implementación práctica de una actuación de política fiscal discrecional en la UEM como la propuesta por la CE se enfrenta a distintas dificultades institucionales. En primer lugar, ante la ausencia de un presupuesto común de la UE suficientemente potente, una actuación de este tipo conlleva la necesidad de realizar una asignación por países del impulso presupuestario. En segundo lugar, el impulso presupuestario debe ser compatible con el cumplimiento del PEC por parte de los países que lo llevaran a cabo. En otras palabras, de acuerdo con este criterio, solo dispondrían de margen presupuestario aquellos países que cumplieran con los requisitos del PEC, que podrían identificarse con aquellos que no presentan riesgos para la sostenibilidad de sus finanzas públicas. En la coyuntura actual, por ejemplo, los países que se encuentran en el componente correctivo del PEC —Francia, España y Portugal— presentan todavía una situación de «déficit excesivo» que les obliga a mantener un tono restrictivo de sus políticas fiscales (véase cuadro 4.3). Con respecto a los países que se encuentran en el componente preventivo, tan solo Alemania, Países Bajos

28 Según las estimaciones realizadas por la CE con el modelo QUEST. Véase http://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/economic-research/macro-economic-models_en.

y Luxemburgo habrían alcanzado su objetivo de medio plazo, y dispondrían de una holgura de entre 0,5 pp y 1 pp del PIB respecto de ese objetivo. De acuerdo con estos márgenes, alcanzar un impulso fiscal como el pretendido por la Comisión Europea solo podría lograrse con una relajación presupuestaria muy significativa, de alrededor de 2 pp del PIB, en estos últimos países, lo que dificulta su aprobación política. El Consejo de la Unión Europea, en su reunión de enero de 2017, tomó nota de la recomendación de la CE, pero no la tradujo en recomendaciones concretas para los países miembros²⁹.

3 Los retos del marco presupuestario de la UEM

En esta sección se argumenta que resulta necesario avanzar en la mejora del marco de gobernanza de la política fiscal y en la creación de mecanismos de aseguramiento de carácter supranacional. Las limitaciones del marco presupuestario existente en la actualidad, destacadas en la sección anterior, ponen de manifiesto la necesidad de progresar hacia la creación de un mecanismo común de aseguramiento cíclico, que contribuya a paliar la ausencia de una capacidad fiscal centralizada en el seno de la UEM. Al mismo tiempo, se debe seguir avanzado en la simplificación y efectividad del marco de reglas fiscales.

3.1 HACIA LA CREACIÓN DE MECANISMOS DE ASEGURAMIENTO MUTUO

La introducción de mecanismos de carácter supranacional podría aumentar el alcance y la eficacia de la política fiscal en el seno de la UEM. En particular, estos mecanismos podrían incrementar la capacidad de la política presupuestaria para absorber de manera automática perturbaciones adversas a escala agregada (simétricas) o idiosincrásicas de algunos países (asimétricas), con el doble objetivo de suavizar los efectos en los países individuales y de salvaguardar la estabilidad de la UEM en su conjunto en casos extremos. Los mecanismos de compartición de riesgos o aseguramiento mutuo permiten suavizar la caída de la producción en un Estado o región determinado ante una perturbación adversa, de manera que esta acabe afectando en la menor medida posible a la renta y al consumo de los residentes en dicho Estado.

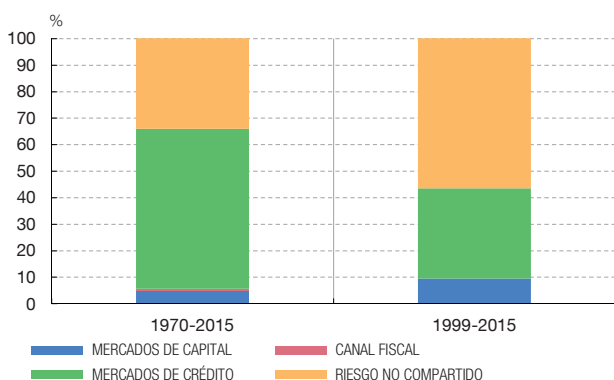
La diversificación de riesgos en uniones monetarias puede lograrse a través de una capacidad presupuestaria centralizada y también a través de canales privados. Por una parte, el impacto de una perturbación negativa en un país miembro de una unión monetaria puede moderarse si sus agentes residentes obtienen rentas — financieras o laborales — de otros países (regiones) no afectados por dicha perturbación (canal de rentas). Por otra parte, las empresas y hogares de la economía afectada pueden suavizar su consumo acudiendo a su ahorro o al mercado de crédito (canal de crédito). Lógicamente, cuanto mayor sea la integración financiera entre las regiones o la movilidad de la mano de obra, mayor será la potencia de estos dos canales. Finalmente, los efectos de una perturbación pueden verse amortiguados mediante transferencias fiscales procedentes del presupuesto central o federal, como en el caso de Estados Unidos (canal presupuestario).

Sin embargo, actualmente, los canales de compartición de riesgos (risk sharing) en la UEM son limitados, no solo en el ámbito del presupuesto público, sino también en lo referido a los de carácter privado. En el gráfico 4.6 se presentan estimaciones que muestran que la potencia de los mecanismos de compartición de riesgos existentes entre los países de la UEM es limitada, en comparación con dos uniones monetarias más completas, como Estados Unidos y Canadá³⁰ (Estados federales). Con respecto al canal de

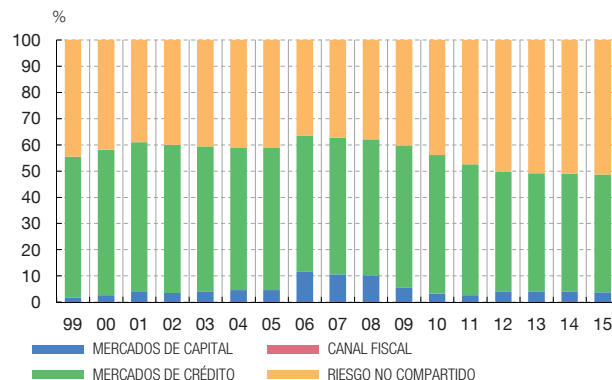
29 Véase <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2017/01/27-conclusions-annual-growth-survey/>.

30 Véase E. Gordo (2017), *Mecanismos de Risk-sharing en la UEM*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación, donde se realizan estimaciones tanto para la UEM como para Estados Unidos siguiendo la metodología propuesta por P. Asdrubali, B. E. Sørensen y O. Yosha (1996), «Channels of interstate risk sharing: United States 1963-1990», *The Quarterly Journal of Economics*, n.º 111, pp. 1081-1110. Los resultados que se presentan son robustos a distintos procedimientos de estimación empleados, y las conclusiones, similares a las obtenidas recientemente en otros trabajos, como P. Poncela, F. Pericoli, A. Manca y M. Nardo (2016), «Risk sharing in Europe», *Joint Research Centre*, European Commission.

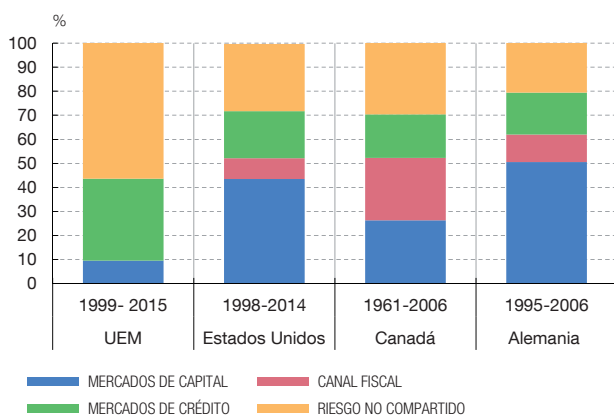
1 POTENCIA DE LOS CANALES DE RISK-SHARING EN LA UEM



2 EVOLUCIÓN DE LA POTENCIA DE LOS CANALES DE RISK-SHARING EN LA UEM



3 POTENCIA DE LOS CANALES DE RISK-SHARING



4 TAMAÑO DE LOS MECANISMOS DE RISK-SHARING FISCAL. ESTADOS UNIDOS Y CANADÁ (b)

%	Estados Unidos	Canadá
Von Hagen (1992)	10	—
Goodhart y Smith (1993)	11	17
Bayoumi y Mason (1995)	17	31
Melitz y Zummer (2002)	20	15
Obstfeld y Peri (1998)	10	13
Asdrubali, Sørensen y Yosha (1996)	13	—
Asdrubali y Kim (2004)	15	—
Poghosyan, Senhadji y Cottarelli (2016)	11	4
Gordo (2017)		
Metodología Asdrubali <i>et al.</i> (1996)	9	—
Metodología Poghosyan <i>et al.</i> (2016)	17	—

FUENTE: Banco de España.

a Estimado según la metodología de Asdrubali *et al.* (1996), que aproxima que el porcentaje de las perturbaciones que registra el PIB de una economía se traslada a la renta y a las decisiones de consumo de los residentes en esa economía. La potencia de cada canal se estima a partir de las siguientes ecuaciones:

$$\begin{aligned}
 1 \quad \Delta \text{PIB}_t - \Delta \text{PNB}_t &= V_{1t} + \beta_1 \Delta \text{PIB}_t + \varepsilon_{1t} \\
 2 \quad \text{PNB}_t - \Delta \text{PNN}_t &= V_{2t} + \beta_2 \Delta \text{PIB}_t + \varepsilon_{2t} \\
 3 \quad \Delta \text{PNN}_t - \Delta \text{RNN}_t &= V_{3t} + \beta_3 \Delta \text{PIB}_t + \varepsilon_{3t} \\
 4 \quad \Delta \text{RNN}_t - \Delta C_t &= V_{4t} + \beta_4 \Delta \text{PIB}_t + \varepsilon_{4t} \\
 5 \quad \Delta C_t &= V_{5t} + \beta_5 \Delta \text{PIB}_t + \varepsilon_{5t}
 \end{aligned}$$

dónde PIB es el producto interior bruto, PNB el producto nacional bruto, PNN el producto nacional neto, RNN la renta nacional neta y C el consumo total. Todas las variables se expresan en logaritmos y en desviaciones respecto al promedio del área del euro o, en su caso, de Estados Unidos. Los coeficientes β_1 , β_2 , β_3 , β_4 aproximan el riesgo compartido a través de los mercados de capital, la depreciación (sumada en el gráfico con el porcentaje de riesgo no compartido), las transferencias fiscales y los mercados de crédito, respectivamente. El coeficiente β_5 mide el porcentaje de riesgo no compartido.

