

## Reglas fiscales europeas: ¿abajo el 60%?

- Hay un amplio consenso sobre la necesidad de reformar las reglas fiscales europeas, demasiado complejas, poco predecibles y no lo suficientemente sensibles al estado del ciclo económico.
- De hecho, la crisis de la COVID-19 ha obligado a suspenderlas y la Comisión está debatiendo su reforma.
- El diseño de reglas fiscales debe tener en cuenta todos los factores que afectan la sostenibilidad de la deuda y ser lo suficientemente flexible para permitir el papel estabilizador de la política fiscal.

Las reglas fiscales europeas, que dictan el déficit y la deuda máxima que pueden tener los países europeos, quedaron en suspenso en marzo de 2020 (hasta al menos finales de 2021) debido a la crisis de la COVID-19.

Como ya explicábamos en un Focus el año pasado,<sup>1</sup> antes de esta crisis ya había consenso en que las reglas no eran adecuadas (incluso después de varias reformas a lo largo de los años) y, a principios de 2020, la Comisión Europea había empezado un proceso de debate con el fin de reformarlas. Si las reglas cuyo elemento principal es un techo de la deuda pública del 60% del PIB ya eran inadecuadas antes de la pandemia, esta última crisis las ha dejado claramente obsoletas. De hecho, se estima que en 2020 la deuda pública de la eurozona superó el 100% del PIB del bloque, mientras que en algunos países llegó hasta ratios cercanas al 120% (España) o incluso al 160% (Italia). Ante niveles de deuda tan elevados, las reglas fiscales actuales requerirían para muchos países un esfuerzo fiscal enorme y sostenido en el tiempo (véase el primer gráfico). Por ejemplo, para un país con una deuda pública del 160% del PIB, serían necesarios superávits primarios superiores al 3% del PIB durante los próximos 20 años, incluso en un escenario relativamente favorable de crecimiento y tipos de interés, un esfuerzo fiscal poco factible y quizás incluso contraproducente, ya que supondría un lastre sustancial sobre el crecimiento.

### La sostenibilidad de la deuda no se puede reducir a un solo número

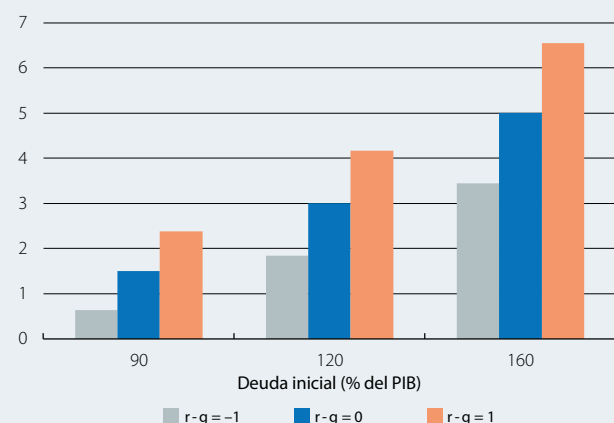
El ejemplo anterior ilustra el problema fundamental de las reglas fiscales europeas: el uso de criterios de deuda y déficits que no varían según el país ni a lo largo del tiempo y no tienen en cuenta posibles cambios en los factores que determinan la sostenibilidad de la deuda. Esta caracterización es demasiado simplista, ya que el nivel de deuda y del déficit no son los únicos determinantes de la sostenibilidad de la deuda por al menos cuatro razones.

Primero, la sostenibilidad de la deuda depende no solo de su nivel en porcentaje del PIB y del déficit, sino del crecimiento futuro y de los tipos de interés. En Italia, por ejemplo, la ratio de la deuda siguió aumentando debido a un crecimiento débil y una alta carga de intereses a pesar de

1. Véase el Focus «¿Hacia una reforma de las reglas fiscales europeas?», en el IM03/2020, donde destacamos que las reglas eran demasiado complejas, poco predecibles y no lo suficientemente sensibles al estado del ciclo económico.

