

## La creación de mecanismos de estabilización macroeconómica en la zona euro

### Policy Brief núm. 7

Septiembre, 2015

ISSN 2014-7457

Una de las principales razones de la profundidad y la persistencia de la Gran Recesión en Europa es, sin duda, el deficiente diseño de la unión monetaria. Es decir, la existencia de una unión monetaria incompleta, que se puso en marcha sin que se dieran las condiciones precisas. Ni en el terreno de integración de los mercados y la movilidad de los factores (Mundell I), ni en el de la integración de los mercados financieros (Mundell II), ni en el de la integración fiscal.

Una unión monetaria sin unión fiscal presenta numerosos inconvenientes y provoca serios factores de inestabilidad. Bernoth y Engler (2013a: 3) señalan que “en términos históricos, la Unión Económica y Monetaria (UEM) es una unión monetaria realmente singular. Los estados miembros se han comprometido a una política monetaria común, mientras que la política fiscal continúa siendo responsabilidad de los gobiernos individuales”. La experiencia indica que no suelen existir uniones monetarias sin unión fiscal, ni uniones fiscales sin unión política. En especial, una unión monetaria sin unión fiscal plantea una dificultad intrínseca para hacer frente a dos tipos de desequilibrios.

Por una parte, los desequilibrios provocados por los *shocks* asimétricos o idiosincráticos (que producen una evolución asimétrica en las fases del ciclo entre los distintos países), por la falta de los mecanismos de estabilización apropiados. Por otra parte, los provocados por las diferencias de competitividad entre los distintos países, ante la imposibilidad de restablecerlas por la vía de la devaluación de la propia moneda y la inexistencia de mecanismos que ayuden a amortiguar estas diferencias (como lo sería el presupuesto federal). A atenuar este segundo problema contribuye la función redistributiva de un presupuesto federal. En este *Policy Brief* no vamos a entrar en este tema, sino que vamos a centrarnos en el primero de los

desequilibrios, el generado por la ausencia de mecanismos macroeconómicos de estabilización.

### 1. Los límites de los mecanismos de estabilización macroeconómica en un contexto de integración monetaria

---

Una unión monetaria sin un grado de integración suficiente de los mercados tiene dos consecuencias: por un lado, propicia las divergencias en el comportamiento de la economía a lo largo del ciclo entre los distintos países (los *shocks* asimétricos) (Engler y Voigts, 2013: 2); por otro lado, reduce de manera muy significativa la eficacia de los instrumentos estabilizadores de carácter macroeconómico (la política monetaria y la política fiscal). La unión monetaria plantea, pues, una dificultad inherente para hacer frente a los problemas de estabilización (provocados por la existencia de *shocks* asimétricos) en un contexto recesivo. En este sentido, resulta necesario formular algunas consideraciones.

a) Por una parte, por su propia naturaleza, una unión monetaria anula la posibilidad de utilizar la política monetaria en el ámbito nacional; y, por otra, neutraliza en buena medida la eficacia de la política fiscal. De hecho, la utilización nacional de la política fiscal en mercados fuertemente integrados, como son los europeos, tenía ya una eficacia más que discutible, incluso antes de que existiera la unión monetaria. Su utilización en un solo país no habría contribuido normalmente a los propósitos estabilizadores deseados (expansivos o contractivos) y, en cambio, hubiera podido alimentar fuertes desequilibrios en el sector exterior, en el sector público y en términos de inflación (Drèze y Durré, 2013: 5).

**b)** A ello se añaden las limitaciones de la política monetaria cuando el tipo de interés se halla en entornos del *lower zero bound*, en los que este instrumento pierde buena parte de su eficacia, incluso para hacer frente a los *shocks* simétricos.

**c)** La existencia de una moneda común y una política monetaria única en la zona euro, no solo ha neutralizado la posibilidad de emplear este último instrumento para hacer frente a problemas de estabilización específicos en un solo país, sino que ha exacerbado la divergencia en los comportamientos cíclicos en los distintos países (Bernoth y Engler, 2013a: 3).

**d)** La unión monetaria ha acentuado las limitaciones de la política fiscal como instrumento estabilizador nacional, porque las restricciones para incurrir en déficit público y para endeudarse se sitúan en una escala muy superior cuando el soberano no puede ejercer el control sobre su propia moneda (De Grauwe, 2011; Engler y Voigts, 2013: 3). De manera que, en estas circunstancias, el juego de los estabilizadores automáticos en el ámbito nacional tiene un margen de actuación muy limitado por el nivel de deuda, y la restricción exterior ejerce un papel determinante.

**e)** Resulta así que la unión monetaria ha conducido a la práctica anulación de los instrumentos estabilizadores nacionales, que o bien han desaparecido (política monetaria) o bien han perdido eficacia y margen de actuación (política fiscal), sin que estos instrumentos hayan sido reemplazados por otros mecanismos en el ámbito europeo (Bernoth y Engler, 2013a: 3). De ahí que se manifieste de forma ampliamente compartida la necesidad de crear instrumentos que puedan desempeñar este papel de estabilización en el ámbito “federal” europeo (Engler y Voigts: 2013: 2).

**f)** La necesidad de disponer de mecanismos estabilizadores es todavía más acusada en la zona euro que en las uniones monetarias realmente existentes por una doble razón: por el mayor desacoplamiento entre las fases del ciclo entre los distintos países y porque otros mecanismos de ajuste alternativos presentan grandes limitaciones para desempeñar este papel (el mercado de trabajo muestra grandes rigideces y los mercados financieros están mucho menos integrados, y más bancarizados, que, por ejemplo, en Estados Unidos) (Van Rompuy, 2012: 10).

**g)** Finalmente, existe un argumento adicional a favor de la necesidad de disponer de instrumentos macroeconómicos de estabilización de naturaleza fiscal. En los últimos años numerosas aportaciones han demostrado de forma concluyente que el tamaño de los multiplicadores keynesianos en la fase recesiva del ciclo económico es altamente significativo y mucho mayor del que se utilizaba en los modelos estándar, que sostenían que su valor era prácticamente inapreciable, y semejante en las fases expansivas y en las recesivas (véase, en especial, Auerbach y Gorodnichenko (2011 y 2012), Perotti (2011), Blanchard y Leigh (2012 y 2013), Batini, Callegari y Melina (2012) y Portes (2013); para una revisión general, véase Castells (2014a)).

En definitiva, la Gran Recesión ha puesto en evidencia, en primer lugar, que los instrumentos fiscales de carácter estabilizador continúan siendo imprescindibles y, en segundo lugar, que estos instrumentos deben establecerse en el ámbito de la zona euro, ante las limitaciones de los de carácter nacional (Engler y Voigts, 2013: 3; Drèze y Durré: 2013: 5). De alguna forma, podemos afirmar que la Gran Recesión ha confirmado en la práctica las numerosas advertencias formuladas desde el ámbito académico en los años noventa (véase, por ejemplo, las numerosas referencias citadas por Enderlein *et al.*, 2003: 15), cuando se empezaron a plantear en firme las propuestas de unión monetaria: la dificultad casi insalvable de consolidar esta unión sin disponer de un instrumento estabilizador de naturaleza fiscal, que pudiera desempeñar el papel que lleva a cabo el presupuesto del gobierno central en las uniones monetarias realmente existentes.

## 2. La creación de un instrumento europeo de estabilización

### *Un paso hacia la unión fiscal*

La constatación de la necesidad de este tipo de instrumento ha conducido a que a lo largo de los últimos años hayan surgido numerosas iniciativas (en el campo académico y algunas en el del desarrollo institucional y normativo de la zona euro) para avanzar hacia una unión fiscal.

En general, existe una amplia coincidencia en considerar que todas las uniones fiscales se asientan sobre dos grandes pilares: un gobierno común

(central/federal), con los atributos fiscales que ello lleva aparejado, y unos mecanismos que tratan de garantizar la disciplina fiscal de los estados miembros. Hasta ahora, en la UE (y en la zona euro) los únicos avances significativos han tenido lugar en el segundo pilar, el de la disciplina fiscal de los estados miembros, y en cambio han sido escasos en la línea de la creación de un gobierno europeo con los atributos fiscales que le deberían ser propios (un presupuesto significativo, recursos fiscales propios y un tesoro) (véase EuropeG, 2012).

Esto no quiere decir que en este terreno no se hayan generado también numerosas propuestas dignas de consideración. Algunas se han producido incluso en el plano institucional, aunque la mayoría han procedido del ámbito académico o de los *think tanks*. El grado de integración fiscal que se desprende de ellas es distinto. Las más ambiciosas proponen un significativo aumento del presupuesto (normalmente de una “comunidad de la zona euro” mucho más integrada políticamente), que debería proveer determinados bienes públicos, y se financiaría con impuestos propios (la propuesta más habitual es con un impuesto de sociedades europeo, que se combinaría con el nacional). Una variante relativamente usual de esta propuesta consistiría en atribuir a las instituciones europeas el subsidio de paro, que se considera idóneo, además, como un mecanismo eficaz desde el punto de vista estabilizador.

Sin embargo, donde existe una mayor coincidencia es en la necesidad de dotar a la zona euro de algún tipo de mecanismo de estabilización, que permitiera hacer frente a los *shocks* idiosincráticos o asimétricos entre los distintos territorios. De hecho, algunas de las propuestas formuladas en la línea de un mayor presupuesto no esconden que su finalidad fundamental es contar con un instrumento estabilizador (como lo es el presupuesto del gobierno central en los países federales), pero sin la función redistributiva que también desempeña este presupuesto. En este *Policy Brief* nos vamos a centrar, básicamente, en el análisis de estos instrumentos estabilizadores en la zona euro.

Un tercer nivel de propuestas está constituido por las destinadas a crear mecanismos de mutualización de la deuda, en la línea de los eurobonos. Aunque estas tratan de hacer frente, sobre todo, a los problemas de solvencia que han aquejado a las deudas soberanas, parece difícil avanzar en esta dirección sin que, en paralelo, se produzca un avance real en el presupuesto europeo (la deuda “federal” financia el presupuesto

“federal”, no el de los estados) y, por otra parte, su implementación práctica podría tener aspectos entrelazados con la del mecanismo de estabilización.

### **Objetivos y encaje conceptual**

En los últimos años han aparecido numerosas propuestas sobre el diseño de un instrumento que pueda llevar a cabo esta función de estabilización macroeconómica en el ámbito europeo. En primer lugar, hay que referirse a Van Rompuy *et al.* (2012) y Juncker *et al.* (2015), puesto que se trata de iniciativas procedentes de las mismas instituciones comunitarias. En el terreno de las propuestas de carácter académico, cabe citar Cotarelli (2012), Enderlein *et al.* (2012 y 2013), Wolff (2012), Allard *et al.* (2013), Bernoth y Engler (2013a y b), Engler y Voigts (2013), Drèze y Durré (2013), Hacker (2013), Pisani-Ferry *et al.* (2013) y Schwarzer (2013). Para una visión general, véase EuropeG (2012) y Castells (2014b). A continuación se subrayan algunas consideraciones en relación con sus finalidades y con el marco en el que este instrumento se inscribiría.

- a) Este instrumento debería poder hacer frente a los *shocks* asimétricos entre los distintos territorios, es decir, debería ser capaz de discriminar entre las distintas fases del ciclo entre territorios, ejerciendo un efecto expansivo en aquellos que se hallaran en una fase recesiva del ciclo, y un efecto contractivo en aquellos que atravesaran una fase expansiva.
- b) El instrumento debe ser inherentemente neutral entre países. Es decir, los países son contribuyentes o receptores en función de las fases del ciclo por las que atraviesen y no de su nivel de renta.
- c) Esto quiere decir que el diseño de este instrumento debería tener el objetivo, de alguna manera, de quintaesenciar la función de estabilizador automático que lleva a cabo el presupuesto federal. Por consiguiente, la creación de un presupuesto federal sería una alternativa válida para dar respuesta a la necesidad de este instrumento estabilizador, pero no es la única. En realidad, el presupuesto lleva a cabo múltiples funciones simultáneamente y resulta imposible separar la función estabilizadora de la redistributiva, respecto de la cual existe un consenso mucho más limitado.
- d) Una cuestión básica es si el instrumento estabilizador debe perseguir exclusivamente este

objetivo, o bien debe tratar de alcanzar a la vez otros (como sería el caso de un presupuesto común de un tamaño apreciable), y también si esta función debería acumularse a alguno de los mecanismos ya existentes (por ejemplo, el MEDE –Mecanismo Europeo de Estabilidad–, ESM por sus siglas en inglés). En teoría, parecería aconsejable concentrar su función exclusivamente en un objetivo estabilizador, aun cuando habría que tener en cuenta los efectos cruzados que se pudieran producir en los países que fueran, a la vez, receptores de los fondos procedentes de este instrumento y del MEDE.

e) En principio, el diseño de este instrumento debería ir dirigido a hacer frente a los *shocks* de demanda de carácter asimétrico, mientras que existe un amplio consenso sobre que la política monetaria es el instrumento estabilizador idóneo para hacer frente a los *shocks* simétricos, es decir, a aquellos que se producen sincronizadamente en todos los países de la zona euro (Enderlein *et al.*, 2013: 13). Sin embargo, este reparto de papeles es más que dudoso cuando la política monetaria se halla casi al límite de su recorrido (cuando se encuentra en la zona del *zero lower bound*), situación en la que, como se ha visto en Estados Unidos, la política fiscal tiene también un papel a jugar en el impulso de políticas expansivas de demanda. Esto significa que el diseño del instrumento de carácter estabilizador que se pueda proponer para la zona euro no debería ignorar el cometido que le pudiera corresponder para hacer frente también a los *shocks* simétricos.