b El cuadro muestra la potencia del canal presupuestario de *risk-sharing* (véase nota a). Los artículos citados en el panel son los siguientes: P. Asdrubali, B. E. Sørensen y O. Yosha (1996), «Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963-1990», *Quarterly Journal of Economics*, 111, pp. 1081-1110; P. Asdrubali, y S. Kim (2004), «Dynamic risk sharing in the United States and Europe», *Journal of Monetary Economics*, 51, pp. 809-836; T. Bayoumi y P. Masson (1995), «Fiscal Flows in the United States and Canada: Lessons from Monetary Union in Europe», *European Economic Review*, 39, pp. 253-274; C. Goodhart y S. Smith (1993), «Stabilization», en *The Economics of Community Public Finance*, European Economy Reports and Studies, 5, pp. 417-455, Bruselas, Comisión Europea; J. Melitz, y F. Zumer (2002), «Regional Redistribution and Stabilization by the Centre in Canada, France, the U.K. and the U.S.: A Reassessment and New Tests», *Journal of Public Economics*, 86, pp. 263-284; M. Obstfeld y G. Peri (1998), «Regional Non-Adjustment and Fiscal Policy», *Economic Policy*, 26, pp. 205-269; J. von Hagen (1992), «Fiscal Arrangements in a Monetary Union: Evidence from the US», en *Fiscal Policy, Taxes, and the Financial System in an Increasingly Integrated Europe*, ed. Don Fair y Christian de Boissieux (Kluwer, Londres); T. Poghosyan, A. Senhadji y C. Cottarelli (2016), *The Role of Fiscal Transfers in Smoothing Regional Shocks: Evidence from Existing*, IMF Working Paper n.º 16/141.



rentas, el grado de aseguramiento que se deriva por esta vía es comparativamente reducido en el caso europeo y, aunque mostró una tendencia creciente en los años previos a la crisis como consecuencia del aumento de la integración financiera, posteriormente se redujo, manteniéndose muy alejado de los niveles que se aprecian en Estados Unidos. La justificación puede deberse al mayor sesgo nacional que todavía existe en el ámbito de la UEM frente a esas dos federaciones³¹, así como a la mayor concentración de las inversiones transfronterizas (dentro de la misma área del euro) en unos pocos Estados en el caso europeo. Por su parte, el canal presupuestario es prácticamente inexistente en la UEM, mientras que en Estados Unidos se estima que permite amortiguar entre un 10 % y un 20 % de las perturbaciones adversas (véase gráfico 4.6, panel 4), llegando a alcanzar más del 20 % en el caso de Canadá³². De este modo, el canal crediticio constituye la única vía para amortiguar perturbaciones entre los países de la UEM. No obstante, el porcentaje de riesgo compartido a través de este canal también es muy bajo en relación con lo que se observa en otros países, de manera que, en promedio, entre un 40 % y un 60 % de una perturbación adversa que sufra un país de la UEM se traduce en una caída del consumo de dicho país, dependiendo del período considerado, frente al 20 %-30 % observado en Estados Unidos.

Además, la potencia de los canales privados se redujo durante la crisis, lo que aconseja que se avance en la integración de los mercados de capitales en la UEM. Como se aprecia en el panel 2 del gráfico 4.6, la potencia de los dos canales privados considerados se redujo durante la crisis, lo que podría reflejar, entre otros factores, los procesos de fragmentación financiera derivados de la pérdida de confianza inversora en algunos de los países del área y en sus sistemas bancarios, que acabó provocando una renacionalización de los flujos financieros. En este sentido, el desarrollo de una unión bancaria completa y la iniciativa de la unión de mercados de capital deberían contribuir de manera decisiva al fortalecimiento de los canales privados de compartición de riesgo, complementando los mecanismos paneuropeos de aseguramiento mutuo de naturaleza pública³³.

Existen diversas alternativas para la construcción de mecanismos de aseguramiento público entre países dentro de una unión monetaria, que requieren grados de ambición política muy diversos³⁴. Por una parte, se han formulado propuestas de máximos, consistentes en la creación de un gobierno económico para la UEM, con un presupuesto propio y amplio, y responsable de una agencia de deuda europea encargada de emitir instrumentos de deuda conjuntos. Por otra, se ha planteado introducir herramientas de seguro frente a perturbaciones cíclicas (como un seguro de desempleo), en forma de fondos de contingencia (en el espíritu de los fondos de estabilización —*rainy day funds*— de Estados Unidos), o mediante emisiones de deuda con responsabilidad compartida (Eurobonos³⁵). Estos últimos esquemas, que pueden diseñarse sin que impliquen

31 Véase D. Valiante, A. Wambach, E. L. von Thadden, S. Steffen y P. Hartmann (2016), *Europe's Untapped Capital Market: Rethinking integration after the great financial crisis*, Centre for European Economic Research, Policy Report.

32 Según las estimaciones de F. Balli, S. A. Basher y J. L. Rosmi (2012), «Channels of risk-sharing among Canadian provinces: 1961-2006», *Empirical Economics*, pp. 1-25.

33 E. Fahri e I. Werning (2012), *Fiscal Unions*, NBER Working Paper n.º 18280, muestran que incluso si los mercados de capital estuvieran totalmente integrados, un sistema que descansase solo sobre mecanismos privados no sería óptimo, porque los agentes no internalizan las ventajas de la estabilidad macroeconómica. Un mecanismo de seguro fiscal conduciría a un sistema más eficiente.

34 Véase el llamado «Informe de los Cinco Presidentes», *Realizar la Unión Económica y Monetaria*, publicado en 2015 y disponible en http://www.consilium.europa.eu/es/european-council/president/pdf/5-presidents-report-es_pdf/.

35 Sobre este asunto, véase, por ejemplo, S. Claessens, A. Mody y S. Vallee (2012), «Making sense of Eurobond proposals», disponible en <http://voxeu.org/article/making-sense-eurobond-proposals>.

grandes cambios en la estructura institucional de la UEM ni transferencias de renta permanentes entre los países miembros, permitirían atenuar los efectos nacionales de perturbaciones transitorias.

Una alternativa, cuya implementación podría ser factible, sería la creación de una facilidad o fondo de estabilización que se activara de manera automática, simple y transparente cuando se cumplieran determinadas condiciones. La literatura destaca algunas características que debería tener un mecanismo de esta naturaleza. En particular, de acuerdo con la evidencia empírica sobre la efectividad de los estímulos fiscales, cualquier acción estabilizadora presenta mayor efectividad cuanto más oportuna, transitoria y focalizada es, como se ha discutido en la sección 2.1, características que cumplen mejor los instrumentos automáticos que los discrecionales. Por otra parte, esta herramienta debe diseñarse de forma que se minimicen los problemas de «riesgo moral» (*moral hazard*), de manera que se preserven los incentivos a implementar políticas económicas disciplinadas. Por ello, se debe buscar que el sistema sea neutral en términos de sus implicaciones presupuestarias en un horizonte temporal amplio, esto es, que no conlleve transferencias permanentes entre Estados, a diferencia del presupuesto europeo actual, en el que existen contribuyentes y perceptores netos. Sin embargo, ello no quiere decir que el mecanismo no pueda desempeñar funciones de estabilización intertemporal, además de espacial, en el sentido de que se puedan acumular fondos en las fases alcistas del ciclo, que se utilizarían en los momentos adversos.

En particular, en la literatura se han propuesto mecanismos que toman la situación de holgura cíclica de la economía como el criterio para realizar aportaciones y reembolsos de fondos de este tipo. En este sentido, en el cuadro 4.4 (panel izquierdo) se ilustra qué hubiera ocurrido si algunos de estos mecanismos hubieran estado en vigor desde la creación de la UEM. En concreto, se calcula, bajo distintos supuestos, cuáles habrían sido las aportaciones y los fondos recibidos por los distintos países de la UEM, en su composición actual, en términos acumulados en el período 1999-2015. En el primero de los esquemas simulados (véase esquema 1, en el panel izquierdo del cuadro 4.4), los países contribuyen a un fondo común con una aportación fija, del 1 % de su PNB — tamaño similar al que ahora presenta el presupuesto europeo —, y reciben una transferencia si su posición cíclica, aproximada por la brecha de producción (*output gap*), es negativa. Esta transferencia dependerá del tamaño del país, de la magnitud de dicha brecha y de la cuantía de los fondos acumulados. En el resto de los esquemas simulados, tanto las aportaciones como las transferencias recibidas por los países dependen de su brecha de producción, de modo que dichas transferencias se calculan con el objetivo de reducir un 25 % el tamaño de aquella³⁶.

