



# Informe sobre las nuevas reglas fiscales de la UE

Julio 2024

## Resumen

- A través del siguiente análisis se pretende arrojar algo de luz acerca del nuevo marco fiscal aprobado por la Comisión Europea el pasado mes de abril y los ajustes que tendrán que llevar a cabo los países miembros de la Unión Europea, ante los elevados niveles de déficits fiscales y endeudamiento público que pueden suponer una serie de riesgos para la estabilidad financiera global.
- El antiguo sistema estaba basado en objetivos a medio plazo sobre las balanzas estructurales. Las principales críticas al sistema anterior eran la falta de flexibilidad y que, hasta el 2020, tendía a alentar políticas procíclicas, además de su complejidad de aplicación. Por último, por diversas razones, es evidente que ha tenido resultados mediocres, no hay más que ver los elevados niveles de deuda que se han generado en más de la mitad los países de la Unión Europea.
- El nuevo sistema presenta una serie de debilidades potenciales. La primera de ellas es la complejidad que suponen los análisis de sostenibilidad de la deuda. La segunda es la dificultad de aplicación práctica de las reglas. El sistema será más flexible, pero todavía va a requerir ajustes del gasto público de considerable magnitud en bastantes países.
- Consideramos que la aplicación práctica de las nuevas reglas en los presupuestos del 2025 y 2026 será el desafío más importante para la UE y, la moneda única, en los próximos dos años. Una posición beligerante contra la Comisión de los países más endeudados podría llevar a una rápida ampliación de las primas de riesgo.

### 1. NUEVAS REGLAS FISCALES

El marco fiscal aprobado por la CE en abril de 2024 establece las nuevas reglas fiscales que los países miembros tendrán que cumplir a partir de los presupuestos de 2025. Si bien los límites originales del Tratado, 3% de déficit y 60% de nivel de deuda bruta con respecto al PIB se mantienen. Las nuevas reglas incorporan una mayor flexibilidad al introducir criterios de sostenibilidad y direccionalidad. Basado en los informes de la Comisión/Eurostat, se determinará para cada país la situación de sostenibilidad (DSA por sus siglas en inglés) y direccionalidad de la deuda pública y si el rumbo de reducción del déficit es considerado satisfactorio. Esto llevará a la Comisión y al Consejo de la Unión a definir una "senda de gasto neto" que cada país debe seguir, sirviendo de base para su presupuesto anual para lograr la convergencia con los criterios generales de déficit y de deuda.

La palabra clave, en su acepción de credibilidad, es "plausibilidad". El único objetivo operacional sobre el que se va a actuar, el gasto neto, se definirá para lograr que al final del período de ajuste, 4 o 7 años, la ratio de deuda este por debajo del 60% o esté en una trayectoria que haga "creíble" que el objetivo se alcance en un período razonable. La plausibilidad se determinará en base a un DSA estocástico (probabilidad del 70%), que certifique que los objetivos se alcancen incluso bajo condiciones adversas de recesión o tipos de interés/primas de riesgo.

El informe de la CE especifica que los criterios de evaluación para determinar si un país cumple con el criterio de déficit serán:

- Posición, riesgos y sostenibilidad de la deuda pública a medio plazo.
- Situación presupuestaria a medio plazo y, en particular, el grado de desviación con respecto a la senda de gasto neto.
- Situación macroeconómica a medio plazo: crecimiento, inflación y situación cíclica.
- Grado de cumplimiento con reformas y políticas destinadas a mejorar los desequilibrios macroeconómicos. Incremento del gasto en defensa.

## 2. "CORRECTIVE ARM". RAMA CORRECTIVA DEL PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

El pacto establece una serie de procedimientos y políticas estructurales para corregir desviaciones fiscales excesivas. Los países miembros deberán presentar un plan estructural a medio plazo, que defina sus objetivos de sostenibilidad fiscal y especifique la senda de gasto neto que sea consistente con las recomendaciones fijadas semestralmente para cada país. [Haciendo clic aquí](#) pueden ver el último informe de la Comisión (19/6/2024) evaluando la situación de déficit y deuda en cada estado miembro.