### Alternativas básicas

En el momento de diseñar este instrumento estabilizador de naturaleza fiscal, se pueden considerar diversas alternativas (cuadro 1). De acuerdo con Enderlein *et al.* (2013: 43 y ss.), vamos a considerar en especial tres de ellas.

**a)** Reforzar el presupuesto de la zona euro (o de la UE)

Como ya se ha señalado, el presupuesto del gobierno central desempeña una importante función estabilizadora entre los territorios de una unión política (Von Hagen, 2007; Dullien y Schwarzer, 2009; Enderlein *et al.*, 2013; Pisani-Ferry *et al.*, 2013), función que es tanto más potente, cuanto mayor es la sensibilidad de los ingresos y los

gastos públicos al ciclo económico. No resulta sorprendente, por consiguiente, que existan numerosas propuestas que consideran que la mejor forma de disponer de este mecanismo estabilizador sería potenciar un presupuesto comunitario (o de la zona euro) (Cotarelli, 2012; Wolff, 2012; Allard *et al.*, 2013; Engler y Voigts, 2013; Pisani-Ferry *et al.*, 2013; Grupo Glienicker, 2013; Grupo Eiffel, 2014; Grupo Manifiesto, 2014), financiado mediante recursos fiscales obtenidos directamente.

La mayoría de estas propuestas coinciden en que una de las funciones básicas de este presupuesto (circunscrito al área euro) es precisamente la estabilizadora y en que su financiación debería proceder de recursos impositivos propios, y preferentemente de un tributo altamente sensible al ciclo, como sería un impuesto “federal” de sociedades. También coinciden en que ello sería posible con un presupuesto de un tamaño relativamente modesto (entre el 0,5 % y el 1 % del PIB).

Sin embargo, la impresión generalizada es que, en la actualidad, las circunstancias políticas no han madurado lo suficientemente como para alcanzar un acuerdo que permita dar un salto cualitativo en una línea, la de potenciar el presupuesto, que implícitamente supondría aceptar, como mínimo, tres consecuencias que hoy parecen lejos del consenso existente en la zona euro (Enderlein *et al.*, 2013: 44).

En primer lugar, el establecimiento de un impuesto comunitario (como sería el de sociedades); en segundo lugar, la posibilidad de que este presupuesto incurra en déficit y pueda recurrir al endeudamiento (posibilidad que es inherente a la función de estabilización), con la consiguiente creación de un Tesoro común. Y, en tercer lugar, y probablemente la consecuencia más difícil de aceptar políticamente, la generación de flujos no solo estabilizadores, sino también de carácter redistributivo, que se producen de forma automática cuando un presupuesto presta bienes y servicios públicos, atendiendo a las circunstancias de los individuos y los financia mediante impuestos recaudados de acuerdo con su capacidad fiscal.

**b)** Seguro de desempleo europeo

Diversos autores examinan la alternativa de “centralizar” un gasto sumamente sensible al ciclo

**Cuadro 1. Características y propiedades de cuatro opciones de estabilización**

	Presupuesto de la zona euro	Esquema de transferencias automáticas	Bonos indexados al crecimiento del PIB	Cuota de bonos garantizados
<b>Principio</b>	Rol de estabilización automática del presupuesto federal.	Transferencias basadas en el <i>output gap</i> .	Parte de la deuda emitida en forma de bonos indexados al crecimiento del PIB.	Derecho de emitir bonos garantizados conjuntamente (varios tramos con creciente pérdida de soberanía).
<b>Origen de la estabilización</b>	Transferencias de renta por parte de los socios.	Transferencias de renta por parte de los socios.	Transferencia de riqueza por parte de los titulares de bonos (no residentes).	Capacidad de endeudamiento, mutualización del riesgo de <i>default</i> .
<b>Ventajas</b>	Presupuesto verdadero.	Maximiza el poder de estabilización para cualquier nivel simétrico de contribuciones.	Reconoce el carácter de activo de riesgo de la deuda pública.	Se basa en la lógica de Maastricht según la cual la estabilización se produce a escala nacional.
<b>Inconvenientes</b>	Dificultad de llegar a un acuerdo sobre bienes públicos de la zona euro. Equilibrio presupuestario propenso a la volatilidad. Gran variedad entre las preferencias sociales respecto a las partidas presupuestarias federales que se proponen. Efectos de incentivos.	Se basa en hipótesis técnicas sobre el output potencial. Incertidumbre de las estimaciones en tiempo real.	Instrumento no probado. Elevado coste de financiación para los estados soberanos. Estabilización solo procedente de agentes no residentes.	Requiere los controvertidos eurobonos.

Fuente: Pisani-Ferry *et al.* (2013: 6), tabla 1.

económico como es el seguro de desempleo (Wolff, 2012; Allard *et al.*, 2013; Fischer, 2013; Engler y Voigts, 2013; Bernoth y Engler, 2013a y b; Pisani-Ferry *et al.*, 2013), y financiarlo con un impuesto también altamente sensible al mismo, como podría ser el de sociedades. Este mecanismo, por otra parte, debería tener una finalidad estrictamente estabilizadora, no redistributiva, por lo que debería financiar únicamente el gasto del desempleo generado por el impacto recesivo, pero no el procedente del desempleo estructural (Wolff, 2012: 8; Allard *et al.*, 2013: 19; Bernoth y Engler, 2013b). En consecuencia, no se trataría tanto de sustituir los sistemas de desempleo nacionales, como de complementarlos con un instrumento europeo de carácter homogéneo (Enderlein *et al.*, 2013: 44-45; Bernoth y Engler, 2013b).

Esta alternativa tendría la ventaja del automatismo y la rapidez de reacción en términos de impulso fiscal. Sin embargo, las simulaciones realizadas parecen mostrar que el impacto estabilizador sería solo limitado y, sobre todo, la adopción de un

seguro de desempleo común en la zona euro plantearía problemas relativamente complejos en distintos aspectos y exigiría llevar a cabo previamente una seria armonización de los mercados de trabajo (Wolff, 2012: 8-9; Allard *et al.*, 2013: 19). Esta armonización requeriría un período de tiempo dilatado y no sería sencilla políticamente, pero sin ella difícilmente los países centrales estarían dispuestos a compartir riesgos.

### c) Fondo de transferencias (*rainy day fund*)

Estas dificultades conducen a que la mayoría de las propuestas se inclinen más bien por el establecimiento de un fondo de transferencias de carácter estabilizador (*rainy day fund*), destinado a los países sometidos a un *shock* recesivo de carácter asimétrico. Las características y el diseño de este instrumento se abordarán en un próximo apartado de este *Policy Brief*.

En esencia, se trataría de un fondo neutral entre países y de suma cero, y aunque las distintas propuestas parten de una concepción común, la

concreción de este fondo suscita cuestiones sumamente críticas sobre distintos aspectos (cómo determinar la posición cíclica de cada país; el grado de condicionalidad de los recursos recibidos; la determinación de los países receptores y contribuyentes; la toma en consideración o no del ciclo agregado de la zona euro), respecto a las cuales las respuestas pueden ser muy distintas, según la posición adoptada.

Además de los mecanismos de tipo fiscal, directamente vinculados al presupuesto del gobierno central (o gobierno común), diversos autores han subrayado la importancia de la función estabilizadora desempeñada por el sistema financiero. Un sistema financiero integrado atenúa en buena medida el impacto de los *shocks* asimétricos, al facilitar el acceso al crédito de aquellos territorios donde un impacto contractivo asimétrico (idiosincrático) produce una contracción temporal de la renta y el ahorro.

A este propósito, Allard *et al.* (2013: 14-15) señalan que en tanto que en federaciones como Estados Unidos, Canadá o la RFA, el papel de los estabilizadores (en su conjunto, incluyendo tanto los financieros como los de naturaleza fiscal) tiende a amortiguar en torno a un 80 % del impacto de un *shock* contractivo, en la Unión Europea, este efecto es solo del 40 %. Esto significa que mientras que una contracción de un 1 % del PIB en un determinado territorio de una de estas federaciones, se traduce en una contracción del consumo únicamente del 0,2 %, esta contracción es del 0,6 %, tres veces más, en un país de la UE que sufra un *shock* asimétrico equivalente.

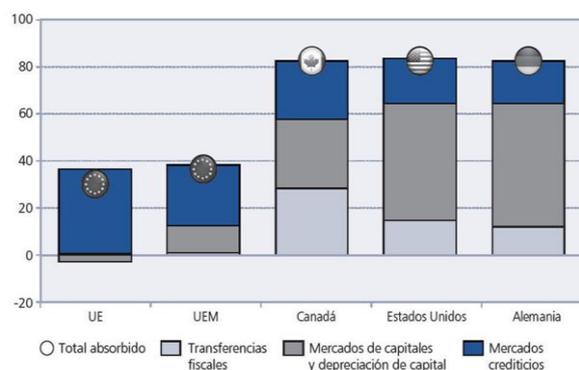
A ello contribuye de una forma apreciable, como se ha señalado a lo largo de estas líneas, el presupuesto federal. Pero es menos sabido el papel, aún más decisivo, que desempeña el sistema financiero en esta función amortiguadora o estabilizadora. De hecho, como indican las cifras proporcionadas por Allard *et al.* (gráfico 1), el peso estabilizador fundamental en las federaciones recae en el mercado financiero, y en concreto en el mercado de capitales, mientras que en la UE y la zona euro, su papel es mucho menos significativo y el de las transferencias fiscales prácticamente irrelevante (sobre este punto, véase, también, Wolff, 2012: 3).

De ahí que sea imprescindible, también por razones de estabilización, avanzar hacia una auténtica integración financiera y que su ausencia haga aún más necesarios

otros instrumentos estabilizadores (como los de naturaleza fiscal).

### Gráfico 1. Riesgo compartido (*risk-sharing*)

El aseguramiento contra *shocks* de renta en la UEM se mantiene bajo (porcentaje del impacto del *shock* sobre renta regional absorbido según el canal)



Fuente: Allard *et al.* (2013: 14), figura 1.

## 3. Las propuestas de la UE para la creación de un instrumento estabilizador

Tanto el informe de los cuatro presidentes de diciembre de 2012 (Van Rompuy *et al.*, 2012), como el reciente informe de los cinco presidentes de junio de 2015 (Juncker *et al.*, 2015), asumen la necesidad de crear un instrumento fiscal de carácter estabilizador en la zona euro. Los dos hacen suya esta idea, que aparece nítidamente formulada en este último, cuando señala que “aunque el grado en que las uniones monetarias tienen instrumentos presupuestarios comunes difiere, todas las uniones monetarias maduras han puesto en funcionamiento una función de estabilización macroeconómica común, para afrontar mejor los *shocks* que no pueden ser gestionados solo a nivel nacional” (Juncker *et al.*, 2015: 14).

Estos informes tienen una importancia destacable, por cuanto suponen un pronunciamiento explícito de las instituciones de la UE, y porque, considerados conjuntamente, perfilan de una forma relativamente detallada cuáles deberían ser las características fundamentales de este instrumento de estabilización, a la vez que identifican aquellos otros aspectos relevantes que deberían ser objeto de una concreción posterior.

De acuerdo con ellos, la concepción de este instrumento debería responder a dos características básicas:

i) **Carácter estabilizador.** El mecanismo creado (denominado *fiscal capacity* en el informe Van Rompuy y “función de estabilización fiscal” en el informe Juncker) tiene por objetivo la absorción de los *shocks* asimétricos que se puedan producir entre los países del área euro. En consecuencia, lo que determinaría la condición de contribuyentes o receptores sería su posición en el ciclo económico.