Un mecanismo de estas características, con un tamaño relativamente moderado, permitiría alcanzar en la UEM una potencia de estabilización similar a la de las transferencias del presupuesto federal en Estados Unidos. En efecto, como se ha mencionado anteriormente, en este caso el canal presupuestario permite absorber entre un 10 % y un 20 % de las perturbaciones adversas que recibe el país, mientras que los esquemas 2 y 3 del cuadro 4.4 (panel izquierdo) simulados para la UEM presentan una capacidad de estabilización del 15 % y del 18 %, respectivamente, con aportaciones presupuestarias que en promedio se habrían situado por debajo de 0,5 pp del PIB en

³⁶ En ningún caso se permite que el fondo presente un saldo negativo: en esa situación se ajustarían a la baja proporcionalmente las transferencias que reciben los países con brecha de producción negativa.

	Esquemas de aseguramiento cíclico (basados en la brecha de producción) (a)						Esquemas de subsidio común de desempleo (b)			
	Esquema 1		Esquema 2		Esquema 3		Esquema 1		Esquema 2	
	Aportación	Recepción	Aportación	Recepción	Aportación	Recepción	Aportación: Cotización por remuneración de asalariados (c)	Recepción: En función de la tasa de paro de corto plazo	Aportación: Cotización por remuneración de asalariados (d)	Recepción: En función de la tasa de paro de corto plazo
Área del euro	1,0	1,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5
Bélgica	1,0	0,3	0,2	0,1	0,2	0,0	0,5	0,4	0,4	0,4
Alemania	1,0	0,7	0,1	0,2	0,1	0,2	0,5	0,3	0,4	0,3
Estonia	0,9	1,3	0,8	0,3	0,8	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5
Irlanda	0,9	1,0	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4
Grecia	1,0	2,5	0,3	0,5	0,3	0,6	0,4	0,6	0,5	0,6
España	1,0	2,1	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	1,1	1,0	1,1
Francia	1,0	0,5	0,3	0,1	0,4	0,0	0,5	0,6	0,6	0,6
Italia	1,0	1,1	0,2	0,2	0,1	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4
Chipre	1,0	0,9	0,4	0,1	0,3	0,2	0,4	0,6	0,5	0,6
Letonia	0,9	2,1	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4	0,6	0,6	0,6
Lituania	0,9	2,3	0,4	0,6	0,5	0,5	0,4	0,6	0,6	0,6
Luxemburgo	1,0	1,6	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2
Malta	0,9	0,5	0,1	0,1	0,2	0,1	0,4	0,3	0,3	0,3
Países Bajos	1,0	1,2	0,1	0,3	0,2	0,2	0,6	0,4	0,4	0,4
Austria	1,0	0,5	0,1	0,1	0,2	0,1	0,4	0,3	0,3	0,3
Portugal	1,0	1,3	0,2	0,3	0,2	0,3	0,5	0,5	0,4	0,5
Eslovenia	1,0	1,0	0,3	0,2	0,4	0,2	0,5	0,4	0,3	0,4
Eslovaquia	0,9	1,0	0,3	0,3	0,4	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5
Finlandia	1,0	0,9	0,2	0,2	0,3	0,2	0,4	0,6	0,6	0,6
Pro memoria:										
Capacidad de estabilización (e)	0,37		0,15		0,18		0,08		0,02	

FUENTE: Banco de España. Para los detalles metodológicos de los cálculos mostrados, véase Gordo (2017).

- a En el esquema 1, los países realizan una aportación fija del 1 % del PNB y reciben una transferencia cuando su brecha de producción es negativa. La cuantía de la prestación se determina en función del tamaño del país, de la brecha de producción y del tamaño del fondo. En el esquema 2 [véase N. Carnot, P. Evans, S. Fatica y G. Mourre, (2015) «Income insurance: a theoretical exercise with empirical application for the euro area», *European Economy*, 546, Comisión Europea], los países realizan aportaciones al fondo si presentan una brecha de producción positivo, mientras que reciben una transferencia si este es negativo. La cuantía de la transferencia y de la aportación de cada país es el 25 % del tamaño de la brecha de producción. El esquema 3 es similar, solo que en este caso las desviaciones se calculan en términos relativos, esto es, contribuyen al fondo los países que presentan una brecha de producción superior al promedio de la UEM, y perciben transferencias aquellos con una brecha de producción inferior al promedio de la UEM. La cuantía de la aportación o de la transferencia es el 25 % de la diferencia entre ambas brechas de producción.
- b En ambos casos, las transferencias que recibe cada país se determinan en función de su nivel de desempleo de corto plazo y del salario medio de la economía, con un factor de corrección de 0,8, bajo el supuesto de que los individuos desempleados tienen salarios inferiores al promedio. También se asume una tasa de cobertura del sistema del 0,4 % y una tasa de reemplazamiento (nivel de la prestación sobre el salario previo) del 0,5 %.
- c La cotización es la misma para todos los países y varía en el tiempo para equilibrar el saldo del fondo en el promedio de cinco años.
- d La cotización es distinta para los países, con el objetivo de equilibrar el saldo del país en el fondo en promedio de cinco años.
- e Véanse las notas al pie del gráfico 4.6. La capacidad de estabilización se refiere al porcentaje de la perturbación adversa que se suaviza con cada esquema, donde 1 representaría el máximo posible (un 100 %).

el período temporal considerado. Estos dos esquemas mantienen un equilibrio entre el agregado de aportaciones realizadas por todos los países y el de los reembolsos, así como una proporción aproximada entre las aportaciones y los reembolsos individuales de los países, de manera que no existan transferencias permanentes entre países a lo largo del tiempo. Por su parte, el esquema 1 es más ambicioso en cuanto a las aportaciones que han de realizar los países, aunque no mantiene una simetría entre estas y los reembolsos, si bien la capacidad de estabilización de este esquema sería superior (cerca del 40 %).

Algunos trabajos de la literatura han propuesto la creación de un seguro común de desempleo. Frente a los fondos que toman la brecha de producción como variable de referencia, este tipo de esquema presenta la ventaja de basarse en el nivel de desempleo, que es una variable directamente observable. El principal reto que plantea este esquema en el contexto de la UEM es evitar que tenga efectos redistributivos entre países, ante la heterogeneidad existente en las instituciones del mercado de trabajo y en los niveles de desempleo de partida. Por ello, se propone que se diseñen estos mecanismos como un complemento a los seguros de desempleo nacionales que se activa en circunstancias adversas, como sucede en el caso de Estados Unidos, donde el sistema de seguro de desempleo es competencia de los Estados federados, si bien el Gobierno central los complementa mediante préstamos o transferencias directas cuando se producen aumentos notables del desempleo (véase recuadro 4.2). Asimismo, se han propuesto esquemas que garanticen la neutralidad presupuestaria entre países mediante contribuciones variables que se ajustan con posterioridad. En el cuadro 4.4 (panel derecho) se ha simulado el funcionamiento que habrían tenido dos fondos con estas características durante el período desde la puesta en marcha de la UEM. La capacidad estabilizadora de este tipo de mecanismos sobre la renta agregada de la economía resulta inferior a la de los fondos discutidos con anterioridad. No obstante, en relación con su posible impacto sobre la actividad económica, cabe resaltar que, en este caso, las transferencias las percibirían directamente los agentes que, en principio, presentan una elevada propensión al gasto, como es el caso de individuos desempleados o sujetos a restricciones de crédito o liquidez, de modo que su impacto económico podría resultar significativo.

Los mecanismos de aseguramiento multilateral discutidos presentan, no obstante, algunos problemas comunes. Por una parte, los esquemas cuyo funcionamiento se basa en la brecha de producción plantean las dificultades derivadas de la estimación en tiempo real de esta variable, que no es directamente observable y que está sujeta a sustanciales revisiones³⁷. Estas dificultades pueden derivar en problemas de gestión del fondo, en particular en relación con el cálculo de las aportaciones y de las cuantías que se han de percibir. En este sentido, se pueden extraer algunas lecciones de la experiencia con los *rainy day funds* estatales en Estados Unidos³⁸. En primer lugar, la normativa de retirada de fondos debe ser muy estricta y definirse de manera precisa en la legislación aplicable. En segundo lugar, la cuestión de quién debe regular y controlar el uso de los fondos también es relevante. En el caso de la UE, en caso de plantearse una opción de este tipo, debería clarificarse la entidad legal del fondo y el papel de las instituciones supranacionales, como la CE, en la autorización de las peticiones de retirada de fondos y las normas que regulasen las aportaciones concretas. Por su parte, la implementación de un mecanismo basado en el nivel de desempleo resulta más compleja, en un contexto de heterogeneidad de la legislación del mercado de trabajo, ya que se deben evitar contribuciones netas del mismo signo persistentes para determinados países, al tiempo que sería conveniente incorporar elementos de condicionalidad vinculados a mejoras en dicha legislación³⁹.

Por otra parte, los mecanismos anteriores pueden no ser suficientes para afrontar crisis de gran magnitud o con ramificaciones en el sector financiero, como la iniciada en 2008. Desde este punto de vista, el área del euro se ha dotado de un mecanismo de

37 Véase P. Hernández de Cos, A. Lacuesta y E. Moral-Benito (2016), *An exploration of real-time revisions of output gap estimates across European countries*, Documentos Ocasionales, n.º 1605, Banco de España.

38 Véase P. Hernández de Cos y J. J. Pérez (2015), «Reglas fiscales, disciplina presupuestaria y corresponsabilidad fiscal», *Papeles de Economía Española*, n.º 143, pp. 174-184.