### Saldos primarios necesarios para la reducción de la deuda al 60% del PIB en 20 años (con diferentes supuestos sobre el crecimiento y los tipos de interés)

Saldo primario necesario (% del PIB)



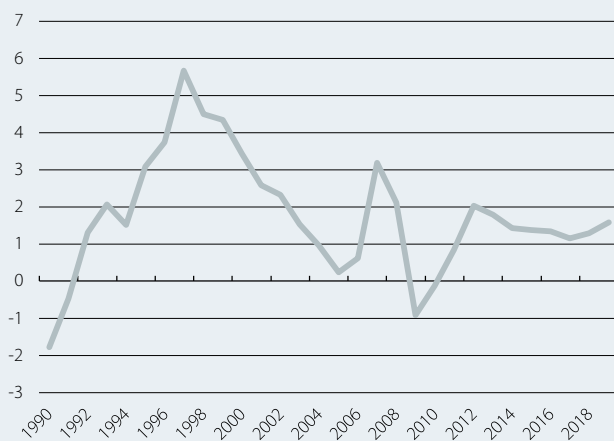
**Nota:**  $r$  es el tipo de interés promedio de la deuda pública,  $g$  es el crecimiento nominal del PIB y  $r-g$  es la diferencia entre estas dos variables. Los supuestos para  $r-g$  se escogieron para ilustrar diferentes escenarios. En 2019,  $r-g$  era igual a  $-1,96\%$  en Alemania,  $-1,81\%$  en Francia,  $-0,82\%$  en España y  $0,25\%$  en Italia, según Eurostat y las previsiones de crecimiento del PIB del Fondo Monetario Internacional. El saldo fiscal primario  $pb_t^*$  necesario para reducir la ratio de la deuda  $d_t$  a un objetivo  $d^*$  en  $n$  años se calcula de la siguiente manera:  $pb_t^* = \left( \frac{r_t - g_t}{1 + g_t} \right) d_{t-1} + \frac{1}{n} (d_{t-1} - d^*)$ , donde  $r_t$  y  $g_t$  son supuestos de tipos de interés y de crecimiento.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y del Fondo Monetario Internacional.

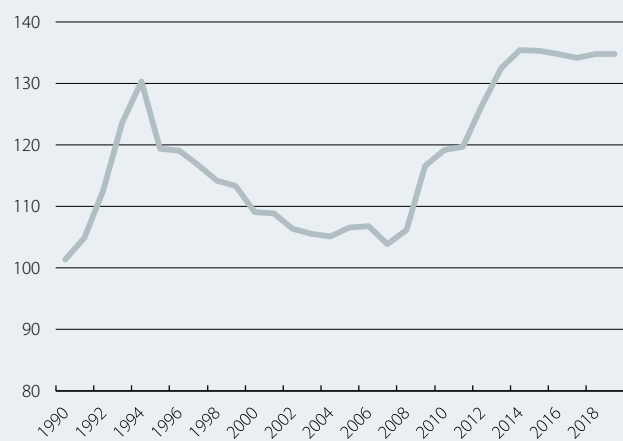
que el país mantuvo un superávit fiscal primario casi ininterrumpidamente en los últimos 25 años (véase el segundo gráfico). En cambio, en un caso en el que el tipo de interés de la deuda es inferior al crecimiento nominal del PIB, un país que tenga déficits puede ver reducida su ratio de deuda.

Segundo, hay incertidumbre sobre el crecimiento y los tipos de interés futuros. En concreto, un determinado saldo primario puede dejar de ser suficiente para estabilizar la ratio de deuda si aumentan los tipos de interés o cae el crecimiento. Aunque en este momento nos encontremos en una situación de bajos tipos de interés, los factores detrás de este fenómeno son complejos y su evolución es incierta, por lo que no hay que menospreciar la posibilidad de que la bajada de los tipos de interés de las últimas décadas se revierta con implicaciones fiscales importantes.