El informe Van Rompuy (2012: 10) destaca que este instrumento es especialmente necesario en la zona euro, porque los mecanismos de ajuste a través del mercado son menos eficaces, debido a la insuficiente integración, tanto de los mercados laborales como de los financieros.

ii) **Complementariedad/condicionalidad** con las reformas estructurales. Ambos informes subrayan la complementariedad que debe existir entre este mecanismo de estabilización de carácter macroeconómico de naturaleza fiscal y las reformas estructurales, y muestran una especial preocupación porque su implantación no suponga una relajación en este último terreno, fundamental para asegurar una convergencia real entre los países de la zona euro.

La necesidad de crear un instrumento estabilizador que pueda amortiguar las diferencias en la intensidad de los *shocks* de carácter cíclico entre los países de la zona euro cuenta, pues, no solo con un amplio consenso académico y entre los expertos, sino con el reconocimiento y el compromiso de avanzar en esta dirección por parte de las propias instituciones de la Unión. De los distintos elementos que deberían permitir avanzar hacia la constitución de una unión fiscal, este es, sin duda, en el que se han producido mayores avances.

En la práctica, sin embargo, el progreso hacia este objetivo es todavía muy insuficiente y no parece que alcanzarlo en un plazo razonable forme parte de las prioridades inmediatas de la agenda de la zona euro. En realidad, el informe de los cinco presidentes de 2015 significa más bien un paso hacia atrás, tanto en la ambición de los objetivos, como en el del calendario para alcanzarlos, respecto al que firmaron los cuatro presidentes en 2012.

Significativamente, y por lo que se refiere al plazo, mientras que el informe de 2012 (Van Rompuy, 2012: 9, 18) consideraba que a partir de 2015 habría que entrar en la tercera etapa (que incluía el desarrollo de este instrumento de carácter estabilizador), en el último informe se considera que se trata de un objetivo a largo plazo, a alcanzar, en todo caso, antes de 2026 (Juncker, 2015: 14, 21).

También en cuanto al contenido era más ambicioso el informe de 2012, como lo demuestra el hecho de que llegaba a concretar cuáles podrían ser las distintas alternativas a considerar en el momento de abordar el diseño de este instrumento. En especial, examinaba dos opciones básicas de diseño (fondo de transferencias entre países, tipo *rainy day fund*, o bien seguro de desempleo en la zona euro) (Van Rompuy, 2012: 11), contemplaba la posibilidad de establecer un recurso impositivo propio de la zona euro para su financiación (Van Rompuy, 2012: 12), y abría la posibilidad de que la *fiscal capacity* pudiera recurrir al endeudamiento, sin que ello supusiera una forma de mutualización de la deuda, con la consiguiente creación de un Tesoro de la zona euro (Van Rompuy, 2012: 12), punto que se plantea también en el informe de los cinco presidentes de 2015 (Juncker, 2015: 18).

Ahora bien, donde se produce un cambio de énfasis fundamental entre los dos informes es en la supeditación de cualquier avance en la dirección de la creación de un instrumento fiscal de carácter estabilizador a haber alcanzado previamente un grado muy significativo de convergencia económica. El informe de los cuatro presidentes de 2012 consideraba que había que avanzar en paralelo en las reformas que permitieran esta convergencia (Van Rompuy, 2012: 9) y la creación de este instrumento fiscal estabilizador, y por ello contemplaba la posibilidad de establecer algún tipo de condicionalidad, de manera que para participar en este último se requiriera el cumplimiento de los programas de reformas estructurales acordados (Van Rompuy, 2012: 10).

En cambio, el reciente informe de los cinco presidentes está lleno de cautelas y prevenciones en el avance hacia la implementación de este instrumento fiscal y establece una clara supeditación a haber alcanzado antes una mayor convergencia económica. Aunque no duda en señalar que “sería importante crear a largo plazo una función fiscal estabilizadora a nivel del área euro”, también advierte que “este paso debería ser la culminación de un proceso que requiere, como pre-

condición, un grado significativo de convergencia económica, integración financiera y mayor coordinación y *pooling* de las tomas de decisión sobre los presupuestos nacionales” (Juncker, 2015: 14).

En resumen, y de acuerdo con estos dos informes, los principios rectores para el diseño de este instrumento estabilizador se podrían concretar en los siguientes puntos (Van Rompuy, 2012: 12; Juncker, 2015: 15) (cuadro 2):

- No producir transferencias permanentes o unidireccionales entre países.
- No debilitar los incentivos para llevar a cabo reformas estructurales.
- Que se pueda implementar en el marco y las instituciones de la Unión (es decir, no requerir cambios en los tratados).
- No ser un mecanismo adicional de resolución de crisis, sino más bien un complemento del MEDE.

#### 4. Diseño de un fondo de transferencias de carácter estabilizador

Como se ha señalado en un apartado anterior, en los últimos años se han formulado numerosas propuestas sobre el diseño de este mecanismo europeo de carácter estabilizador. Por otra parte, los informes de los presi-

dentos fijan los límites del terreno de juego institucional, es decir, de aquello que, más allá de las consideraciones teóricas, cabe y no cabe dentro del campo de lo posible, incluso en una formulación extremadamente ambiciosa como sin duda era el primero de estos informes.

En la práctica, de entre las distintas alternativas posibles, la que ha ido apareciendo como más realista es la creación de un fondo de transferencias de carácter estabilizador, el denominado *rainy day fund*. Esto no significa que, ni siquiera en este campo, se hayan realizado progresos significativos. Como se ha subrayado, el informe de los cinco presidentes de junio de 2015 demuestra que aún queda un largo camino por recorrer, antes de que se ponga en marcha en la realidad este mecanismo. Pero es razonable pensar que la creación de un fondo de transferencias sería probablemente la opción más realista y esta es la alternativa sobre la que se va a centrar este apartado.

#### Características básicas del fondo

Aunque la idea tiene un largo recorrido [Bernoth y Engler (2013a: 4) se remontan a Kenen (1969) y Delors (1989)], la propuesta de un *Cyclical Stabilisation Insurance Fund*, formulada por Enderlein *et al.* (Grupo Tomasso Padoa-Schioppa) en 2012, es probablemente, en el estadio actual, la que marca la línea a seguir en el diseño de este instrumento. En esencia, se trataría de crear un fondo de transferencias de carácter estabilizador destinado a los países sometidos a un *shock* recesivo de carácter asimétrico. A su vez, este fondo se

**Cuadro 2. Opciones y principios rectores de una función de estabilización de la zona euro**

Será importante garantizar que el diseño de tal función de estabilización se base en los principios rectores siguientes:

- No debería dar lugar a transferencias permanentes entre países o a transferencias en una sola dirección únicamente, por lo que la convergencia hacia la Unión Económica es una condición previa para la participación. Tampoco debería concebirse como una manera de igualar los ingresos entre los estados miembros.
- Tampoco debería minar los incentivos para elaborar una política presupuestaria sana a nivel nacional ni los incentivos para subsanar las deficiencias estructurales nacionales. Por consiguiente, y a fin de evitar el riesgo moral, debería estar estrechamente relacionada con el cumplimiento del marco de gobernanza general de la UE y el avance de la convergencia hacia las normas comunes descritas en la sección 2 [del informe Juncker].
- Debería desarrollarse en el marco de la Unión Europea. Así se garantizaría su coherencia con el marco fiscal vigente de la UE y con los procedimientos de coordinación de las políticas económicas. Debería ser abierto y transparente con respecto a todos los estados miembros de la UE.
- No debería ser un instrumento de gestión de crisis. El Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) ya lleva a cabo esta función. Por el contrario, su función debería ser mejorar la capacidad de resistencia económica general de la UEM y de los distintos países de la zona del euro. Contribuiría así a la prevención de las crisis y haría menos probables las futuras intervenciones del MEDE.

Fuente: Juncker *et al.* (2015: 15).

financiaría con las contribuciones de los países que se hallaran en una situación favorable en relación con el ciclo. Las dos características fundamentales de este fondo son la neutralidad entre países y el equilibrio financiero (suma cero).

Se trataría, en efecto, de un fondo de suma cero, puesto que el conjunto de las contribuciones positivas (por parte de los países que atravesaran por una situación cíclica más favorable que la media) sería equivalente a la suma de las cuantías recibidas por los países receptores del mismo (aquellos que padecieran el *shock* recesivo asimétrico).

También sería un fondo neutral entre países, puesto que la condición de contribuyentes y receptores del fondo no vendría determinada por el nivel absoluto del PIB per cápita de los distintos países, sino por su posición relativa en el ciclo económico. Es decir, a lo largo del ciclo todos los países deberían tener potencialmente las mismas posibilidades de recibir transferencias positivas o negativas, independientemente de su nivel de renta relativo respecto a la media de la zona euro. La idea de que este instrumento no debería dar lugar a pagos permanentes entre países constituye una pieza central en su diseño y está presente en todas las propuestas realizadas (véase, por ejemplo, Engler y Voigts, 2013: 29; Bernoth y Engler, 2013a: 4).

Las simulaciones realizadas por las distintas propuestas parecen indicar, por otra parte, que un fondo de estas características, de un orden de magnitud como el señalado en un punto anterior (alrededor de un 1 % del PIB) podría desempeñar un papel amortiguador relativamente importante en la absorción de los *shocks* de demanda (véase, especialmente, Enderlein *et al.*, 2013: 48 y ss.).

### **Puntos críticos para el diseño del fondo de transferencias**

#### **i) Equilibrio financiero anual o a lo largo del ciclo**

Siguiendo la línea apuntada en 2012, Enderlein *et al.* (2013) desarrollan la propuesta de un instrumento de estabilización, al que denominan *Cyclical Shock Insurance* (véase el recuadro 1 para un análisis detallado de su formulación). El fondo trataría de compensar una parte de la brecha existente entre la posición cíclica de un país y la del conjunto de la zona euro. Un país recibiría o

aportaría recursos al fondo, según que la brecha entre su PIB real y su PIB potencial fuera mayor o menor, respectivamente, que la del conjunto de la zona euro. Si un país se hallara en una fase recesiva (entendiendo por tal un output real por debajo del potencial), pero esta recesión fuera menor que la del conjunto de la zona euro, este país debería contribuir al fondo. Y, al revés, si un país se hallara en una fase expansiva (output real por encima del output potencial), pero en proporción inferior a la del conjunto de la zona euro, este país recibiría una aportación del fondo.

Esta formulación toma en consideración el *output gap* relativo, respecto al de la media de la zona euro, y no el absoluto, para cumplir con la condición de que el fondo esté equilibrado financieramente (suma cero) cada año. Sin embargo, esto produce un claro efecto pro-cíclico en relación con los *shocks* simétricos que pudieran afectar al conjunto de la economía de la eurozona.

Así, la condición de que el fondo cumpliera cada año el requisito de suma cero tendría dos tipos de efectos negativos relativamente importantes. Por una parte, podría conducir a que países que estuvieran atravesando por una recesión tuvieran que aumentar sus impuestos o endeudarse, no para estimular su economía, sino para tratar de estimular la de otros países que estuvieran atravesando una recesión aún más acusada. Por otra parte, este instrumento no podría desempeñar ninguna función estabilizadora a nivel agregado, para hacer frente a los *shocks* simétricos que afectaran de forma similar a todos los países de esta zona. Se podría argumentar, ciertamente, que, en el área euro, el instrumento adecuado para desempeñar esta función es la política monetaria. Pero en un apartado anterior ya se han subrayado las limitaciones de este instrumento en zonas cercanas a los tipos de interés cero (el *lower-zero bound*) y, por otra parte, la revisión de la teoría de los multiplicadores y la experiencia de otros países nos hablan de la eficacia de la política fiscal como instrumento de estabilización en la fase recesiva del ciclo económico.

Por esta razón, parecería razonable reformular el diseño de este fondo, sustituyendo la condición de equilibrio anual por la de equilibrio a lo largo del ciclo, lo que supone determinar las transferencias en función de la desviación absoluta (y no relativa)

### Recuadro 1. Equilibrio financiero anual o a lo largo del ciclo

Siguiendo la línea apuntada en 2012, Enderlein *et al.* (2013) desarrollan la propuesta de un instrumento de estabilización, al que denominan *Cyclical Shock Insurance*. De acuerdo con este instrumento, las transferencias anuales (positivas o negativas) correspondientes a cada país responderían a la siguiente fórmula:

$$[1] T_i = a \times ((y_{EZ} - y_{EZ}^*)/y_{EZ}^* - (y_i - y_i^*)/y_i^*) \times y_i^*$$

Donde  $y$  es el PIB real e  $y^*$  el potencial; los subíndices  $i$  y  $EZ$  se refieren a cada país y a la eurozona, respectivamente;  $a$  es el parámetro de reducción o de convergencia (es decir, el porcentaje de la diferencia entre el gap del país y el de la eurozona entre PIB real y PIB potencial que debería compensarse a través del mecanismo; en su escenario base, Enderlein *et al.* (2013: 21) consideran  $a = 0,5$ ) y  $T$  la cantidad a recibir (si el resultado es positivo) o aportar (si es negativo) por cada país.