39 Véase T. Boeri y J. F. Jimeno (2016), «Learning from the Great Divergence in unemployment in Europe during the crisis», *Labour Economics*, 41, pp. 32-46.

gestión de crisis, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), que también incrementa la capacidad de la UEM para afrontar perturbaciones asimétricas más graves. Se trata de un instrumento permanente de resolución de crisis financieras en los países de la zona del euro, que está plenamente operativo desde julio de 2013, y cuyo fin esencial es canalizar la asistencia financiera a los países del área que la requieran, sujeta a condicionalidad. Asimismo, se ha llevado a cabo la reforma del marco de supervisión financiera en la Unión Europea, para que las actuaciones del sector financiero no desemboquen en riesgos de carácter sistémico. Finalmente, para limitar las dinámicas perversas de realimentación entre riesgo bancario y soberano y las implicaciones sistémicas de entidades con fuertes vínculos transfronterizos, se ha avanzado en el proyecto de una unión bancaria, que, en estos momentos, ya cuenta con un mecanismo único de supervisión, un mecanismo de gestión y resolución de entidades en crisis, y que deberá dotarse de un fondo común de garantía de depósitos.

**El marco de reglas fiscales se mostró insuficiente para generar márgenes de manio-
bra precautorios de magnitud suficiente en el período anterior a la crisis.** Asimismo, el marco vigente en ese momento condujo, dada la ausencia de instrumentos adicionales, a la aplicación de políticas fiscales procíclicas durante las fases más recesivas de la crisis (véase gráfico 4.7). Si bien estas políticas fueron, en buena medida, necesarias para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas en la UEM y la credibilidad misma del proyecto común europeo, pudieron haber contribuido a amplificar los efectos de la propia recesión. Los problemas de diseño se han visto reforzados por las deficiencias en la implementación de las reglas, derivadas de una aplicación excesivamente discrecional.

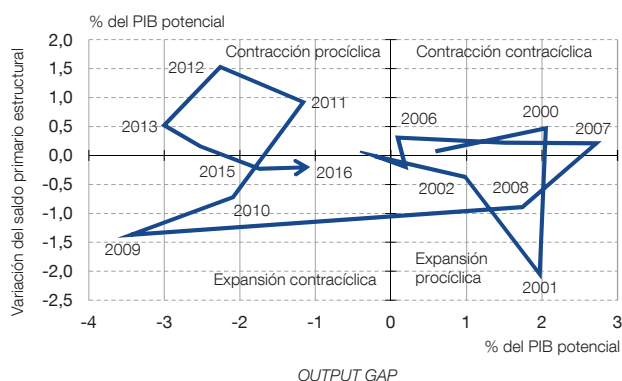
En los últimos años se ha llevado a cabo una profunda revisión de la gobernanza presupuestaria, entre cuyos cambios destacan la introducción de una regla de gasto en el componente preventivo del PEC y la concreción del criterio de deuda pública⁴⁰. El peso reforzado que se concede al seguimiento del gasto público se justifica por el hecho de que gran parte de las desviaciones que se producen en la ejecución presupuestaria de la mayoría de los países se focalizan en esta variable⁴¹. Asimismo, se ha introducido un elemento de mayor concreción en el criterio para corregir los niveles de deuda pública cuando estos se desvían de la referencia de medio plazo (60 % del PIB), consistente en establecer una senda de convergencia gradual hacia dicha referencia (en particular, mediante una reducción anual de una veinteaava parte de la distancia pendiente). Estas nuevas reglas se añaden al requisito de mantenimiento de un saldo estructural próximo al equilibrio en el medio plazo, que constituye un elemento central del procedimiento de supervisión, y a los criterios tradicionales de referencia de mantener un déficit inferior al 3 % del PIB y una deuda pública de menos del 60 % del PIB. Además de las reglas descritas, las recientes reformas del PEC han incorporado un conjunto de procedimientos muy detallados para determinar si un país cumple con ellas, y si le resultan de aplicación los criterios de flexibilidad que se contemplan.

Existe un amplio consenso sobre la necesidad de simplificar el marco actual de reglas fiscales. La estrategia adoptada de reforma incremental ha derivado en un entramado de normas y procedimientos que en la práctica resulta muy complejo y que dificulta la transparencia, la automaticidad y la objetividad en la aplicación de las reglas y, por tanto, su credibilidad. De hecho, los estudios que han analizado este marco en comparación con

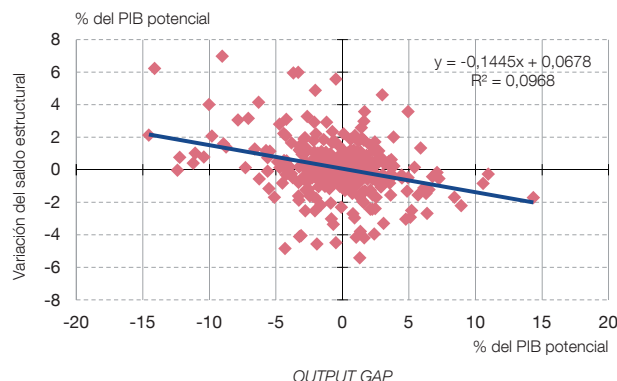
40 Véase P. García Perea y E. Gordo (2016), «Los mecanismos de supervisión presupuestaria en la UEM», *Boletín Económico*, marzo, Banco de España.

41 Véase S. Hauptmeier, J. Sánchez Fuentes y L. Schuknecht (2011), «Towards expenditure rules and fiscal sanity in the euro area», *Journal of Policy Modelling*, 33, pp. 597-617.

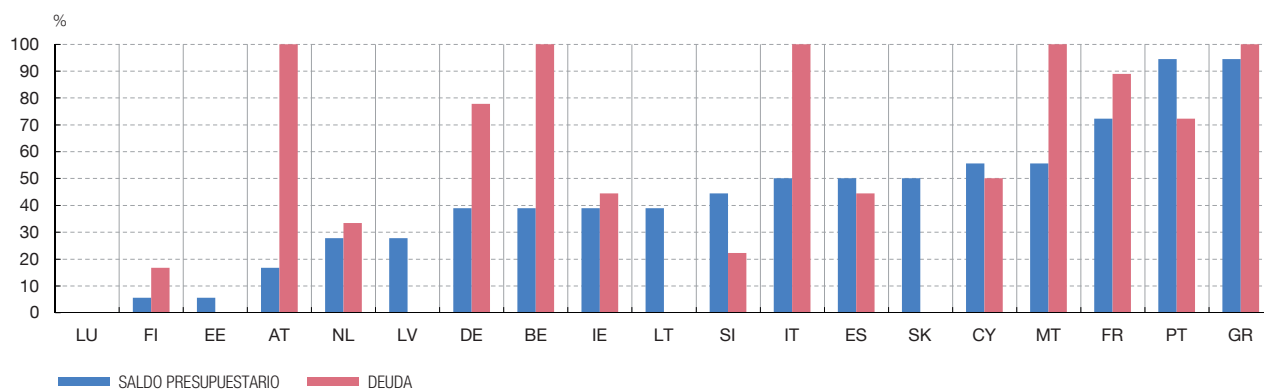
1 SITUACIÓN FISCAL Y OUTPUT GAP DE LA UEM



2 SITUACIÓN FISCAL Y OUTPUT GAP



3 PORCENTAJE DE INCUMPLIMIENTOS DE LOS CRITERIOS DE DÉFICIT Y DEUDA PÚBLICA (a)



FUENTE: AMECO.

a Porcentaje de años entre 1999 y 2016 en los que el déficit público fue superior al 3% del PIB y la ratio de deuda fue superior al 60% del PIB.

[Descargar](#)

el existente en Estados federales muestran cómo el marco fiscal europeo incorpora un número de reglas fundamentales mucho más elevado⁴².

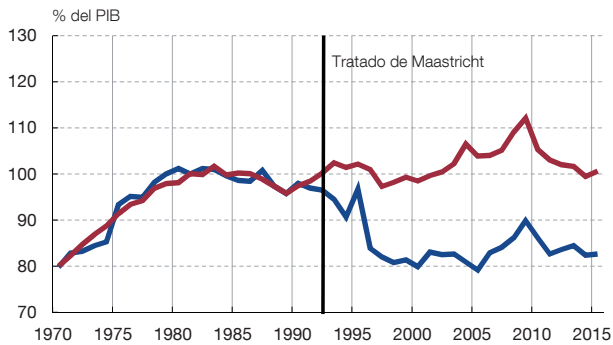
Desde diversos ámbitos, se ha propuesto recientemente un sistema con una única ancla —la deuda pública— y una regla operativa —la regla de gasto—⁴³. El diseño habitual de este tipo de reglas establece que el crecimiento del gasto público, una vez que se excluyen total o parcialmente determinadas partidas, como las de inversión o las relacionadas con el desempleo, no puede superar un límite de referencia, calculado a partir del crecimiento potencial o de medio plazo de la economía⁴⁴. Además, estas reglas pueden incorporar un factor de corrección que impone un límite más restrictivo al

42 Por ejemplo, L. Eyraud y R. Gómez (2014), «Constraints on subnational fiscal policy», en C. Cotarelli y M. Guerguil (eds.), *Designing a European Fiscal Union: Lessons from the experience of Fiscal Federations*, Routledge, Londres, muestran que, en general, los Estados federales cuentan con dos reglas fiscales, mientras que, en el marco europeo, según estos autores, existen seis (nivel de déficit, ratio de deuda, objetivo de medio plazo —OMP—, senda de ajuste hacia el OMP, requisito de reducción de la deuda y regla de gasto).

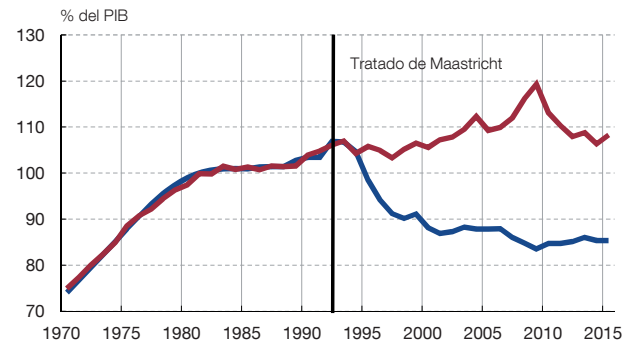
43 Véase, entre otros, L. Odor (2014), *The good, the bad and the ugly: lessons from the first phase of implementation of the new European fiscal framework*, Slovak Council for Budget Responsibility.