En primer lugar, para los países con déficits por encima del 3% del PIB, se establece un ajuste estructural mínimo del 0,5% del PIB anual hasta que el déficit se reduzca por debajo del 3%. Los ajustes se aplican sobre el balance primario estructural, para reducir el impacto de las oscilaciones de tipos de interés. El requerimiento mínimo se complementará con salvaguardas adicionales que dependerán del nivel de deuda de cada país:

- Los países con nivel de deuda por encima del 90% del PIB deberán reducirla un 1% de media por año durante un período de ajuste de cuatro a siete años.
- Los países con la deuda entre 60%-90% del PIB deberán ajustar su presupuesto para que la deuda decaiga un 0,5% del PIB por año con un margen de ajuste de cuatro a siete años.
- Finalmente, una cláusula de salvaguardia adicional denominada de "déficit resiliente". Para aquellos países con un déficit estructural superior al 1,5% del PIB, se requerirá una reducción anual del balance primario estructural del 0,4% del PIB si el ajuste se produce a lo largo de 4 años o del 0,25% si el ajuste se realiza en 7 años.

El tiempo que tarde un país en adaptarse, entre cuatro y siete años, dependerá del criterio de la CE, basado en que los países se comprometan a realizar suficientes reformas e inversiones. En cualquier caso, hay que reiterar que la aplicación estricta de las reglas obligará a mantener la senda de reducción de deuda durante el período relevante incluso si se produce una recesión o un shock adverso de tipos de interés. La suspensión de las reglas fiscales en 2020 ha dejado a más de la mitad de los países de la Unión en una posición precaria en relación con estas. Hay dudas sobre cómo se implementará el nuevo marco en la práctica. La senda de gasto primario neto no será definida por el Consejo y la Comisión hasta que los países presenten sus presupuestos para 2025 y los planes fiscales a medio plazo, pero, dada la complejidad inherente a cualquier DSA, no es difícil prever que los países más endeudados puedan verse forzados a hacer ajustes estructurales considerablemente superiores a los mínimos. En definitiva, el proceso de consolidación fiscal va a requerir superávits primarios multianuales en prácticamente todos los países incluidos en las tablas que adjuntamos más adelante.

### 3. PROCEDIMIENTO DE DEFICIT EXCESIVO:

De acuerdo con el Artículo 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión, se abrirán procedimientos de déficit excesivo (EDP por sus siglas en inglés) cuando un país miembro tenga un déficit superior al 3% del PIB o su deuda pública este por encima del 60% del PIB y, si lo está, no esté reduciéndose de manera satisfactoria. Los países con un EDP abierto tienen 6 meses de plazo para tomar acciones correctivas. Todavía no sabemos cómo se aplicarán las nuevas reglas fiscales en la práctica, y sobre todo como se ejecutarán en caso de incumplimiento flagrante y/o continuado. Sin embargo, las sanciones pueden llegar a ser una multa en forma de depósito no remunerado de hasta el 0,2% del PIB y/o suspensión de los fondos estructurales para el país en cuestión. El proceso dentro de la rama correctiva es el siguiente:

**Presentación de un EDP → Assessment of effective action (seis meses para presentar un programa de políticas y reformas correctivas) → Stepping up or abrogating the EDP (refuerzo o abolición del procedimiento).**

En su informe del 19 de junio de 2024, la Comisión propuso al Consejo abrir procedimientos de déficit excesivo contra siete países: Bélgica, Francia, Italia, Hungría, Polonia, Malta y Eslovaquia. Rumanía ya estaba bajo su propio EDP anteriormente. El Consejo reviso los expedientes el 16 de julio de 2024, y anunció que tomará una decisión sobre cada EDP antes de finales de julio. También discutió la situación de Rumanía, que lleva en EDP desde 2020. La conclusión de la Comisión es que Rumanía no ha tomado medidas eficaces para controlar su exceso fiscal. El siguiente paso es el de "stepping up the EDP" que abriría paso a las primeras sanciones.