El fondo trataría de compensar, pues, una parte de la brecha existente entre la posición cíclica de un país y la del conjunto de la zona euro. Un país recibiría o aportaría recursos al fondo, según que la brecha entre su PIB real y su PIB potencial fuera mayor o menor, respectivamente, que la del conjunto de la zona euro. Si un país se hallara en una fase recesiva (entendiendo por tal un output real por debajo del potencial), pero esta recesión fuera menor que la del conjunto de la zona euro, este país debería contribuir al fondo. Y al revés, si un país tuviera un output real por encima de su output potencial, pero en proporción inferior a la del conjunto de la zona euro, este país recibiría una aportación del fondo.

En realidad, mediante una sencilla transformación la fórmula [1] puede ser expresada de la siguiente forma:

$$[2] T_i = a \times (y_i^* \times (y_{EZ}/y_{EZ}^*) - y_i)$$

Es decir, la cantidad aportada o recibida por cada país se obtiene a partir de la diferencia entre el PIB real de cada país y una magnitud a la que podemos denominar su PIB potencial “normalizado” ( $y_i^* \times (y_{EZ}/y_{EZ}^*)$ ), que se calcula según cuál sea el gap entre el PIB real y el PIB potencial del conjunto de la eurozona. Si esta está creciendo por encima de su potencial, entonces todos los PIB potenciales de los países miembros se deberían corregir al alza, y al revés en caso de que el conjunto de la eurozona creciera por debajo de su potencial.

Enderlein *et al.* (2013) se ven obligados a introducir esta formulación para cumplir con la condición de que el fondo esté equilibrado financieramente (suma cero) cada año (en efecto, de [2] se desprende directamente que  $\sum T_i = 0$ , puesto que  $\sum y_i^* = y_{EZ}^*$  y  $\sum y_i = y_{EZ}$ ). Sin embargo, tal como aparece definida, está claro que esta variable tiene un claro carácter procíclico en relación con los *shocks* simétricos que pudieran afectar al conjunto de la economía de la eurozona. Cuando el PIB de la eurozona se hallara por debajo de su potencial, las cantidades recibidas por los países receptores quedarían automáticamente deflactadas y las aportadas por los países contribuyentes incrementadas, en relación con las que habrían recibido o aportado si en lugar de utilizar este PIB potencial “normalizado” se hubiera empleado directamente el PIB potencial. Y lo contrario ocurriría en las fases expansivas, es decir, cuando el PIB real superara al potencial del conjunto de la eurozona. Es más, esta formulación abre perfectamente la puerta a la posibilidad de que países que estuvieran atravesando por una fase recesiva del ciclo económico (considerando un PIB real inferior al potencial) tuvieran que hacer aportaciones al fondo. Ello ocurriría, concretamente, siempre que el PIB real fuera inferior al potencial, pero mayor que el “normalizado” (es decir, en el intervalo definido por  $y_i^* > y_i > y_i^* \times (y_{EZ}/y_{EZ}^*)$ ). Es decir, el funcionamiento del mecanismo tendría un impacto contractivo, y no expansivo como sería recomendable, sobre su economía.

De manera que la condición de que el fondo cumpliera cada año el requisito de suma cero tendría dos tipos de efectos negativos relativamente importantes. Por una parte, podría conducir a que países que estuvieran atravesando por una recesión tuvieran que aumentar sus impuestos o endeudarse, no para estimular su economía, sino para tratar de estimular la de otros países que estuvieran atravesando por una recesión aún más acusada, lo cual parece difícilmente razonable. Como señalan Pisani-Ferry *et al.* (2013: 5), “los países en recesión deberían endeudarse para proveer asistencia a países en todavía peor recesión”. Por otra parte, al estar equilibrado anualmente, con independencia de cuál pudiera ser la fase del ciclo por la que atravesara la zona euro en su conjunto, este instrumento no podría desempeñar ninguna función estabilizadora a nivel agregado, para hacer frente a los *shocks* simétricos que afectaran de forma similar a todos los países de esta zona.

Por esta razón parecería razonable reformular el diseño de este fondo, y sustituir la condición de equilibrio anual por la de equilibrio a lo largo del ciclo. Ello supone determinar las transferencias en función de la desviación absoluta (y no relativa) del output real respecto del output potencial. En la misma línea, en el esquema de Pisani-Ferry *et al.* (2013: 5),

“las transferencias están basadas en las desviaciones absolutas (no relativas) respecto del output potencial”. Es decir, habría que sustituir el output potencial “normalizado” por el output potencial. De esta manera, las cantidades recibidas o aportadas, se calcularían según la fórmula:

$$[3] T_i = a \times (y_i - y_i^*)$$

Anualmente, el fondo tendría un valor total agregado positivo o negativo, según la fase del ciclo. Positivo, cuando el PIB real estuviera por debajo del PIB potencial y negativo en caso contrario. La cuantía total sería:

$$[4] Q = \sum T_i = a \times (y_{EZ} - y_{EZ}^*)$$

Este importe dependería, por tanto, de dos factores: del gap entre PIB potencial y PIB real en la zona euro y del valor que se decidiera establecer para el parámetro de reducción ( $a$ ). Con esta formulación, el mecanismo estabilizador desempeñaría un papel amortiguador de los *shocks* simétricos y, además, estaría en equilibrio (suma cero), pero a lo largo del ciclo: debería endeudarse en los momentos de recesión (en los que la suma agregada de las transferencias sería negativa) y estaría en condiciones de devolver la deuda en la fase favorable del ciclo (en la que sería positiva). A lo largo del ciclo ( $t = 1 \dots T$ ), se cumpliría, en efecto, que  $\sum_1^T \sum T_{it} = 0$ , ya que, por convención, suponemos que  $\sum y_{EZt}^* = \sum y_{EZt}$  (obviamente, si ello no sucediera, habría que reestimar el PIB potencial para que se cumpliera esta condición). Según Pisani-Ferry *et al.* (2013: 5), “Una manera natural de pagar la deuda en la que se incurra en las recesiones sería extraer pagos de los países con un output por encima del potencial en los buenos tiempos”. Así, no solo se tendrían en cuenta las posiciones relativas de cada país respecto a la media en cada momento, sino también la posición global respecto a la fase del ciclo del conjunto de la economía de la zona euro. Aunque no concretan demasiado su propuesta, también parecen estar en esta línea Allard *et al.* (2013: 19), cuando señalan que “el fondo debería recibir aportaciones de los miembros del área euro de forma permanente [en los buenos y los malos tiempos] y realizar transferencias a los países cuando estos experimentaran *shocks* negativos”.

del output real respecto del output potencial (véase el recuadro 1 para la formulación concreta). Con ello, el mecanismo estabilizador desempeñaría un papel amortiguador también para los *shocks* simétricos y, además, estaría en equilibrio (suma cero), pero a lo largo del ciclo. Así, no solo se tendrían en cuenta las posiciones relativas de cada país respecto a la media, sino también la posición global respecto a la fase del ciclo del conjunto de la economía de la zona euro.

#### ii) Determinación de la posición cíclica

Una cuestión de gran importancia a la hora de calibrar la eficacia y la sensibilidad del mecanismo de estabilización es cómo calcular la posición cíclica de cada país. En definitiva, esta es la variable que determinará el signo y la cuantía de las transferencias correspondientes a cada uno de ellos. Normalmente, la opción escogida, tanto por la UE como por el FMI, así como por la mayoría de estudios a los que se ha hecho referencia y, en especial, por Enderlein *et al.* (2013), es el gap entre el PIB potencial y el PIB real.

Sin embargo, la realidad es que, si bien este concepto puede parecer claro en términos económicos,

su cálculo es complejo, las estimaciones resultan poco fiables y están sometidas a revisiones constantes.

De hecho, las estimaciones del output potencial obtenidas son altamente decepcionantes. Normalmente, suponen una clara subvaloración del PIB potencial, cuya magnitud se va agrandando a medida que se van realizando sucesivas revisiones ex post. Esto no solo significa que las previsiones del PIB potencial suelen estar equivocadas de forma significativa, sino que también los cálculos efectuados ex post del PIB potencial de un año determinado deben ser corregidos sucesivamente de forma apreciable.

En el recuadro 2 se ofrecen algunos datos llamativos respecto a este punto. Por ejemplo, las estimaciones efectuadas en octubre de 2014 del PIB potencial de la media de países de la zona euro durante el período 2010-2014, obligaron a revisar en más de medio punto las efectuadas solo un año y medio antes (abril de 2013). Y, por supuesto, la corrección se agranda cuanto más separadas son las estimaciones.

En definitiva, el procedimiento que se emplea para la determinación del output potencial presenta debilidades demasiado severas como para hacer recaer sobre el mismo el cálculo de una variable tan decisiva en términos de política económica. Es por ello que resultaría aconsejable examinar opciones alternativas para establecer la posición cíclica de cada país, es decir, para aislar el componente cíclico del componente tendencial (o estructural) en el cálculo del PIB o de otras variables (como el déficit público).

Estas opciones, que tendrían que basarse necesariamente en una aproximación estadística, deberían tratar de determinar el comportamiento tendencial del PIB de cada país a lo largo del tiempo y, a partir del mismo, calcular su posición cíclica. La fórmula empleada debería ser sencilla y no manipulable, aunque fuera en detrimento de su sofisticación analítica. Los datos indican (recuadro 2) que existe una alta correlación entre, por una parte, el crecimiento del PIB de un año determinado respecto a la media a lo largo de un período de tiempo dilatado (que es una medida muy elemental de su comportamiento tendencial)

y, por otra parte, el *output gap* de este mismo país. Es decir, la tasa de crecimiento del PIB en un año determinado en relación con su tasa media durante un período suficientemente largo (16 años, en este caso) es un buen predictor del *output gap* de un país. Tan bueno, probablemente, como la estimación en tiempo real del output potencial.

iii) Condicionalidad de los recursos recibidos y acceso al mecanismo

Un punto importante es si los recursos procedentes del fondo de transferencias de carácter estabilizador deberían quedar afectados a finalidades de gasto concretas o bien deberían poder ser utilizados libremente por los países receptores. Obviamente, esta cuestión no se plantearía en el caso de que la opción elegida no hubiera sido la de un *rainy day fund*, sino alguna de las otras alternativas básicas consideradas en el punto 2, es decir, el reforzamiento del presupuesto comunitario o la creación de un seguro de desempleo para la zona euro, puesto que en estos dos casos los gastos serían realizados directamente por el propio mecanismo estabilizador.

### Recuadro 2. Determinación de la posición cíclica a partir del output potencial

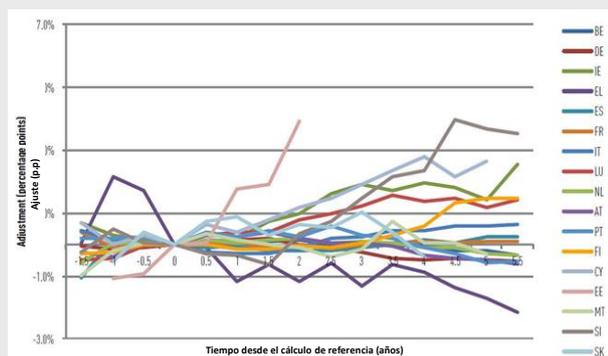
Un punto decisivo, a la hora de calibrar la eficacia y la sensibilidad del mecanismo de estabilización, es cómo determinar la posición cíclica de cada país. La medida más habitualmente empleada, tanto por la UE como por el FMI, es el gap entre el PIB potencial y el PIB real. Esta es también la opción empleada por la mayoría de estudios a los que se ha hecho referencia y, en especial, por Enderlein *et al.* (2013), aunque hay que subrayar que el informe de los cuatro presidentes de diciembre de 2012 no contiene una recomendación explícita en este sentido, sino que se refiere, de forma más genérica, a que las transferencias “fluctuarían de acuerdo con la posición de cada país sobre el ciclo económico” (Van Rompuy, 2012: 11).