44 Véanse P. Hernández de Cos (2011), «La reforma del marco fiscal en España: los límites constitucionales y la nueva regla de crecimiento del gasto público», *Boletín Económico*, septiembre, Banco de España, y G. Claeys, Z. Darvas y A. Leandro (2016), *A proposal to revive the European fiscal framework*, Bruegel Policy Contribution, n.º 3.

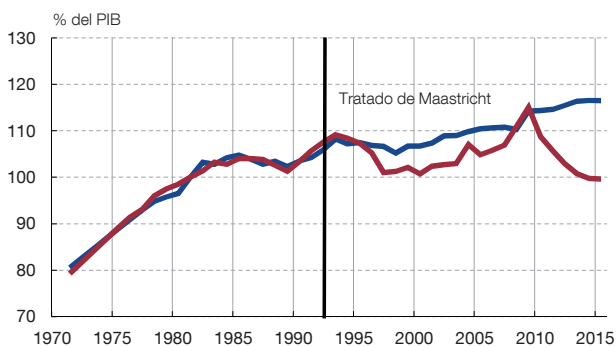
1 PAÍSES BAJOS



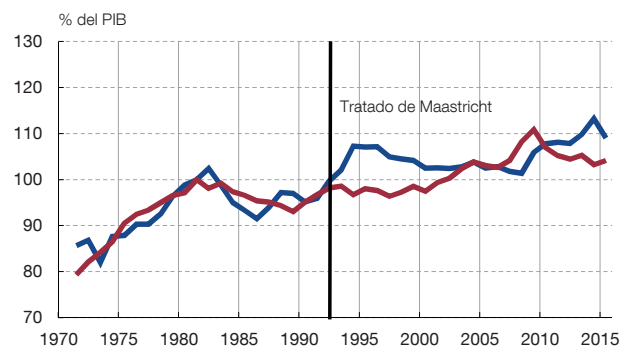
2 SUECIA



3 FRANCIA



4 DINAMARCA



— OBSERVADO

— INDICADOR SINTÉTICO (a)

FUENTE: C. Fernández, P. García Perea y E. Gordo (2017), *Do expenditure rules boost fiscal consolidation?*, Documentos Ocasionales, Banco de España, de próxima publicación.

a El método de análisis o control sintético se ha desarrollado en el ámbito de la evaluación de políticas que afectan a unidades agregadas —ciudades, regiones o países— y se basa en la comparación de la evolución de las variables de interés en la unidad afectada por la intervención pública (en este caso, la puesta en marcha de una regla de gasto) con una unidad sintética, que se construye a partir de un grupo de control de unidades que no se vieron afectadas por dicha intervención y que para el período anterior a la intervención reproduce de manera razonable el comportamiento de las variables de interés de unidad afectada por la intervención (en este caso, el gasto público primario ajustado de ciclo). En este caso, el indicador sintético para cada uno de los países tratados (Países Bajos, Dinamarca, Francia y Suecia) se ha construido considerando en el grupo de control los países que en 1992 firmaron el Tratado de Maastricht, pero que no introdujeron en la década de los noventa la regla de gasto (Bélgica, Irlanda, España, Austria, Alemania, Grecia, Italia, Portugal y Reino Unido). Los pesos que reciben las distintas unidades dentro del indicador sintético se obtienen minimizando durante el período previo a la intervención (1979-1991) la distancia entre el país tratado y el indicador sintético en la variable objetivo, y los determinantes que se consideran en el análisis.

Descargar

crecimiento del gasto para los países con una ratio de deuda superior al valor de referencia, o límites adicionales para determinadas partidas presupuestarias. Su principal ventaja es que contribuyen a limitar el sesgo procíclico de las fases expansivas al impedir que los ingresos de carácter extraordinario se dediquen a incrementar el gasto público. En este sentido, la literatura empírica sugiere que los marcos fiscales que incorporan reglas de gasto suelen presentar mejores resultados en términos de sostenibilidad a largo plazo de las cuentas públicas, al tiempo que generan una menor volatilidad de la actividad económica⁴⁵.

45 Véase T. Cordes, M. T. Kinda, M. P. Muthoora y A. Weber (2015), *Expenditure rules: effective tools for sound fiscal policy?*, International Monetary Fund, Working Paper n.º 15/29.

No obstante, una regla de gasto, por sí sola, podría no ser suficiente para garantizar mejoras significativas en el funcionamiento del marco de supervisión fiscal europeo.

En el gráfico 4.8 se presenta evidencia basada en la metodología de «control sintético»⁴⁶ para evaluar el impacto de la introducción de una regla de gasto sobre la evolución del gasto público en determinados países. La estimación se realiza con datos para el conjunto de países de la UE y el análisis se centra en el comportamiento del gasto público tras la firma del Tratado de Maastricht en 1992, cuando un conjunto de países (Países Bajos, Suecia, Dinamarca, Francia y Finlandia) decidieron introducir una regla de gasto, para facilitar sus procesos de consolidación fiscal con los que cumplir con los criterios de convergencia. Los resultados permiten identificar cómo en solo dos de estos países —Países Bajos y Suecia— la adopción de la «regla de gasto» parece haber contribuido a mantener un ajuste permanente de esta variable, respecto a la evolución del grupo de control o sintético. En cambio, en Francia y en Dinamarca la introducción de la regla de gasto no supuso una evolución más favorable de esta variable respecto a dicho grupo de control, bien porque la cobertura de las partidas de gasto afectadas por la regla fue limitada, o bien porque el compromiso político para implementarla fue menor.

La literatura especializada revela la conveniencia de reforzar las reglas fiscales con elementos adicionales que garanticen su cumplimiento.

En este sentido, la introducción en los últimos años de consejos fiscales independientes, a escala tanto nacional como europea, incluyendo el reforzamiento de los poderes de la CE en la supervisión de los países miembros, permite reforzar el marco institucional. La evidencia disponible indica que las autoridades nacionales, en la medida en que pueden desarrollar un mejor acceso y conocimiento de los datos, los procesos presupuestarios y la legislación nacional, suelen estar menos sujetas a los sesgos que habitualmente se detectan en los análisis, siempre que se garantice su independencia tanto formal como operativa⁴⁷. El recuadro 4.3 revisa algunos de los argumentos que se han planteado recientemente en la literatura académica de cara a garantizar una mayor eficacia en sus labores de supervisión y control en el diseño y utilización de determinados instrumentos fiscales.

⁴⁶ Véase la explicación de este método que se proporciona en el gráfico 4.8.

⁴⁷ Véanse E. Gordo, P. Hernández de Cos y J. J. Pérez (2015), «Instituciones fiscales independientes en España y en la UEM», *Boletín Económico*, febrero, Banco de España; J. Von Hagen (2010), «Sticking to fiscal plans: the role of institutions», *Public Choice*, 144, pp. 487-503, y R. Merola y J. J. Pérez (2013), «Fiscal forecast errors: governments versus independent agencies?», *European Journal of Political Economy*, 23, pp. 285-299.

El signo y el tamaño de los efectos de desbordamiento de la política fiscal interna depende, entre otros factores, del impacto que esta tenga sobre el crecimiento del propio país que la aplica, su grado de apertura y su tamaño, la capacidad de sustituir bienes nacionales por foráneos, así como de la posición cíclica de cada economía y de la reacción del resto de políticas económicas disponibles, en particular de la política monetaria. Los modelos teóricos sugieren que el impacto de los efectos de desbordamiento sería reducido, salvo en los períodos en los que la política monetaria se encuentra restringida¹. Por su parte, la evidencia empírica encuentra efectos transfronterizos positivos².

- 1 Véanse O. Blanchard, C. J. Erceg y J. Lindé, (2015), *Jump starting the euro area recovery: would a rise in core fiscal spending help the periphery?*, NBER WP 21426; Ó. Arce, S. Hurtado y C. Thomas, «Policy Spillovers and Synergies in a Monetary Union», *International Journal of Central Banking*, vol. 12, n.º 3, pp. 219-277; J. in't Veld (2013), *Fiscal consolidations and spillovers in the Euro area periphery and core*, *European Economy, Economic Papers*, n.º 506.
- 2 Véase A. J. Auerbach y Y. Gorodnichenko (2013), «Output spillovers from fiscal policy», *American Economic Review*, 103 (3), pp. 141-146.

El análisis recogido en este recuadro³ utiliza una base de datos de periodicidad trimestral de reciente creación, que cubre el período 1980-2016, con información detallada de variables de las AAPP comparable para las cuatro economías más grandes de la UEM, para analizar el impacto macroeconómico que una expansión del gasto público (definido como la suma de consumo e inversión públicos) en un país puede tener sobre la actividad económica del resto de países. Para ello, se estima un modelo econométrico que relaciona el PIB del país receptor del impacto con la variación exógena del gasto público originada en cada uno de los otros países considerados, teniendo en cuenta la situación económica del país receptor⁴. Esta información detallada de los impactos cruzados entre países se puede sintetizar según el país de origen de la

- 3 Basado en M. Alloza, P. Burriel y J. J. Pérez (2017), *Coordinated Fiscal Policies in the Euro Area: Revisiting the Size of Spillovers*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

- 4 Las ecuaciones se estiman por el método de proyecciones locales de Ò. Jordà (2005), «Estimation and inference of impulse responses by local projections», *American Economic Review*, 95, pp. 161-182.