Tercero, el esfuerzo fiscal factible depende de muchos factores, como el tipo de Gobierno, el nivel de presión impositiva del que se parte y muchas más consideraciones políticas, económicas y sociales. En consecuencia, un nivel de

**Italia: saldo fiscal primario (% del PIB)**

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

**Italia: deuda pública (% del PIB)**

deuda que es sostenible en un país puede no serlo en otro si ello le exige un esfuerzo fiscal poco factible (recuerden las preguntas sobre la factibilidad política y económica del esfuerzo fiscal que se le pedía a Grecia para recibir ayudas europeas, que requerían un saldo primario elevado durante más de 20 años).

Cuarto, la confianza de los inversores también es importante para la sostenibilidad de la deuda. El entorno actual, de bajos tipos de interés y vencimientos largos de la deuda, favorece la confianza de los inversores porque hace que la carga de esta deuda (en términos de flujos de pagos) sea llevadera. Sin embargo, una pérdida de confianza por parte de los inversores sobre la capacidad de un país para pagar su deuda puede resultar en un tensionamiento de los tipos de interés y una «profecía autocumplida» a medida que los aumentos de los tipos de interés retroalimentan el incremento de la deuda hacia niveles insostenibles.<sup>2</sup> Aunque el BCE pueda evitar estas situaciones en algunos casos, no puede eliminar las diferencias en la credibilidad de la política fiscal de distintos países.

Estos cuatro elementos muestran que no se debería reducir la sostenibilidad de la deuda a un solo número. Su evaluación es más compleja, está llena de matices y debe tener en cuenta muchos otros factores, como el crecimiento y los tipos de interés esperados, y otros factores económicos, políticos e institucionales.

### Una visión más amplia de la sostenibilidad en las reglas fiscales

Si la sostenibilidad de la deuda no se puede resumir en un solo número, las reglas fiscales tampoco deberían reducirse casi totalmente a un objetivo de deuda. Las reglas fiscales deberían tener en cuenta todos los factores que afectan

a la sostenibilidad mencionados en este artículo, y deberían ser lo suficientemente flexibles para permitir el papel estabilizador de la política fiscal (las reglas se tuvieron que suspender en 2020 precisamente porque no hubieran permitido las medidas fiscales necesarias frente a la COVID-19).

Sin embargo, el límite de deuda del 60% del PIB está en el Tratado de la UE y, por lo tanto, es difícil que el proceso de revisión de las reglas fiscales lo elimine. A no ser que se opte por un cambio en el Tratado (lo que es improbable), se deberán encontrar maneras de reducir la importancia de este límite, quizás, como propone el European Fiscal Board,<sup>3</sup> dictando velocidades de corrección diferenciadas por países, que tengan en cuenta todos los factores importantes para la sostenibilidad de la deuda. No obstante, será un reto conseguir esta visión más holística de la sostenibilidad sin perder transparencia y predictibilidad en las reglas. La transparencia y la predictibilidad son importantes para una aplicación y una vigilancia más efectivas, y una mejor comprensión de las reglas por parte del resto de la sociedad.

Con todo, esperamos que este debate sea muy importante en 2021 dada la urgencia de reformar las reglas antes de que se acabe su suspensión. El proceso de reforma del marco fiscal europeo (que originalmente debía acabar a finales de 2020) ha sido interrumpido por la COVID-19 y la Comisión todavía no ha decidido una nueva fecha para reemprenderlo, pero el debate sin duda se intensificará a lo largo del año dada su importancia. En este nuevo mundo de deuda pública elevada en la mayoría de los países europeos, las nuevas reglas fiscales deberán impulsar una reducción gradual de la deuda hacia niveles más seguros, pero sin dañar la recuperación ni la transformación verde y digital de la economía europea. Será un equilibrio difícil de lograr, pero no imposible.

Álvaro Leandro

2. La velocidad a la que aumentos de tipos de interés resulten en aumentos de la deuda depende del perfil de vencimiento de la deuda: en un país con deuda más a largo plazo, este aumento se producirá de manera más lenta.

3. Véase European Fiscal Board. «Annual Report 2020».