Sin embargo, a pesar de que esta sea la medida normalmente empleada, la realidad es que la estimación del PIB potencial resulta una tarea altamente elusiva. Si bien el concepto puede parecer claro en términos económicos, su cálculo es complejo y las estimaciones resultan poco fiables y, de hecho, están sometidas a revisiones constantes, como reconocen numerosos autores (Enderlein *et al.*, 2013: 26; Bernoth y Engler, 2013a: 6; Wolff, 2015: 2). Por ejemplo, cuando tratan de simular el efecto de su propuesta de fondo de transferencias, Enderlein *et al.* (2013: 53) admiten que los resultados resultan particularmente vulnerables por la falta de fiabilidad de las estimaciones del output potencial.

Estos autores recuerdan que el output potencial se puede determinar o bien adoptando una aproximación estadística o bien según una aproximación estructural (Enderlein *et al.*, 2013: 26-28). Utilizando métodos puramente estadísticos, se emplearían series temporales para calcular la senda tendencial del PIB a largo plazo, que se identifica como el PIB potencial (es decir, el PIB tendencial a lo largo del ciclo). Sin embargo, este no es el procedimiento adoptado por la UE (según decidió el Consejo del Ecofin en 2002), que emplea el método estructural. En esencia, el PIB potencial se determina a partir de una función de producción Cobb-Douglas, lo que supone llevar a cabo estimaciones sumamente arriesgadas de algunos parámetros y variables decisivos, como la productividad total de los factores (que, a su vez, requiere calcular la productividad potencial y las desviaciones respecto de la misma) o el stock de capital. Como señalan Enderlein *et al.* (2013: 27), “el método estructural [supone] asumir algún tipo de estructura económica subyacente, normalmente un modelo macro-económico basado en fundamentos micro-económicos”.

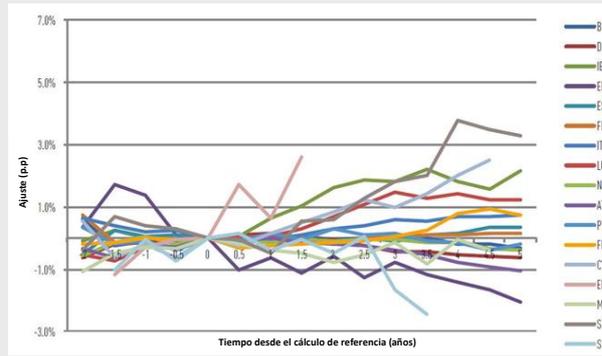
Desde 2013, la UE calcula el gap respecto del output potencial tres veces al año (antes lo hacía dos veces). Sin embargo, si la estimación ex post ya resulta aventurada, las previsiones son todavía más complejas e inciertas. Y, de hecho, los resultados indican que el acierto de estas estimaciones es bastante decepcionante. Normalmente, existe una clara subvaloración del gap respecto del PIB potencial, cuya importancia aumenta con sucesivas estimaciones ex post. Es decir, a medida que se van realizando sucesivas estimaciones del output potencial de un año determinado, cada vez más alejadas en el tiempo, se agranda la brecha respecto del PIB real del año en cuestión (gráficos A y B), con porcentajes de desviación que, en términos relativos, pueden llegar a alcanzar el 3 %.

Gráfico A. Promedio de los ajustes efectuados a lo largo del período 2002-2012 de las estimaciones del output gap relativo realizadas en el otoño precedente al año estimado



Fuente: Enderlein et al. (2013: 66), figura 7a y 7b.

Gráfico B. Promedio de los ajustes efectuados a lo largo del período 2002-2012 de las estimaciones del output gap relativo realizadas en la primavera del año estimado



El cuadro A resulta sumamente ilustrativo al respecto. En solo un año y medio (entre las estimaciones de abril de 2013 y las de octubre de 2014), los ajustes realizados ex post sobre las estimaciones de los output gap de los años 2010 a 2014, comportaron la modificación en más de medio punto del PIB (0,582) para la media de la zona euro. La del año 2013 se modificó en 0,663 puntos y la de 2014 (aunque en este caso el cálculo era en parte una previsión) en más de 0,8 puntos. En Francia, la desviación anual media durante este período es de casi un punto y medio al alza. Es decir, a medida que se fueron revisando ex post las estimaciones del output potencial, en solo un año y medio (entre abril de 2013 y octubre de 2014) se incrementó en 1,5 puntos anuales el crecimiento del PIB calculado para este país.

Cuadro A. Ajustes sucesivos del output gap (diferencia entre la estimación de octubre de 2014 y la de abril de 2013, p.p.)

País	2010	2011	2012	2013	2014	Media <sup>1</sup>
Austria	0,086	0,306	0,457	0,023	-0,561	0,287
Bélgica	0,013	-0,233	-0,323	-0,465	-0,799	0,367
Estonia	-1,270	-1,327	0,421	0,267	-1,036	0,864
Finlandia	0,015	0,519	0,117	-0,895	-1,451	0,599
Francia	1,718	1,740	1,623	1,591	0,768	1,488
Alemania	-0,312	0,049	0,178	-0,030	-0,287	0,171
Grecia	-0,064	-0,075	-0,672	0,124	0,125	0,212
Irlanda	-0,555	0,018	-1,672	-2,760	-1,474	1,296
Italia	0,304	0,500	0,586	0,299	-0,340	0,406
Luxemburgo	-0,349	-0,821	-1,886	-0,439	0,369	0,773
Malta	0,461	-0,190	-0,344	0,745	0,760	0,500
Países Bajos	-0,242	0,391	-0,326	-0,710	-1,104	0,555
Portugal	-0,230	0,034	-0,163	0,273	0,920	0,324
Eslovaquia	0,990	0,276	-0,115	-0,364	-0,842	0,517
Eslovenia	-0,156	-0,061	-0,091	1,101	1,364	0,555
España	-0,017	-0,252	-0,423	-0,523	-0,789	0,401
<b>Media<sup>1</sup></b>	<b>0,424</b>	<b>0,425</b>	<b>0,587</b>	<b>0,663</b>	<b>0,812</b>	<b>0,582</b>

(<sup>1</sup>) Media de los valores absolutos sin ponderar

Fuente: FMI, World Economic Outlook Database (abril 2013 y octubre 2014).

Cuadro B. Crecimiento del PIB y output gap<sup>a,b</sup>

Variable dependiente	Término constante	Coeficiente de regresión			R <sup>2</sup>	n
		X1	X2	X3		
Y1	-0,4853 (-0,9866)	1,1182 (7,4086) **			0,8862	17
Y2	-1,1443 (-1,8381)		0,5715 (2,8539) *		0,6065	16
Y3	-0,0507 (-0,2944)			0,5137 (9,4422) **	0,5003	269
Y4	-0,0049 (-0,0292)			0,5137 (9,6709) **	0,5093	269

(a) Entre paréntesis figura el valor del estadístico 't' correspondiente al parámetro estimado.

(\*) Significativo en un 95 %. (\*\*) Significativo en un 99 %.

(b) Descripción de las variables utilizadas:

Y1 Desviación estándar del output gap - media país (17) X1 Desviación estándar del % ΔPIB - media país (17)

Y2 Media EZ output gap (16) X2 Media EZ % ΔPIB (16)

Y3 Output gap (269) X3 % ΔPIB - media país (269)

Y4 Output gap - Media país (269)

Los mismos Enderlein et al. (2013: 29) admiten que los resultados “cuestionan la utilidad del output gap como indicador de política económica”, aunque, a pesar de ello, consideran que sería un error descartarlo como el más apropiado para determinar la posición cíclica de un país, y este es, en efecto, el que emplean en su propuesta.

Sin embargo, la cantidad y la relevancia de los puntos débiles que presenta este indicador, tanto en el terreno de los fundamentos analíticos como en el de la contrastación empírica, son demasiado elevados como para que no resulte necesario examinar la posibilidad de explorar opciones alternativas. La realidad es que los desarrollos teóricos y experimentales sobre la determinación del output potencial y del *output gap* se hallan todavía en un estadio demasiado incipiente, lo que aconseja no hacer recaer sobre ellos decisiones que tienen un impacto de primera magnitud. Se trata, sin duda, de una línea de análisis prometedora y que en el futuro podrá ayudar a formular mejor los objetivos y los instrumentos de política económica, pero que en el presente no se halla suficientemente madura para ello.

Por esta razón, para determinar la posición cíclica de cada país sería conveniente examinar opciones alternativas, que deberían basarse necesariamente en una aproximación estadística. La fórmula empleada debería ser sencilla (es decir, fácilmente comprensible) y no manipulable, aunque ello fuera en detrimento de una cierta sofisticación analítica. Una posibilidad elemental, que reuniría estas condiciones, consistiría en calcular la senda de crecimiento tendencial de cada país a lo largo del ciclo y considerar su posición relativa en cada momento de acuerdo con ello. Es decir, las transferencias anuales (positivas o negativas) correspondientes a cada país responderían ahora a la fórmula:

$$T_i = \alpha \times (y'_i - y_i)$$

Donde  $y'$  es el PIB calculado de acuerdo con su comportamiento tendencial. Esta aproximación ajustaría la posición cíclica de cada país al comportamiento tendencial de su PIB, lo que supone que sería sensible a los desplazamientos que se pudieran producir a medio y largo plazo. Además, aseguraría también la condición de neutralidad entre países y de equilibrio financiero a lo largo del ciclo. Es decir, a lo largo del ciclo, en cada uno de los países  $i$  se cumpliría que  $\sum_i^T T_{it} = 0$ , puesto que  $\sum_i^T \sum_t y'_{it} = \sum_i^T \sum_t y_{it}$ . Un caso elemental consistiría en considerar que el PIB potencial es el correspondiente a una tasa anual de crecimiento constante a lo largo del ciclo. Es decir,  $y'_{it} = y'_{i0} (1 + g)^t$ , donde  $g = (\prod_i^T (1 + g_i))^{1/T}$ .

En cualquier caso, parecería recomendable utilizar una variable menos conflictiva que el *output gap* en su estadio actual de desarrollo, sin que ello supusiera alterar en demasía las posiciones cíclicas de cada país. El cuadro B muestra precisamente la elevada correlación que existe entre las dos variables a las que nos referimos, la tasa de crecimiento del PIB de un país en relación a su tasa media a lo largo del ciclo y el *output gap* de este mismo país. En concreto, el cuadro presenta los resultados obtenidos al realizar cuatro tipos de ajustes entre estas dos variables durante el período 1999-2014. En primer lugar, entre las desviaciones estándar del crecimiento del PIB y del *output gap* de los distintos países respecto a la media del país; en segundo lugar, entre las medias de crecimiento del PIB y del *output gap* del conjunto de la eurozona; en tercer y cuarto lugar, entre el crecimiento del PIB respecto a la media del país (como variable independiente) y el *output gap* del país y el *output gap* en relación a la media del país, respectivamente, como variables independientes. Todos estos ajustes muestran una relación positiva y altamente significativa entre las dos variables. Es decir, la tasa de crecimiento del PIB en un año determinado en relación a su tasa media durante un período suficientemente largo (16 años, en este caso) es un buen predictor del *output gap* de un país. Mejor, probablemente, que la estimación en tiempo real del output potencial.

Al discutir este aspecto, se entrecruzan varias cuestiones. El argumento fundamental a considerar debería ser, por supuesto, el de qué alternativa es más congruente con el carácter estabilizador del fondo, es decir, garantiza mejor que los recursos recibidos se destinarán a aquellas finalidades que tengan un más elevado efecto multiplicador. El punto crucial es si ello puede ser decidido de forma más acertada por las instituciones europeas (en este caso, las responsables del fondo de transferencias) o por las autoridades del propio país. En contra de esta segunda posibilidad, existen argumentos de riesgo moral (el país podría destinar los recursos a las actividades más rentables políticamente, aunque no fueran las que tuvieran un mayor impacto contra-cíclico) y el hecho cierto de que, en todas las uniones fiscales, el gobierno

central dispone de poderosos instrumentos estabilizadores que gestiona directamente.

En caso de que se optara por esta alternativa, habría que determinar a qué tipo de finalidades habría que condicionar (*earmark*) el uso de estos recursos, teniendo muy presente que este instrumento tiene un propósito estabilizador y no estructural. Es por esta razón que resulta digna de consideración la propuesta de Enderlein *et al.* (2013: 36-37) de destinar estas transferencias a la reducción de las cotizaciones a la seguridad social (tanto la cuota empresarial como la de los trabajadores). Aunque es cierto que, como estos mismos autores admiten, el impacto multiplicador es mayor con aumentos del gasto que con reducciones de impuestos, en este caso la inmediatez de los efectos sobre la economía y la

alta sensibilidad al ciclo podrían hacer especialmente atractiva esta opción.