EFECTOS DE DESBORDAMIENTO DEL GASTO PÚBLICO (a)

Cuadro 1
POR PAÍSES

	Sobre el PIB						Sobre las exportaciones					
	Por origen			Por destino			Por origen			Por destino		
	Impacto	1 año	2 años	Impacto	1 año	2 años	Impacto	1 año	2 años	Impacto	1 año	2 años
Alemania	0,0	0,2	0,5	0,0	0,7	1,8	0,0	0,2	0,5	0,1	0,9	2,4
Francia	0,2	-0,1	1,2	0,0	0,3	0,7	0,5	0,7	3,4	0,0	0,3	0,6
Italia	-0,1	0,4	0,9	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,6	1,1	0,0	0,1	0,1
España	0,1	0,8	1,6	0,1	0,2	0,6	-0,3	0,2	1,0	0,0	0,1	0,3
TOTAL	0,0	0,3	1,0	0,0	0,3	0,8	0,1	0,4	1,5	0,0	0,3	0,9

Cuadro 2
POR PAÍSES Y COMPONENTES DEL GASTO PÚBLICO. Efectos sobre el PIB

	Consumo público						Inversión pública					
	Por origen			Por destino			Por origen			Por destino		
	Impacto	1 año	2 años	Impacto	1 año	2 años	Impacto	1 año	2 años	Impacto	1 año	2 años
Alemania	0,0	0,2	0,6	0,1	0,5	0,9	0,2	0,9	1,9	0,2	1,5	3,7
Francia	0,0	-0,6	-1,0	0,0	0,3	0,7	0,9	0,5	2,1	0,2	1,1	2,3
Italia	0,1	0,7	1,0	0,0	0,2	0,3	0,0	0,9	2,2	0,0	0,0	-0,3
España	0,2	0,6	1,2	0,1	0,3	0,7	-0,2	1,4	2,1	0,1	0,3	0,9
TOTAL	0,0	0,1	0,2	0,1	0,3	0,6	0,4	0,8	2,1	0,1	0,9	1,9

FUENTE: Banco de España.

- a Estimaciones obtenidas a partir de regresiones basadas en el método de proyecciones locales para cada par de países considerados. En cada regresión se relaciona la variación de carácter exógeno en el gasto público de un país con el impacto económico sobre un país vecino. A partir de los coeficientes de estas regresiones se calcula el multiplicador del gasto público entre los dos países como la ratio entre el efecto sobre el PIB del país receptor y el efecto sobre el gasto público del país donde se produce la expansión fiscal. Estos multiplicadores entre pares de países se agregan para construir el efecto de desbordamiento por origen, que mide cómo el aumento del gasto público en un país afecta a la actividad económica en los países vecinos, y por destino, que recoge el efecto de una expansión fiscal en los países vecinos sobre la economía de un país en concreto.

expansión fiscal y el impacto que esta tiene en el resto de países (destino). Así, el efecto de desbordamiento por origen (véase cuadro adjunto) refleja el grado en que un aumento del gasto público en un país afecta a la actividad del resto de países. Por ejemplo, si se toma la primera fila del panel superior izquierdo del cuadro correspondiente a «Alemania», el efecto por origen de 0,5 tras dos años indica que una expansión fiscal en este país genera un efecto sobre el resto de países de la UEM equivalente a la mitad de la expansión inicial. Por su parte, el efecto de desbordamiento por destino muestra el impacto que ejerce sobre el PIB de un país concreto una expansión del gasto simultánea en el resto de países. En particular, si se toma la primera fila del panel superior izquierdo del cuadro, en el bloque «por destino», un impulso fiscal en el resto del área del euro conllevaría una expansión del PIB en Alemania, tras dos años, equivalente a cerca del doble de la expansión inicial (valor de 1,8).

Los resultados del análisis muestran que existen efectos de desbordamiento de la política fiscal en la UEM significativos, a medio plazo (horizonte de dos años). En concreto, si se atiende al origen de la expansión fiscal, un aumento del gasto público en los países considerados produce, en promedio, un impacto de magnitud relevante sobre el PIB de sus socios (véase el panel izquierdo del cuadro), con un multiplicador en torno a la unidad, y de una dimensión similar al efecto que tiene sobre sus propias economías (véase cuadro 4.1 del texto principal)⁵. En cuanto a la heterogeneidad de los resultados por países, los efectos de arrastre inferiores en Alemania que en Francia, Italia y España serían indicativos de un menor contenido importador del gasto público en el primer caso. De todos modos, los resultados que se presentan se deben tomar con

carácter ilustrativo, dado que las estimaciones se obtienen con una elevada incertidumbre (amplias bandas de confianza).

Por otra parte, los resultados referidos al efecto económico sobre cada país de los aumentos en el gasto público en el resto de países vecinos (por destino) presentan una mayor heterogeneidad (véanse columnas «por destino» del panel superior izquierdo). Esta se manifiesta en el efecto diferencial que las expansiones fiscales tienen sobre las exportaciones (véase el panel superior derecho del cuadro), resaltando la importancia del canal comercial de transmisión de los *shocks* de política fiscal. Así, Alemania, dada su mayor intensidad exportadora, recibe un elevado efecto de desbordamiento de la expansión fiscal de sus vecinos, mientras que el impacto sobre Italia es más limitado.

Si se analiza por separado el impacto económico del consumo y la inversión públicos (véase el panel inferior del cuadro), se observa que los aumentos de la inversión presentan mayores efectos de desbordamiento, que además resultan ser de cuantía similar para los países analizados, con un multiplicador cercano a 2, transcurridos dos años desde su implementación, mientras que existe una elevada heterogeneidad cuando la expansión se instrumenta a través del consumo público.

En definitiva, la evidencia presentada aquí sugiere que existen efectos de desbordamiento de la política fiscal relevantes entre los países más grandes de la UEM⁶, que serían especialmente relevantes en el caso de una expansión presupuestaria basada en la inversión pública.

⁵ No obstante, cabe señalar que los efectos de desbordamiento a muy corto plazo son cercanos a cero.

⁶ Véase, por ejemplo, J. in't Veld (2013), *Fiscal consolidations and spillovers in the Euro area periphery and core*, European Economy, Economic Papers, n.º 506.

La pasada crisis financiera en Estados Unidos tuvo un impacto diferenciado sobre la actividad y las tasas de desempleo de los diferentes Estados, que dependió, entre otros factores, del peso relativo del sector inmobiliario en la estructura productiva de cada Estado (véase gráfico 1.1). Para atenuar los costes de ajuste que se derivan de perturbaciones de índole idiosincrásica —o de perturbaciones comunes con impactos heterogéneos—, Estados Unidos cuenta con mecanismos —con mayor o menor grado de automatismo— para compartir riesgos, de forma que las consecuencias sean soportadas en parte por el conjunto de la Unión.

Entre estos mecanismos, resulta de especial importancia el seguro de desempleo, que incorpora un sistema común para toda la Unión en el que el Estado federal complementa los sistemas de cobertura de desempleo existentes en cada Estado (véase gráfico 1.2)¹. El sis-

tema está basado en la acumulación de un colchón de fondos en épocas de expansión (*forward funding*) que se destina a financiar las prestaciones en períodos de crisis. La acumulación de estos fondos se efectúa a través de las cotizaciones sociales de los empresarios en dos tramos (federal y estatal), que consolidan en cuentas designadas a escala federal (*trust funds*).

Dentro del tramo estatal, cada Estado cuenta con una elevada discrecionalidad a la hora de fijar los diferentes niveles de recaudación y de prestaciones, aunque respetando unas normas federales comunes. En concreto, la base imponible varía por Estado², así como el tipo de cotización estatal, que se basa en un sistema de penalizaciones al

1 Véase S. Albrizio, J. C. Berganza e I. Kataryniuk (2017), «El seguro de desempleo federal en Estados Unidos», Artículos Analíticos, Banco de España, 25 de mayo.

2 La base imponible no puede ser inferior a 7.000 dólares. En 2017, la base oscila entre los 7.000 dólares en Arizona, con un rango de tipos impositivos entre el 0,13% y el 7,73%, y los 45.000 dólares en Washington, con un rango de tipos impositivos entre el 0,04% y 10,59%. La duración de las prestaciones por desempleo se sitúa entre 20 y 30 semanas para aquellos trabajadores desempleados por causas ajenas a su voluntad. La prestación equivale a entre un 35% en Alaska y cerca del 60% en Hawái del último salario percibido.