### 4. ESTADOS MIEMBROS EN EXCESO DE DEUDA Y/O DÉFICIT:

Adjuntamos la situación fiscal de los estados miembros que necesitarán hacer un ajuste a medio plazo proporcionada por AMECO, la base de datos de la Comisión Europea. También adjuntamos un resumen del informe del 19 de julio de 2024 sobre los principales países en exceso en al menos una de las variables. Las estimaciones de la Comisión para el 2025 son en ausencia de nuevas medidas estructurales.

% del PIB	Balance de las Administraciones Públicas				Balance Estructural de las Administraciones Públicas Ex. Intereses	
	2023 <sup>1</sup>	Estimaciones 2024/País <sup>2</sup>	Previsiones 2024 <sup>3</sup>	Previsiones 2025 <sup>3</sup>	2024	2025
Bélgica	-4,40	-4,40	-4,40	-4,70	-1,87	-2,08
R. Checa	-3,70	-2,30	-2,40	-1,90	-0,09	-0,06
Estonia	-3,40	-2,90	-3,40	-4,30	-0,29	-2,02
España	-3,60	-3,00	-3,00	-2,80	-0,85	-0,74
Francia	-5,50	-	-5,30	-5,00	-2,97	-2,52
Italia	-7,40	-4,30	-4,40	-4,70	-1,05	-1,13
Hungría	-6,70	-4,50	-5,40	-4,50	0,03	-0,24
Malta	-4,90	-4,50	-4,30	-3,90	-2,90	-2,14
Polonia	-5,10	-5,10	-5,40	-4,60	-2,61	-1,90
Eslovenia	-2,50	-3,60	-2,80	-2,20	-1,24	-0,75
Eslovaquia	-4,90	-6,00	-5,90	-5,40	-4,26	-3,78
Finlandia	-2,70	-3,50	-3,40	-2,80	-0,53	-0,13

Fuente: Ameco

**Tabla 2: Deuda de las Administraciones Públicas**

% del PIB	2023 <sup>1</sup>	Estimaciones 2024/País <sup>2</sup>	Previsiones 2024 <sup>3</sup>	Previsiones 2025 <sup>3</sup>
Bélgica	105,20	105,20	105,00	106,60
R. Checa	44,00	45,50	45,20	45,50
Estonia	19,60	20,90	21,40	24,60
España	107,70	105,60	105,50	104,80
Francia	110,60	-	112,40	113,80
Italia	137,30	137,80	138,60	141,70
Hungría	73,50	73,20	74,30	73,80
Malta	50,40	54,20	52,00	52,60
Polonia	49,60	53,60	53,70	57,70
Eslovenia	69,20	68,60	68,10	66,40
Eslovaquia	56,00	58,30	58,50	59,90
Finlandia	75,80	79,10	80,50	82,40

Fuente: Ameco.

## 5. AJUSTES REQUERIDOS Y APERTURA DE EDPs

Los ajustes requeridos son particularmente onerosos para dos países cruciales.

- 1) Francia: la elevada deuda y un déficit estructural por encima del 2,5% del PIB apuntan a la necesidad de ajustes anuales de al menos un 0,9% del PIB sobre cuatro años y de un 0,6% sobre siete años. La aplicación estricta de las cláusulas de salvaguardia puede requerir un ajuste de mayor magnitud, probablemente cercano al 4% del PIB. Dada la situación política, con un parlamento en situación de bloqueo legislativo, dominado por fuerzas populistas y sin una clara solución para la designación de un gobierno de suficiente consenso, este tipo de decisiones van a ser muy complicadas de tomar.
- 2) Italia: el elevado stock de deuda deja poco margen de maniobra. Las ecuaciones de un DSA son muy sensibles a los tipos de interés reales y al crecimiento. El problema fundamental de Italia es que la relación tipo de interés efectivo nominal vs crecimiento del PIB nominal es bastante desfavorable, a pesar del aumento significativo de la duración media de su deuda del 2020 al 2023. Cualquier DSA exigiría a Italia, que ya tenía superávits primarios antes de la pandemia, un esfuerzo de consolidación fiscal aún mayor. El plan plurianual del gobierno prevé alcanzar un superávit primario del 2% del PIB en 2027, pero viniendo de un déficit primario no estructural del 3,6% del PIB, el ajuste implícito va a ser políticamente difícil de generar. Y, desde luego, con los balances estructurales actuales, la deuda italiana seguiría creciendo, incluso explosivamente, en bastantes escenarios. Estimamos que Italia necesitará ajustes anuales de al menos un 1% del PIB por cuatro años y 0,6% sobre siete.