En cambio, como antes se ha señalado, hay que evitar la confusión entre este instrumento estabilizador y aquellos que tratan de promover las reformas estructurales y con ellas la convergencia económica entre los estados miembros de la UE. El objetivo del fondo de transferencias no es promover la convergencia en términos de renta per cápita y nivel de vida, sino que tiene un carácter estabilizador (Bernoth y Engler, 2013a: 4), como por otra parte ha subrayado la propia Comisión Europea (CE, 2012 y 2013). Además, si la condicionalidad se estableciera en estos términos, o bien deberían quedar excluidos los países que no tienen problemas de convergencia, pero que sí podrían tenerlos en términos de estabilización, o bien deberían establecerse condiciones distintas para cada uno de estos dos grupos de países, lo cual no parece demasiado razonable.

Ello no quiere decir, por supuesto, que no se deba subrayar la complementariedad entre estos dos tipos de políticas (como ya se ha subrayado en el apartado 3), lo que podría concretarse en dos tipos de medidas. En primer lugar, como apuntan los propios informes de los presidentes, podría acordarse que el acceso al mecanismo estabilizador estuviera condicionado, en su caso, al cumplimiento de los programas de reformas estructurales (Van Rompuy *et al.*, 2012: 10; Juncker *et al.*: 2015: 14). En segundo lugar, podría establecerse que las transferencias recibidas por razones de estabilización se destinaran de forma prioritaria a la financiación de proyectos de inversión especialmente eficaces en términos estructurales, siempre que estos tuvieran a la vez un potente impacto expansivo.

#### iv) Aplicación de la *golden rule*

Como es sabido, la *golden rule* admite la posibilidad de incurrir en déficit, si este se destina a inversión pública. De hecho, esta suele ser la norma adoptada en la mayoría de países donde existen reglas de estabilidad presupuestaria y así parecía desprenderse también del Tratado de Maastricht, cuando se establecieron las primeras normas al respecto en la Unión Europea.

Sin embargo, la rigurosa normativa aprobada a propósito de la Gran Recesión (cuyo máximo

exponente es el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza de 2012) parece optar por una interpretación claramente restrictiva, según la cual la norma del equilibrio presupuestario debe aplicarse al conjunto del gasto público, incluyendo el de inversión, con las únicas salvedades que allí se establecen (véase EuropeG, 2012). Aunque hay que añadir que la introducción del concepto de déficit estructural, como pieza angular de esta normativa, deja un amplio margen interpretativo que permite cobijar alternativas distintas, como se ha podido comprobar desde 2013 en la aplicación de los procedimientos por déficit excesivo.

La exclusión de la *golden rule* del cuadro europeo de disciplina presupuestaria plantea problemas más que conocidos, tanto en términos de equidad, como de eficiencia (EuropeG, 2012: 6; Castells, 2012: 160-164). Por eso hay que examinar con atención la puerta que parecía abrir el informe de los cuatro presidentes, cuando apuntaba que debería ser explorada la aplicación de la regla de oro, asociada a la creación del instrumento estabilizador (la *fiscal capacity*) (Van Rompuy *et al.*, 2012: 12), aunque es cierto que la redacción empleada para rescatar esta regla parece algo confusa. Por ejemplo, cabría entender que el informe considera, de forma discutible, que el endeudamiento solo resultaría aceptable cuando está vinculado a políticas de estabilización. Y no es así, si entendemos que la regla de oro responde a una problemática, como es la de los criterios que se deben adoptar para la financiación de la inversión pública, que no se circunscribe a la situación cíclica.

En realidad, al examinar la posibilidad de incurrir en déficit y endeudamiento habría que distinguir claramente dos niveles. Uno es el derivado de la aplicación de políticas de estabilización, en el que los valores positivos y negativos de estas magnitudes deberían tender a equilibrarse a lo largo del ciclo. Un nivel diferente es el que se debería desprender de la aplicación de la *golden rule*, de acuerdo con el cual el déficit, y el consiguiente endeudamiento, serían aceptables si sirven para financiar inversión pública, aunque incluso en este caso parecería razonable establecer límites. En primer lugar, el recurso al endeudamiento debería servir para financiar solo una parte, y no toda, la inversión pública, puesto que si bien es cierto que los beneficios de la misma

se distribuyen a lo largo del tiempo, es la generación presente la que decide en qué y cuanto invertir. En segundo lugar, estas inversiones deberían tener un impacto contrastado en términos de productividad, es decir, a largo plazo deberían generar un crecimiento del PIB suficiente para garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas.

## 5. Simulación de los efectos de un fondo de transferencias de estabilización

Enderlein *et al.* (2013) llevan a cabo un ejercicio de simulación sobre los efectos que hubiera tenido la implementación de un fondo de transferencias de estabilización como el que proponen, al cual se ha hecho repetida referencia en el apartado anterior. El impacto del instrumento se evalúa calculando la reducción de la desviación estándar del *output gap* de los distintos países respecto a la media de la zona euro antes y después de aplicar el fondo de transferencias.

Las principales conclusiones alcanzadas por este ejercicio de simulación, considerando el período 1999-2014, son las siguientes:

i) En el caso de que las estimaciones del *output gap* fueran exactas, el impacto estabilizador del fondo de transferencias alcanzaría un apreciable 40 % (es decir, la desviación estándar se reduciría en un 40 % gracias a la aplicación del instrumento).

ii) Sin embargo, como ya se ha subrayado en el apartado anterior, las estimaciones del *output gap* son muy deficientes, y en años sucesivos hay que ir las modificando repetidamente. Esto quiere decir que en el momento de implementar el fondo se utilizan cifras que luego deben ser ajustadas, lo que reduce significativamente el impacto estabilizador real del instrumento, que se sitúa en torno al 15 %, muy por debajo del 40 % teórico.

iii) La suma total de las transferencias positivas (igual a la de las negativas) se situaría en torno al 0,20 % anual del PIB de la zona euro.

En el recuadro 3 se describen en detalle los resultados obtenidos. Suponiendo que el cálculo del *output* potencial es correcto desde el principio (es decir, cuando se determina la transferencia correspondiente a cada país), la reducción de la desviación estándar en la media sin ponderar del período 1999-2014 es, como se ha señalado, del 40 %; y algunos años se acerca e incluso es superior al 50 %. La suma total de las transferencias pagadas/recibidas supone el 0,194 % del PIB de la zona euro, considerando la media del período.

### Recuadro 3. Simulación de los efectos de un fondo de transferencias de estabilización

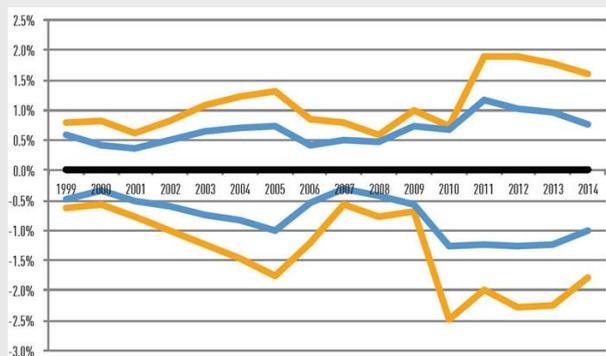
Enderlein *et al.* (2013) llevan a cabo un ejercicio de simulación sobre los efectos que hubiera tenido la implementación de un fondo de transferencias de estabilización como el que proponen. Recordemos que la posición cíclica de cada país se determina según el *output gap* del país con relación al del conjunto de la zona euro, y que este indicador se calcula según las estimaciones realizadas en el año en curso, que están sujetas a correcciones en años sucesivos. Recordemos también que la propuesta de estos autores considera un fondo de suma cero, en el que cada año se compensan las transferencias positivas y negativas.

El ejercicio de simulación trata de calcular el impacto del instrumento en términos de amortiguación de las diferencias en las fluctuaciones cíclicas experimentadas en los distintos países, y la variable seleccionada es la desviación estándar del *output gap* entre países. De forma que la eficacia del instrumento se calibra atendiendo a la reducción de esta desviación estándar antes y después de aplicar el fondo de transferencias. Hay que tener presente que el mecanismo que proponen Enderlein *et al.* (2013) trata de corregir la asimetría de las fluctuaciones, no el hecho de que estas se produzcan. Ello significa que este mecanismo no actuaría si todos los países atravesaran por una grave recesión, que fuera exactamente igual en todos ellos. Para la selección del parámetro de convergencia  $\alpha$  (que indica el porcentaje de la diferencia entre el *output gap* del país individual y el de la zona euro que será reducido por el fondo, véase el recuadro 1), se consideran distintas hipótesis, aunque en el escenario base se utiliza un valor de 0,5. Las dos cuestiones más relevantes que trata de determinar el ejercicio de simulación son, pues, el grado de reducción de las fluctuaciones y la magnitud total del fondo en términos absolutos (es decir, el importe total de las transferencias pagadas y recibidas). Obviamente, aunque el fondo sea de suma cero, este es un dato relevante. Bernoth y Engler (2013a: 8) también consideran que “un desafío para el debate político es acertar en el equilibrio óptimo entre el efecto estabilizador y el tamaño de las transferencias”.

El gráfico A permite comprobar la reducción en la desviación estándar del *output gap* de los distintos países en relación con la media, antes y después de la aplicación del mecanismo de estabilización, suponiendo que el cálculo del output potencial es correcto desde el principio (es decir, cuando se determina la transferencia correspondiente a cada país). En tal escenario, la reducción de la desviación estándar en la media sin ponderar del período 1999-2014 es del 40 %: pasa del 1,20 % al 0,72 %, gracias a la aplicación del mecanismo de estabilización (cuadro A), y algunos años (2000, 2012, 2013 y 2014) la reducción se acerca e incluso es superior (2006) al 50 %. La suma total de las transferencias pagadas/recibidas supone el 0,194 % del PIB de la zona euro, considerando la media del período, con máximos próximos al 0,3 % en los años 2005, 2011 y 2012, y mínimos del entorno del 0,1 % en 2000 y 2008.

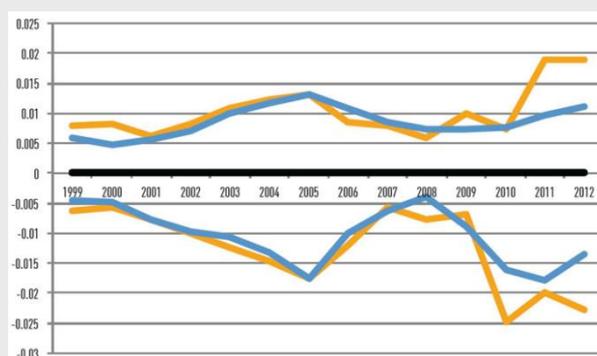
Enderlein *et al.* (2013: 69-70, tablas 2a y 2b) estiman también las transferencias recibidas o aportadas por países, en valor absoluto y con relación al PIB, respectivamente. Grecia es el país que hubiera recibido mayores aportaciones positivas: por encima o cerca del 4 % del PIB los años 2011, 2012 y 2013 y por encima del 2 % el año 2014 y del 1 % el año 2010. Los otros únicos países que hubieran recibido transferencias por encima del 1 % del PIB son Finlandia el año 2009, España los años 2010 y 2011 e Irlanda el año 2010. Las contribuciones al fondo (transferencias negativas) no se sitúan en ningún caso por encima del 2 % del PIB. Las únicas que superan el 1,50 % hubieran correspondido a Chipre el año 2009, Eslovenia los años 2007 y 2008 y Estonia los años 2012 y 2013. Aparte de estos países, habrían tenido que efectuar también aportaciones positivas superiores al 1 % del PIB Irlanda los años 1999, 2000 y 2013, Luxemburgo el año 2000, Grecia el año 2009 y Finlandia el año 2007.

Gráfico A. Desviaciones estándar por encima y por debajo del *output gap* de la zona euro antes (amarillo) y después (azul) de las transferencias



Fuente: Enderlein *et al.* (2013: 51 y 78), figuras 8 y 11.