1 SISTEMA DE DESEMPLEO EN ESTADOS UNIDOS

Gráfico 1
IMPACTO DE LA CRISIS EN EL DESEMPLEO Y PESO DE LA CONSTRUCCIÓN

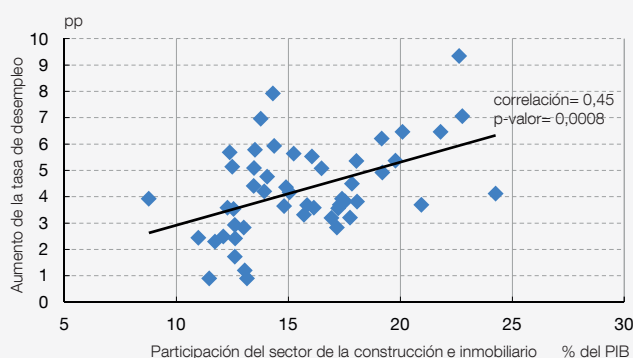


Gráfico 2
RESERVAS Y PRÉSTAMOS DEL SISTEMA DE DESEMPLEO FEDERAL

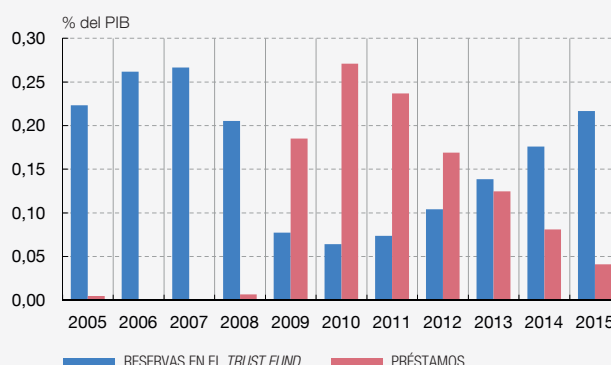


Gráfico 3
GASTO FEDERAL Y ESTATAL EN TRANSFERENCIAS POR DESEMPLEO

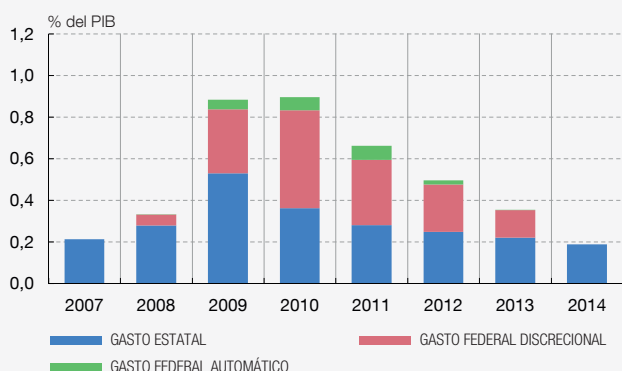
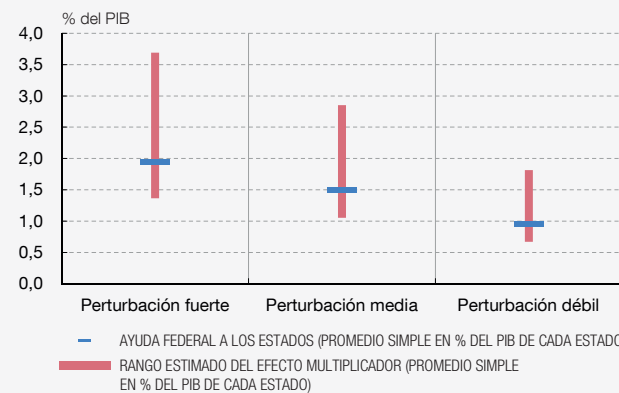


Gráfico 4
RESERVAS Y PRÉSTAMOS DEL SISTEMA DE DESEMPLEO FEDERAL (a)



FUENTES: US Department of Labor, US Bureau of Economic Analysis y cálculos propios.

a Los Estados se clasifican en tres grupos, dependiendo del tamaño del aumento de la tasa de desempleo estatal, en puntos porcentuales. Los gastos y los efectos económicos son calculados sobre el PIB de cada Estado. El rango de los multiplicadores incluye un coeficiente mínimo de 0,7 y un coeficiente máximo de 1,9, coherentemente con el análisis de CBO 2010, *Policies for Increasing Economic Growth and Employment in 2010 and 2011*.

empleador (*bonus/malus*), que depende de los despidos en sus empresas en los últimos años³. Esto hace que los empleadores internalicen el coste social de los despidos. Para no limitar la movilidad de los trabajadores, que es un mecanismo de ajuste natural ante perturbaciones, el Estado en el que el trabajador ha generado el derecho a la prestación debe pagar la prestación, con independencia de la residencia del desempleado.

En el tramo federal, el tipo impositivo se sitúa en el 6 % sobre los primeros 7.000 dólares de ingresos salariales de los trabajadores. Sin embargo, en condiciones normales, los empleadores reciben un crédito fiscal del 5,4 %, por lo que el tipo se sitúa en el 0,6 %. Esta recaudación se acumula en una única cuenta a escala federal.

El Estado federal tiene un rol muy diferente en épocas de expansión y crisis. En períodos de expansión, su papel es fundamentalmente pasivo: fija los requerimientos mínimos del sistema y cubre los costes administrativos. Sin embargo, en tiempos de crisis adopta un papel activo para compartir riesgos y solventar posibles problemas de liquidez, mediante dos tipos de actuaciones: préstamos a las cuentas estatales y transferencias directas.

Así, el Estado federal puede mitigar los problemas de liquidez de las cuentas estatales mediante préstamos de la cuenta federal a las cuentas estatales que se hayan quedado sin reservas. Estos préstamos ayudan a los Estados, por una parte, proveyendo de financiación a bajo coste en un momento en el que la financiación de mercado podría encarecerse y, por otra, permitiendo alargar los plazos de devolución, lo que suaviza una posible restricción crediticia. Si el préstamo se devuelve dentro del año fiscal, se considera un préstamo de liquidez y no se cargan intereses; si no se devuelve, se carga un interés similar al de la deuda pública federal y su pago debe proceder del presupuesto estatal. Por cada año que se retrase la devolución del préstamo, el crédito fiscal sobre el tipo mínimo federal se reduce en 0,3 pp y lo recaudado se utiliza para reducir la deuda actual. De esta manera, tanto los intereses de los préstamos como el aumento automático de tipos se utilizan como mecanismo para disminuir el riesgo moral en el comportamiento fiscal de los Estados federales. La cuantía acumulada de estos préstamos durante la reciente crisis llegó a representar el 84 % del flujo de prestaciones estatales y el 0,3 % del PIB de Estados Unidos (véase gráfico 1.2). Junto con el inusual tamaño de la perturbación, el aumento del acceso a la financiación se debió a la cantidad insuficiente de reservas en las cuentas estatales que se habían acumulado en el período expansivo anterior. Esta constatación llevó a que el sistema se reformara a partir de 2014, para asegurar un mayor nivel

3 Para más información, véase J. Fath y C. Fuest (2005), *Experience Rating of Unemployment Insurance in the US: A Model for Europe?*, CESifo DICE Report, 3 (2), pp. 45-50.

2 FUNCIONAMIENTO DEL SISTEMA DE DESEMPLEO

Gráfico 1
FINANCIACIÓN ESTATAL

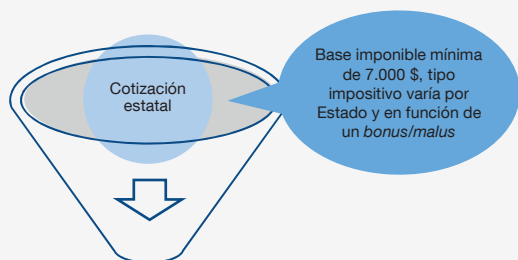
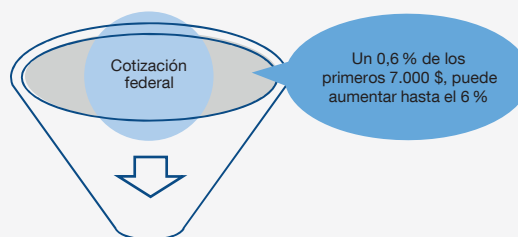
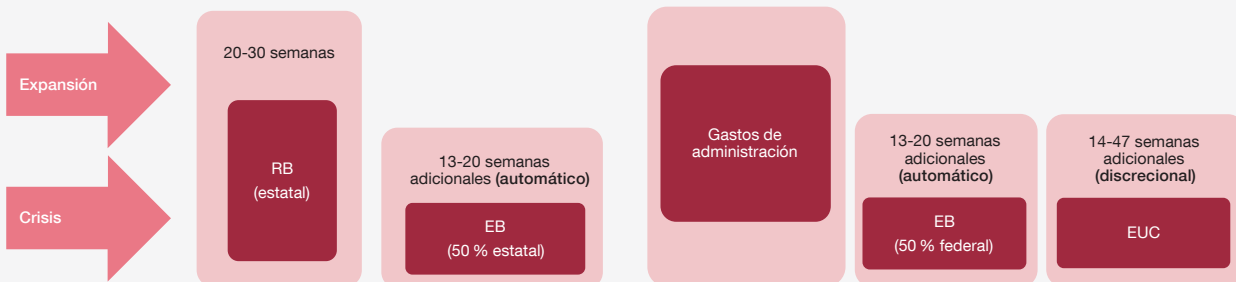


Gráfico 2
FINANCIACIÓN FEDERAL



Unemployment Trust Fund

Federal Unemployment Account



FUENTE: Banco de España.
NOTA: RB: prestaciones estatales. EB: *Extended benefits* (transferencias federales automáticas). EUC: *Emergency Unemployment Compensation* (transferencias federales discrecionales).

de ahorro en las épocas de bonanza y evitar el pago de intereses a Estados con buen comportamiento fiscal, pero que hubieran sufrido una crisis duradera⁴.

Las transferencias directas de la federación, por su parte, pueden ser automáticas o discrecionales. Las automáticas —o prestaciones extendidas— son un programa que implica una extensión de la duración de las prestaciones en períodos de desempleo alto y creciente a escala estatal, cuyo coste corre a cargo a partes iguales entre la cuenta estatal y la cuenta federal. Sin embargo, durante la crisis reciente, el Congreso decidió que el coste total de la extensión lo asumiera la cuenta federal, debido a que los Estados habían incluido requisitos muy restrictivos para la activación del programa, con el objetivo de que el aumento de prestaciones no fuera demasiado oneroso para las cuentas estatales. En cuanto a las transferencias discrecionales, se refieren a ocho programas implementados desde 1950 en épocas de crisis —el último, en el período 2008-2013—, aprobados de forma *ad hoc* por el Congreso y financiados por el presupuesto federal. En el gráfico 1.3 se muestra la importancia de las transferencias federales por desempleo durante la reciente crisis. Como se puede observar, la participación federal, que ascendió a cerca del 50 % del total de las prestaciones por desempleo durante el período 2009-2012, se desvanece rápidamente en la recuperación económica.