<sup>1</sup> Eurostat Data.

<sup>2</sup> 2024 Individual Country Fiscal Notifications (France did not submit a planned deficit).

<sup>3</sup> Commission Spring forecast for 2024 & 2025.

España se libró de recibir un EDP porque la Comisión espera que el déficit caiga por debajo del 3% en el 2025 y su balanza estructural es relativamente favorable. De todas formas, con un crecimiento bastante superior a la media europea, uno se pregunta si no hubiera sido mejor hacer un ajuste contra cíclico en estos momentos. El informe de primavera presentado al Consejo apunta serias vulnerabilidades a medio plazo. En particular, el DSA señala riesgos considerables de sostenibilidad de deuda, dada la magnitud y trayectoria del gasto no discrecional y la necesidad de aumentar el gasto en defensa, uno de los criterios cuantitativos del nuevo sistema. Calculamos que España tendrá que realizar ajustes de al menos el 1,75% del PIB (0,5% en cuatro años y 0,3% sobre siete años) en su gasto neto primario, que podrían llegar al 2,5-3% en varios supuestos desfavorables. Con una mayoría parlamentaria incierta, la capacidad de hacer ajustes significativos parece limitada.

Otros países como Bélgica, Polonia, Hungría y Eslovaquia también tendrán que realizar ajustes de considerable magnitud. Es difícil estimar el impacto fiscal consolidado hasta que se publiquen las recomendaciones de la Comisión y el Consejo, que no veremos probablemente hasta el primer trimestre de 2025. Creemos que la política fiscal en el conjunto de la UE será contractiva en los próximos cinco años, por un importe superior al 0,5% anual.

Esto nos lleva al último punto de nuestro informe. Desde el año 2015, y sobre todo durante los años de la pandemia, los países de la Zona euro se han beneficiado del efecto seigniorage<sup>4</sup> de la enorme expansión monetaria derivada de la compra de bonos por parte del BCE (más los TLTROs<sup>5</sup>). Desde el año pasado, el BCE ha empezado a reducir sus programas de compra de activos públicos, y se ha anunciado que la compra se discontinuará completamente al final de este año. Claramente, la desaparición del principal comprador (ver tablas 3 y 4) va a suponer una presión adicional sobre las primas de riesgo de los países más endeudados.

También hay que asumir que los elevados niveles de deuda y el exceso de liquidez << el balance del BCE todavía representa el 44,4% del PIB, muy por encima de los niveles del 2015>> hayan supuesto un aumento estructural de la tasa de interés real de equilibrio ( $R^*$ ) y de la prima de riesgo por duración de cada curva. El instrumento de protección de la transmisión monetaria del BCE (TPI por sus siglas en inglés) puede ayudar a controlar los movimientos excesivos, pero es dudoso que dentro del consejo de gobierno del banco central y/o en el Consejo de la Unión se permita un uso agresivo del TPI en casos de desviaciones flagrantes y/o continuadas. Consideramos que la aplicación práctica de las nuevas reglas en los presupuestos del 2025 y 2026 es el desafío más importante para la UE y, la moneda única, en los próximos dos años. Una posición beligerante contra la Comisión de los países más endeudados podría llevar a una rápida ampliación de las primas de riesgo y, potencialmente, a bajadas de rating por parte de las principales agencias. Esperamos también un aumento de la volatilidad de los diferenciales de crédito, como ya se ha demostrado en Francia desde las elecciones europeas de junio.

<sup>4</sup> Beneficio que obtiene un gobierno al emitir moneda, especialmente la diferencia entre el valor nominal de las monedas y sus costes de producción.