Gráfico B. Desviaciones estándar por encima y por debajo del *output gap* de la zona euro antes (amarillo) y después (azul) de las transferencias



Resulta interesante comprobar los saldos totales por países en el conjunto del período examinado. Aunque, en principio, el mecanismo es neutral entre países, esta neutralidad solo se cumpliría asintóticamente, asumiendo la hipótesis de que en un período de tiempo suficientemente largo ningún país se situaría en una posición tendencial por encima o por debajo de la media de la eurozona (es decir, las desviaciones de su PIB real respecto a su PIB potencial no serían persistentemente mayores o menores que las de la eurozona). Sin embargo, ello no es así en el período considerado (hay que suponer que o bien porque no es suficientemente largo, o bien porque los ajustes realizados para el cálculo del PIB potencial son insatisfactorios). De esta forma, la simulación indica que cuatro países (Grecia, España, Países Bajos y Portugal) tendrían un saldo positivo en el conjunto del período, el primero de ellos por encima del 1 % y los demás entorno al 0,20 %, y el resto, un saldo negativo. El mayor correspondería a Estonia con el 1,21 %, seguida por Eslovaquia y Chipre por encima del 0,50 %. Alemania e Italia quedarían prácticamente equilibradas y Francia realizaría una contribución neta de cerca del 0,20 % de su PIB.

La efectividad del fondo disminuye drásticamente cuando la simulación se realiza utilizando los datos reales del *output gap*, teniendo en cuenta los sucesivos ajustes que ex post se llevan a cabo de su medición. Ahora (gráfico B), la reducción en la desviación estándar del *output gap* de los distintos países en relación con la media, antes y después de la aplicación del mecanismo de estabilización, es mucho más atenuada que cuando suponíamos que el cálculo del output potencial es correcto desde el principio (gráfico A). La media sin ponderar del período 1999-2014 es solo del 16,1 % (frente al 40 % de antes) y pasa del 1,11 % al 0,94 %, gracias a la aplicación del mecanismo de estabilización (cuadro B). La suma total de las

transferencias pagadas/recibidas cada año supone el 0,161 % del PIB de la zona euro, considerando la media del período, con un máximo de casi el 0,4 % el año 2011.

Cuadro A. Efecto sobre el *output gap* a lo largo del tiempo del mecanismo de estabilización propuesto.

	Desviación estándar del <i>output gap</i> respecto a la media de la zona euro (puntos porcentuales)		Cambio relativo en la desviación estándar del <i>output gap</i>	Total pagado / recibido (en relación con el PIB anual de la zona euro)
	Sin intervención (datos históricos / previsiones actuales)	Resultados simulados aplicando el mecanismo de estabilización propuesto		
1999	0,72%	0,54%	-25,0%	0,154%
2000	0,70%	0,38%	-45,2%	0,092%
2001	0,68%	0,44%	-35,9%	0,125%
2002	0,91%	0,55%	-39,1%	0,171%
2003	1,15%	0,70%	-39,5%	0,224%
2004	1,32%	0,77%	-42,0%	0,242%
2005	1,51%	0,87%	-42,4%	0,279%
2006	1,00%	0,48%	-52,6%	0,149%
2007	0,68%	0,40%	-41,2%	0,086%
2008	0,65%	0,44%	-32,4%	0,111%
2009	0,83%	0,64%	-22,5%	0,183%
2010	1,25%	0,95%	-24,0%	0,235%
2011	1,95%	1,21%	-38,0%	0,291%
2012	2,12%	1,17%	-44,8%	0,282%
2013	2,07%	1,13%	-45,6%	0,270%
2014	1,70%	0,88%	-48,1%	0,187%
<b>Promedio a lo largo del período (sin ponderar)</b>	<b>1,20%</b>	<b>0,72%</b>	<b>-40,0%</b> (variación en los promedios)	<b>0,194%</b>

Fuente: Enderlein *et al.* (2013: 71), tabla 3.

Cuadro B. Efecto sobre el *output gap* a lo largo del tiempo del mecanismo de estabilización propuesto.

	Desviación estándar del <i>output gap</i> respecto a la media de la zona euro (puntos porcentuales)		Cambio relativo en la desviación estándar del <i>output gap</i>	Total pagado / recibido (en relación con el PIB anual de la zona euro)
	Sin intervención (datos históricos / previsiones actuales)	Resultados simulados aplicando el mecanismo de estabilización propuesto		
1999	0,72%	0,54%	-25,5%	0,123%
2000	0,70%	0,48%	-31,9%	0,138%
2001	0,68%	0,67%	-2,2%	0,103%
2002	0,91%	0,83%	-8,2%	0,096%
2003	1,15%	1,02%	-11,2%	0,090%
2004	1,32%	1,24%	-6,7%	0,118%
2005	1,51%	1,53%	1,4%	0,134%
2006	1,00%	1,05%	4,3%	0,184%
2007	0,68%	0,73%	8,2%	0,131%
2008	0,65%	0,51%	-21,3%	0,100%
2009	0,83%	0,81%	-2,1%	0,134%
2010	1,25%	1,16%	-7,1%	0,150%
2011	1,95%	1,37%	-29,8%	0,389%
2012	2,12%	1,25%	-40,8%	0,332%
2013	2,07%	1,13%	-45,6%	0,270%
2014	1,70%	0,88%	-48,1%	0,187%
<b>Promedio a lo largo del período (sin ponderar)</b>	<b>1,11%</b>	<b>0,94%</b>	<b>-14,8%</b> (variación en los promedios)	<b>0,161%</b>

Fuente: Enderlein *et al.* (2013: 82), tabla 6.

También los efectos del mecanismo de estabilización aparecen bastante más atenuados si examinamos las transferencias recibidas o aportadas por países, en valor absoluto y en relación con el PIB, respectivamente (Enderlein *et al.*, 2013: 80-81, tabla 5a y 5b). Grecia continúa siendo el país más beneficiario (el único que recibe transferencias por encima del 3 % del PIB, en concreto, los años 2011 y 2012) y también aparecen con transferencias positivas superiores al 1 % en alguno de los años comprendidos en este período Irlanda, Portugal, Finlandia, España y Eslovenia. Por lo que se refiere a las contribuciones al fondo (transferencias negativas), a diferencia de lo que sucedía con la anterior simulación, ahora ninguna supera el 1,50 % del PIB. Las más elevadas (igual o por encima del 1 %) hubieran correspondido a Luxemburgo (2000), Eslovaquia (2009 y 2011), Irlanda (1999 y 2000), Malta (2011), Grecia (2004 y 2005), Chipre (2009) y Alemania (2011).

Por lo que se refiere a los saldos totales por países en el conjunto del período examinado, también se producen diferencias apreciables. El número de países beneficiarios pasa de cuatro a siete. Se mantienen Grecia, España y Portugal, aunque Grecia pasa de un saldo positivo del 1,13 % a estar prácticamente en equilibrio, y España, con el 0,27 %, resultaría el país más beneficiado por el funcionamiento del fondo de transferencias. Los Países Bajos salen de este grupo y entran Italia, Eslovenia, Irlanda y Luxemburgo. Los diez países restantes arrojarían saldos negativos, pero también algo más atenuados que antes. Eslovaquia y Malta aportarían, en el conjunto del período considerado, por encima del 0,60 % de su PIB, Alemania el 0,12 % y Francia estaría prácticamente en equilibrio.

Finalmente, las simulaciones realizadas por Enderlein *et al.* proporcionan un dato también interesante respecto al valor del parámetro de convergencia  $a$  (véase el recuadro 1, fórmula [1]). Recordemos que este parámetro indica en qué porcentaje se reducirá la diferencia entre el *output gap* del país individual y el de la zona euro, gracias a la aplicación del fondo de transferencias. En teoría, a medida que aumentara el valor del parámetro, la reducción sería cada vez más importante, pero también aumentaría el importe total de las cantidades aportadas y recibidas por los distintos países (Enderlein *et al.*, 2013: 52 y 68). Sin embargo, cuando se utilizan los datos del *output gap* ajustado con el paso de los años, también en este punto los resultados difieren seriamente de los esperados y lo que se observa es que sucesivos aumentos del parámetro de convergencia tienen un claro rendimiento decreciente en términos de estabilización (Enderlein *et al.*, 2013: 79, figura 12 y tabla 4). Un parámetro de convergencia de valor uno tiene un menor efecto estabilizador que uno de valor 0,7 y, en cambio, requiere movilizar un 40 % más de recursos. Y el parámetro del 0,5 empleado por los autores en el escenario base proporciona, con casi la mitad de recursos, un efecto estabilizador que equivale casi al 90 % de un parámetro igual a 1.

Grecia es el país que hubiera recibido mayores aportaciones positivas. Los otros únicos países que hubieran recibido transferencias por encima del 1% del PIB algunos de los años son Finlandia, España e Irlanda. Las contribuciones al fondo (transferencias negativas) no se sitúan en ningún caso por encima del 2 % del PIB.

La efectividad del fondo disminuye drásticamente cuando la simulación se realiza utilizando los datos reales del *output gap*, teniendo en cuenta los sucesivos ajustes que ex post se llevan a cabo de su medición. Ahora la reducción en la desviación estándar del *output gap* de los distintos países en relación con la media, antes y después de la aplicación del mecanismo de estabilización, es mucho más atenuada. En la media sin ponderar del período 1999-2014 es solo del 16,1 % (frente al 40 % de antes). La suma total de las transferencias pagadas/recibidas cada año supone el 0,161 % del PIB de la zona euro.

Grecia continúa siendo el país más beneficiario y también aparecen con transferencias positivas superiores al 1 % en alguno de los años comprendidos en este período Irlanda, Portugal, Finlandia, España y Eslovenia. Por lo que se refiere a las contribuciones al fondo (transferencias negativas), ahora ninguna supera el 1,50 % del PIB.

En resumen, las simulaciones proporcionadas por Enderlein *et al.* permiten extraer conclusiones de un gran interés en un doble sentido. Por una parte, confirman la eficacia y la validez del instrumento estabilizador propuesto. Por otra, sin embargo, confirman las serias dudas que antes se expresaban respecto a la utilización del *output gap* como la medida más apropiada para determinar la posición cíclica de cada país.

## 6. Consideraciones finales

Una unión monetaria sin un grado apreciable de integración fiscal y política plantea importantes problemas, que la Gran Recesión ha puesto en primer plano de forma especialmente visible. Uno de ellos es la pérdida de eficacia de los instrumentos tradicionales de carácter estabilizador (política monetaria y política fiscal), para hacer frente a los *shocks* recesivos que puedan afectar específicamente a algún estado miembro.

Por un lado, la unión monetaria anula la posibilidad de utilizar la política monetaria a nivel nacional. Es más, la aplicación de una única política monetaria en toda la zona euro tiene un carácter pro-cíclico en todos los estados miembros: es demasiado prudente para aquellos que atraviesan por una fase contractiva en relación con la media, y demasiado expansiva para los que se hallan en la situación opuesta.

Por otro lado, la utilización nacional de la política fiscal en mercados fuertemente integrados, como son los europeos, tenía ya una eficacia más que discutible, incluso antes de que existiera la unión monetaria. Pero esta ha exacerbado sus limitaciones, porque la crisis ha demostrado que los gobiernos no pueden gestionar autónomamente la deuda soberana cuando el soberano no puede ejercer el control sobre su propia moneda.

En definitiva, la Gran Recesión ha puesto en evidencia, en primer lugar, que los mecanismos fiscales de carácter estabilizador continúan siendo imprescindibles y, en segundo lugar, que estos deben establecerse a escala de la zona euro, ante las limitaciones de los de carácter nacional. Es la ausencia de mecanismos estabilizadores de esta naturaleza lo que explica, en parte, la gravedad e intensidad de las políticas de austeridad aplicadas en algunos países.

Todo ello ha conducido en los últimos años a la aparición de numerosas propuestas tendentes a la creación de este tipo de instrumentos. Si es cierto que la crisis ha puesto en la agenda de la zona euro la necesidad de avanzar decididamente hacia la unión fiscal, más cierto resulta todavía que el punto en el que existe un mayor consenso y propuestas más elaboradas es en el de la creación de un instrumento fiscal de carácter estabilizador.

De entre las distintas alternativas existentes (que abarcan desde la ampliación y reforzamiento del presupuesto comunitario, con el consiguiente establecimiento de un impuesto comunitario, a la creación de un seguro de desempleo en la zona euro), la más realista y que parece contar con un mayor reconocimiento, es la creación de un fondo de transferencias entre países de carácter estabilizador y adaptado a las fases del ciclo (*rainy day fund*).