Como ocurre con cualquier otro sistema de prestaciones por desempleo, la extensión —automática o discrecional— de las prestaciones durante un período de desempleo alto tiene beneficios y costes. Entre los aspectos positivos, destaca su papel como estabilizador automático: al proporcionar una red de seguridad para los desempleados, las prestaciones extendidas les permiten mantener su poder de compra, llevar a cabo una búsqueda de un

puesto de trabajo más acorde a sus características y, a escala agregada, proporcionan un estímulo para la recuperación económica. En los aspectos negativos, un aumento de las prestaciones puede ralentizar el proceso de reempleo después de una recesión, a través de su efecto sobre el comportamiento de los agentes económicos⁵.

En el gráfico 1.4 se ha hecho una aproximación al efecto económico de la extensión de las transferencias durante la última crisis financiera. El cálculo se realiza teniendo en cuenta el gasto federal por Estado —acumulado entre 2008 y 2013—, y para medir su impacto en la actividad se tiene en cuenta un rango de multiplicadores estándar para las prestaciones de desempleo⁶. Como se puede apreciar, el Gobierno federal gastó en prestaciones alrededor de un 2 % del PIB estatal acumulado en los Estados más afectados por la crisis económica en términos de empleo, el doble que en los Estados donde el impacto de la crisis fue menor. Esto resultó en un impacto acumulado sobre el PIB de entre 1,5 y casi 4 puntos para los Estados más afectados y entre casi el 1 % y el 2 % para los que registraron un aumento del desempleo menor. Puede concluirse, por tanto, que las prestaciones federales suavizaron notablemente el impacto de la crisis económica entre Estados⁷. A estos efectos se añadirían los asociados a la reducción de la carga financiera resultante de los préstamos a las cuentas estatales.

4 Para más información, véase Employment and Training Administration 20 CFR Part 606, «Federal-State Unemployment Compensation Program; Funding Goals for Interest-Free Advances; Final Rule» (2010), Federal Register, vol. 75, n.º 180, Rules and Regulations.

5 En concreto, una extensión de las prestaciones podría aumentar el salario de reserva y, consecuentemente, podría: i) elevar el salario de renegociación distorsionando las decisiones de contratación de las empresas, y ii) reducir la intensidad con la que los trabajadores buscan un nuevo trabajo.

6 CBO 2010, Policies for Increasing Economic Growth and Employment in 2010 and 2011.

7 Esta estimación proporciona un monto indicativo del efecto económico de las prestaciones, sin tener el objetivo de estimar el impacto económico neto del sistema por desempleo, que, además de los efectos calculados, incluiría el impacto de las cotizaciones y del coste de oportunidad de los préstamos.

A lo largo de las últimas décadas, la persistencia de los déficits públicos en las principales economías avanzadas ha propiciado una trayectoria creciente de la deuda pública. Entre las razones que justifican esta evolución se señala, en ocasiones, la búsqueda de objetivos de corto plazo por parte de las autoridades políticas o de determinados grupos de presión, que puede llevar a implementar políticas fiscales inadecuadas, sin que los contribuyentes sean capaces de internalizar en su totalidad las consecuencias de estas decisiones para el bienestar social ni para las generaciones futuras. Este sesgo hacia el déficit puede resultar más relevante en el caso de una unión monetaria, si los Estados miembros no internalizan por completo las implicaciones que puede tener un excesivo endeudamiento sobre los demás miembros.

La literatura económica ha propuesto distintos mecanismos para reducir estos sesgos hacia el déficit, entre los que destacan: 1) la adopción de reglas fiscales; 2) el establecimiento de consejos fiscales independientes, y 3) la delegación de algunas decisiones fiscales en una autoridad independiente. Las distintas alternativas existentes, no necesariamente excluyentes, difieren en el grado de control que buscan imponer sobre la actuación de los Gobiernos.

Las reglas fiscales son un elemento fundamental de la arquitectura actual de la UEM. En el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), los Estados miembros se comprometen a mantener la deuda y el déficit públicos por debajo del 60 % y del 3 % del PIB, respectivamente. Además, existen compromisos de mantenimiento de un saldo estructural próximo al equilibrio a lo largo del ciclo —objetivo de medio plazo— y una regla de gasto que, a grandes rasgos, limita el crecimiento de este al crecimiento potencial o de medio plazo de cada economía. La efectividad de este conjunto de reglas ha sido cuestionada, en particular, durante la actual crisis, de modo que en el momento presente hay diversas propuestas de reforma.

En particular, algunos autores reclaman una mayor automaticidad y simplificación en torno a una regla de gasto que garantice un anclaje de la deuda a medio plazo. Un ejemplo en esta línea es la denominada regla de «freno de la deuda», vigente en Suiza, que restringe la ratio de su gasto sobre sus ingresos, sujeto a dos ajustes. Primero, la fórmula toma en cuenta el estado del ciclo, permitiendo un déficit cuando la economía está por debajo de su tendencia pero exigiendo un superávit durante las expansiones. Segundo, la regla incorpora una «cuenta de ajuste», que acumula los déficits y superávits pasados. Cuando la cuenta de ajuste presenta un saldo negativo, la regla rebaja el límite de gasto en cuantía suficiente como para pagar la deuda que se espera que se acumule durante los tres próximos años. De esta manera, a diferencia del PEC, la regla se endurece automáticamente cuando se producen déficits repetidos. En esta misma línea, otros autores proponen introducir una mayor automaticidad en el control de algunas partidas concretas del gasto público, como sucede, por ejemplo,

en algunos sistemas de pensiones en los que se impone el equilibrio presupuestario automáticamente, a partir del cálculo del nivel agregado de las pensiones en función de los ingresos del sistema o de cada pensión individual en función de una cuenta personal basada en las contribuciones del propio pensionista. La reforma de 2013 de las pensiones españolas estableció, de hecho, un mecanismo de equilibrio presupuestario automático, al definir un «índice de revalorización»¹ que ajusta el nivel de las pensiones anualmente en función de la brecha entre los ingresos y los gastos del sistema.

Por otra parte, la literatura sugiere que la efectividad de las reglas fiscales puede aumentar si se acompaña del establecimiento de consejos fiscales independientes². La realización de estas instituciones de análisis sobre el cumplimiento de las reglas por parte de las Administraciones Públicas, el coste de las nuevas iniciativas legislativas, así como del diseño y ejecución de los presupuestos y, en particular, de los escenarios macroeconómicos que subyacen a estos, puede reducir el sesgo hacia los déficits excesivos. La estructura actual de la gobernanza europea ha reforzado el PEC, adoptando en parte estas innovaciones institucionales. El nuevo marco de gobernanza fiscal obliga al establecimiento de autoridades fiscales independientes a escala nacional, que deberán encargarse del seguimiento de las políticas presupuestarias y del cumplimiento de las reglas fiscales.

Sin embargo, en la UE no se ha dotado a estas instituciones fiscales independientes de un rol explícito en la fijación de los objetivos presupuestarios, ni de capacidad de actuación sobre el gasto o los ingresos públicos que pudieran modificar en caso de que una determinada política fiscal se juzgara no apropiada. En este sentido, algunas propuestas académicas han sugerido la delegación de alguno de estos aspectos (fijación de objetivos o instrumento de corrección) a la institución fiscal independiente³. Con ello se pretende limitar el grado de discrecionalidad de los Gobiernos, manteniendo en cualquier caso inalteradas las funciones propias que les concede el mandato democrático, en el ámbito de la redistribución de la renta y la consecución de la eficiencia económica.

En este contexto, en el seno de la Comisión Europea se ha creado un Consejo Fiscal Europeo de carácter consultivo, que cuenta entre

1 Véase A. R. Sánchez (2014), *The automatic adjustment of pension expenditures in Spain: an evaluation of the 2013 pension reform*, Documentos de Trabajo, n.º 1420, Banco de España.

2 Véanse L. Calmfors (2011), *The role of independent fiscal policy institutions*, CESifo Working Paper, n.º 3367; G. Kopits (2011), «Independent fiscal institutions: Developing good practices», *OECD Journal on Budgeting*, 11 (3), pp. 1-18; C. Wyplosz (2005), «Fiscal policy: Institutions versus rules», *National Institute Economic Review*, 191, pp. 70-84.

3 Véase J. Costain y B. de Blas (2012), *The role of fiscal delegation in a monetary union: A survey of the political economy issues*, Working Papers in Economic Theory 2012/11, Universidad Autónoma de Madrid y las referencias allí citadas.

sus funciones con la de controlar el cumplimiento de las reglas fiscales europeas, asesorar a la Comisión Europea sobre el tono de la política fiscal que se considera apropiado para el conjunto del área, además de cooperar con los consejos fiscales nacionales. En este sentido, desde la óptica europea, algunos trabajos⁴ analizan el encaje de la delegación de un instrumento de política fiscal a una autoridad independiente europea, dentro del marco actual de gobernanza y teniendo en cuenta el marco institucional de la unión monetaria, concluyendo que un mecanismo de estas características podría reducir los niveles de deuda pública agregados en la

Unión, de manera que se ganaran márgenes para actuaciones discrecionales de la política fiscal, desde un punto de vista agregado.

En resumen, la experiencia de los años recientes pone de manifiesto la importancia de mantener políticas fiscales disciplinadas que generen márgenes de maniobra suficientes en los años de expansión, de modo que se pueda ejercer de manera completa una función estabilizadora en las fases recesivas. La literatura señala la conveniencia de establecer reglas fiscales que permitan que los Gobiernos internalicen las consecuencias que sus decisiones tienen sobre las generaciones futuras, o en el contexto de la UEM, sobre el resto de los Estados miembros. Asimismo, la efectividad de estas reglas se puede ver potenciada cuando se acompañan de instituciones fiscales independientes.

4 Véase H. S. Basso y J. Costain (2016), *Fiscal delegation in a monetary union with decentralized public spending*, CESifo Economic Studies, 62 (2), pp. 256-288.