<sup>5</sup> Targeted Long-Term Refinancing Operations u Operaciones de financiación a más largo plazo del BCE.

**Tabla 3: Tenencias del Programa de Compra de Activos del BCE por principales jurisdicciones**

% PIB	Programa de compras del sector público (PSPP)		Programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP)		TOTAL		
	2023	Junio 2024	2023	Mayo 2024	2023	2024	Cambio
Alemania	14,90%	13,60%	9,55%	9,35%	<b>24,45%</b>	<b>22,95%</b>	-1,50%
Francia	17,99%	16,77%	10,77%	10,32%	<b>28,76%</b>	<b>27,09%</b>	-1,66%
Italia	19,82%	18,38%	13,68%	13,61%	<b>33,51%</b>	<b>31,99%</b>	-1,52%
España	20,66%	19,32%	13,16%	12,88%	<b>33,82%</b>	<b>32,19%</b>	-1,62%
Países Bajos	12,31%	11,54%	7,91%	7,89%	<b>20,22%</b>	<b>19,44%</b>	-0,78%
Bélgica	15,58%	14,55%	9,72%	9,85%	<b>25,30%</b>	<b>24,40%</b>	-0,90%
Austria	14,63%	14,28%	9,05%	9,20%	<b>23,68%</b>	<b>23,48%</b>	-0,20%
Finlandia	15,21%	14,40%	9,67%	9,29%	<b>24,87%</b>	<b>23,69%</b>	-1,18%
Irlanda	8,22%	7,59%	5,13%	4,88%	<b>13,35%</b>	<b>12,46%</b>	-0,89%
Portugal	19,65%	18,42%	12,19%	11,57%	<b>31,84%</b>	<b>29,99%</b>	-1,85%

Fuente: BCE.

**Tabla 4: Tenencias del Programa de Compra de Activos del BCE por principales jurisdicciones**

% Total	Programa de compras del sector público (PSPP)		Programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP)		TOTAL		
	2023	Junio 2024	2023	Mayo 2024	2023	2024	Cambio
Alemania	23,84%	23,41%	23,69%	23,58%	<b>47,52%</b>	<b>47,00%</b>	-0,53%
Francia	19,47%	19,58%	18,17%	17,72%	<b>37,64%</b>	<b>37,30%</b>	-0,34%
Italia	16,17%	16,05%	17,18%	17,38%	<b>33,35%</b>	<b>33,44%</b>	0,09%
España	11,53%	11,73%	11,58%	11,59%	<b>23,11%</b>	<b>23,31%</b>	0,20%
Países Bajos	4,91%	4,94%	4,92%	4,97%	<b>9,82%</b>	<b>9,91%</b>	0,08%
Bélgica	3,44%	3,53%	3,41%	3,53%	<b>6,85%</b>	<b>7,06%</b>	0,21%
Austria	2,74%	2,73%	2,62%	2,72%	<b>5,36%</b>	<b>5,45%</b>	0,09%
Finlandia	1,62%	1,64%	1,62%	1,58%	<b>3,23%</b>	<b>3,22%</b>	-0,02%
Irlanda	1,57%	1,61%	1,56%	1,51%	<b>3,12%</b>	<b>3,12%</b>	0,00%
Portugal	1,96%	2,03%	1,95%	1,89%	<b>3,91%</b>	<b>3,92%</b>	0,01%

Fuente: BCE.



Este documento no es una recomendación de compra, aconsejamos a los potenciales inversores consulten, a sus asesores con carácter previo a cualquier inversión, sobre las implicaciones legales y fiscales de la inversión, así como, en su caso, sobre su conveniencia. Todo ello en el buen entendido que ninguna persona debe invertir en productos financieros sin tener la capacidad de evaluar, por sí o a través de su asesor, las ventajas y riesgos de esta.

Puede encontrar la información legal preceptiva y necesaria en la página web de Anta Asset Management SGIIC: [www.anta-am.com](http://www.anta-am.com)

Anta Asset Management SGIIC es una Sociedad gestora con el CIF A-13937453 y registrada en la CNMV en el número 288.