Este fondo debería amortiguar la situación cíclica de todos los países de la zona euro, recibiendo transferencias negativas de los países que atravesaran una fase relativamente expansiva, y otorgando transferencias a aquellos que atravesaran una fase

relativamente recesiva. Existe una amplia coincidencia sobre las dos características básicas que debería reunir este fondo. Por una parte, tendría que estar equilibrado financieramente, es decir debería ser de suma cero a lo largo del tiempo. Por otra parte, debería ser neutral entre países. Todos los países habrían de tener un resultado cero a lo largo del tiempo, puesto que todos atravesarían fases recesivas y expansivas en relación con la media de la zona euro. El fondo no serviría para canalizar transferencias desde los países ricos hacia los países pobres en términos relativos, sino desde los países en fase expansiva (aunque fueran pobres) hacia los países en fase recesiva (aunque fueran ricos), también en términos relativos.

A partir de esta formulación básica, existen cuestiones relevantes, en las cuales este *Policy Brief* centra su atención. En primer lugar, la cuestión de si el fondo debería estar equilibrado cada año o bien a lo largo del ciclo. La primera opción es más conservadora y realista, pero, como se analiza en este *Policy Brief*, le confiere un carácter pro-cíclico y no permite su utilización con carácter estabilizador para los *shocks* simétricos que pudieran afectar conjuntamente toda la zona euro. En segundo lugar, hay el punto crucial de la determinación de la posición cíclica de cada país. El indicador empleado habitualmente, el *output gap*, presenta debilidades muy importantes, por lo que habría que explorar alternativas basadas en aproximaciones estadísticas rigurosas. En tercer lugar, está la cuestión de la condicionalidad de los recursos recibidos, relacionada, en parte, con la vinculación entre este instrumento, de carácter estrictamente estabilizador, y las políticas estructurales de convergencia. Finalmente, en cuarto lugar, el eventual desarrollo de este mecanismo estabilizador, introduce la discusión sobre la *golden rule*, es decir, sobre la posibilidad de reinterpretar los límites al déficit y el endeudamiento establecidos por la normativa comunitaria.

La creación de este mecanismo europeo de carácter estabilizador es una cuestión prioritaria, tras la experiencia de la Gran Recesión, y su implementación podría ser un primer paso muy significativo en el avance hacia una auténtica unión fiscal, que no pivotara exclusivamente, como ocurre a día de hoy, en la disciplina presupuestaria de los estados miembros. La toma de posición de las propias instituciones comunitarias, en los informes de los cuatro y cinco presidentes (Van Rompuy *et al.* (2012) y Juncker *et al.* (2015), respectivamente), da fe de hasta qué punto existe una amplia conciencia de esta necesidad.

Sin embargo, resulta reveladora la simple comparación entre estos dos informes. La propuesta de creación de una *fiscal capacity* del informe Van Rompuy en 2012 era ambiciosa en contenido y en plazos. Por el contrario, la reciente propuesta del informe Juncker de junio de 2015 es tímida, plagada de cautelas y condiciones previas y supone un indudable enfriamiento de las expectativas creadas por el informe anterior. Podría dar la impresión de que, pasados los peores momentos de la crisis, se consideran menos urgentes y necesarias las medidas que en aquel momento parecían indispensables. Sin embargo, estas medidas continúan siendo imprescindibles. Solo con la creación de un mecanismo estabilizador como el que se ha tratado en este *Policy Brief*, será posible en el futuro afrontar en condiciones más favorables recesiones de la gravedad y las características de la que hemos padecido.

## Referencias

- ALLARD, C.; BROOKS, P. K.; BLUEDORN, J. C.; BORNHORST, F.; CHISTOPHERSON, K.; OHNSORGE, F.; POGHOSYAN, T. y IMF Staff Team (2013).- [“Toward a Fiscal Union for the Euro Area”](#). *IMF Staff Discussion Note*, septiembre 2013.
- AUERBACH, A.; GORODNICHENKO, Y. (2011).- [“Measuring the Output Responses to Fiscal Policy”](#), junio 2011 (publicado en *American Journal-Economic Policy*, vol. 4, 2012, p. 1-27).
- BATINI, N.; CALLEGARI, G.; MELINA, G. (2012).- [“Successful Austerity in the United States, Europe and Japan”](#). *IMF Working Paper*, WP/12/190, International Monetary Fund, julio 2012.
- BERNETH, K.; ENGLER, P. (2013a).- [“A Transfer Mechanism as a Stabilization Tool in the EMU”](#), *DIW Economic Bulletin*, 1.2013, p. 3-8.
- BERNETH, K.; ENGLER, P. (2013b).- [“A Cyclical Transfer Mechanism as a Stabilization Tool in the EMU”](#). *Minsky Conference on “The Eurozone Crisis, Greece, and the Experience of Austerity”*, Berlín, 9 de noviembre de 2013.
- BLANCHARD, O.; LEIGH, D. (2012).- [“Are We Underestimating Short-Term Fiscal Multipliers?”](#). *World Economic Outlook: Coping with High Debt and Sluggish Growth*, p. 41-43, International Monetary Fund, Washington, octubre, 2012.
- BLANCHARD, O.; LEIGH, D. (2013).- [“Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers”](#). *NBER Working Paper* 18779. National Bureau of Economic Research, Cambridge (Massachusetts), julio 1987.
- BOADWAY, R.; SHAH, A. (eds.) (2007).- [“Intergovernmental Fiscal Transfers”](#). Public Sector Governance and Accountability Series, World Bank, Washington.
- CASTELLS, A. (2012).- *El desafío de la política. Europa y la gran recesión*. RBA, Barcelona.
- CASTELLS, A. (2014a).- [La economía política de la austeridad: reflexiones a propósito de la gran recesión](#). Discurso de ingreso en la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras, Barcelona, 20 de febrero de 2014.
- CASTELLS, A. (2014b).- [“¿Es posible una unión monetaria sin unión fiscal y una unión fiscal sin unión política?”](#). *Papeles de Economía Española*. N. 141, p. 141-169.
- COMISIÓN EUROPEA (2012).- [“A blueprint for a deep and genuine economic and monetary union. Launching a European Debate”](#). COM (2012) 777 final/2, Bruselas, 30 de noviembre de 2012.
- COMISIÓN EUROPEA (2013).- [“Towards a Deep and Genuine Economic and Monetary Union. The introduction of a Convergence and Competitiveness Instrument”](#). COM (2013) 165 final, Bruselas, 20 de marzo de 2013.
- COTARELLI, C. (2012).- [“European Fiscal Union: A Vision for the Long Run”](#). Gerzensee Conference, diciembre 1-2, 2012.
- DE GRAUWE, P. (2011).- [“The Governance of a Fragile Eurozone”](#). *CEPS Working Document*, n. 346, mayo 2011.
- DELORS, J. (1989).- [“Regional Implications of Economic and Monetary Integration”](#). *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*. Luxemburgo.
- DRÈZE, J.; WYPLOSZ, C.; BEAN, C.; GIAVAZZI, F.; GIERSCH, H. (1988).- [“The Two-handed Growth Strategy for Europe: Autonomy through Flexible Cooperation”](#). *Recherches Economiques de Louvain*, 54, 1, p. 5-52.
- DRÈZE, J.; DURRÉ, A. (2013).- [“Fiscal Integration and Growth Stimulation in Europe”](#), Discussion Paper 2013/13, Center for Operations Research and Econometrics, febrero 2013.
- DULLIEN, S.; SCHWARZER, D. (2009).- [“Bringing Macroeconomics into the EU Budget Debate: Why and How?”](#). *Journal of Common Market Studies*, 47 (1), p. 153-174.
- ENDERLEIN *et al.* (2012).- [“Completing the Euro \(A roadmap towards fiscal union in Europe\)”](#). *Notre Europe* (Grupo Tommaso Padoa-Schioppa, integrado por H. Enderlein, P. Bofinger, L. Boone, P. de Grauwe, J.C. Piris, J. Pisani-Ferry, M.J. Rodrigues, A. Sapir y A. Vitorino).

- ENDERLEIN, H.; GUTTENBERG, L.; SPIESS, J. (2013).- [“Blueprint for a Cyclical shock insurance in the Euro area”](#). *Notre Europe (Studies&Reports)*, septiembre 2013.
- ENGLER, P.; VOIGTS, S. (2013).- [“A Transfer Mechanism for a Monetary Union”](#). *SFB 649 Discussion Paper 2013-013*, Humboldt Universität, Berlín.
- EUROPEG (2012).- [“¿Avanza realmente la Unión Europea hacia una Unión Fiscal?”](#). *Policy Brief 3*, diciembre 2012.
- GRUPE EIFFEL EUROPE (2014).- [“For a Euro Community”](#), 14 febrero 2014 (integrado por A. Bénassy-Quéré, Y. Bertoncini, J-L. Bianco, L. Boone, B. Dumont, S. Goulard, A. Loesekrug-Pietri, R. Medí, E. Pflimlin, D. Simonneau, C. Ulmer y S. Vallée).
- GRUPO GLIENICKER (2013).- [“Towards a Euro Union”](#), 18 octubre 2013 (integrado por A. von Bogdandy, Ch. Calliess, H. Enderlein, M. Fratzscher, C. Fuest, F. Mayer, D. Schwarzer, M. Steinbeis, C. Stelzenmüller, J. von Weizsäcker y G. Wolff).
- GRUPO MANIFIESTO (2014).- [“Manifiesto for a euro political union”](#), febrero 2014 (los primeros firmantes del Manifiesto son F. Autrey, A. Bozio, J. Cagé, D. Cohen, A-L. Delatte, B. Dormont, G. Duval, Ph. Frémeaux, B. Palier, T. Pech, T. Piketty, J. Quatremer, P. Rosanvallon, X. Timbeau y L. Tubiana).
- HACKER, B. (2013).- [“On the Way to a Fiscal or a Stability Union?”](#). Workshop “On the Road to a European Fiscal Federalism”, FES, Berlín, 11 de noviembre de 2013.
- JUNCKER, J-C.; TUSK, D.; DIJSSELBLOEM, J.; DRAGHI, M.; SCHULZ, M. (2015).- [“Completing Europe’s Economic and Monetary Union”](#), junio 2015.
- KENEN, P. (1969).- “The Theory of Optimal Currency Areas: An Eclectic View”. Mundell, R.; Swoboda, A. (eds.). *Monetary Problems of the International Economy*. University of Chicago Press.
- MUNDELL, R.; SWOBODA, A. (eds.) (1969). *Monetary Problems of the International Economy*. University of Chicago Press.
- PEROTTI, R. (2011).- [“The ‘Austerity Myth’: Gain Without Pain?”](#). *BIS Working Papers*. N. 362, Bank for International Settlements, noviembre 2011.
- PISANI-FERRY, J.; VIHRIÄLÄ, E.; WOLFF, G. B. (2013).- [“Options for a Euro-area Fiscal Capacity”](#). *Bruegel Policy Brief*, Issue 2013/01, enero 2013.
- PORTES, J. (2013).- [“Believing in ‘miracles’: Self-defeating austerity and self-financing stimulus”](#). *National Institute of Economic and Social Research (blog)*, 10 de marzo de 2013.
- SCHWARZER, D. (2013).- “A solidarity instrument as a nucleus for a fiscal capacity”. Workshop “On the Road to a European Fiscal Federalism”, FES, Berlín, 11 de noviembre de 2013.
- VAN ROMPUY, H.; BARROSO, J. M.; JUNCKER, J-C.; DRAGUI, M. (2012).- [“Towards a Genuine Economic and Monetary Union”](#), 5 de diciembre de 2012.
- VON HÄGEN, J. (2007).- “Achieving Economic Stabilization by Sharing Risk within Countries”. Boadway, R.; Shah, A. (eds.). [“Intergovernmental Fiscal Transfers”](#). Public Sector Governance and Accountability Series, World Bank, Washington, p. 107-132.
- VON HÄGEN, J.; WYPLOSZ, CH. (2008). [“EMU’s Decentralized System of Fiscal Policy”](#). *Economic Papers*. N. 306, febrero, Comisión Europea.
- WOLFF, G. B. (2012).- [“A Budget for Europe’s Monetary Union”](#). *Bruegel Policy Brief*, Issue 2012/22, diciembre 2012.
- WOLFF, G. B. (2015).- [“Euro area governance: an assessment of the ‘five presidents’ report”](#), Bruegel Institute, (blog), 25 de junio de 2015.



---

EuropeG está integrado por Antoni Castells (director), Manuel Castells, Josep Oliver, Emilio Ontiveros, Martí Parellada y Gemma García (coordinadora).

El *Policy Brief* es el reflejo de la posición del grupo, y de las aportaciones de sus miembros, a partir, en este caso, de un primer borrador elaborado por Antoni Castells.

### EuropeG

Parc Científic de Barcelona  
Baldri i Reixac, 4  
08028 Barcelona  
Tel. 934 033 723  
[www.europeg.com](http://www.europeg.com)



---

**Con el apoyo de:**

