

La creació de mecanismes d'estabilització macroeconòmica a la zona euro

Policy Brief núm. 7

Setembre, 2015

ISSN 2014-7457

Una de les raons principals de la profunditat i la persistència de la Gran Recessió a Europa és, sens dubte, el disseny deficient de la unió monetària. És a dir, l'existència d'una unió monetària incompleta, que es va iniciar sense que es donessin les condicions necessàries. Ni en el terreny d'integració dels mercats i la mobilitat dels factors (Mundell I), ni en el de la integració dels mercats financers (Mundell II), ni en el de la integració fiscal.

Una unió monetària sense unió fiscal presenta nombrosos inconvenients i provoca seriosos factors d'inestabilitat. Bernoth i Engler (2013a: 3) assenyalen que "en termes històrics, la Unió Econòmica i Monetària (UEM) és una unió monetària realment singular. Els estats membres s'han compromès a una política monetària comuna, mentre que la política fiscal continua sent responsabilitat dels governs individuals". L'experiència indica que no hi sol haver unions monetàries sense unió fiscal, ni unions fiscals sense unió política. Especialment, una unió monetària sense unió fiscal planteja una dificultat intrínseca per fer front a dos tipus de desequilibris.

D'una banda, els desequilibris provocats pels xocs asimètrics o idiosincràtics (que produeixen una evolució asimètrica en les fases del cicle entre els diferents països) per la falta dels mecanismes d'estabilització apropiats. D'altra banda, els provocats per les diferències de competitivitat entre els diversos països, davant la impossibilitat de restablir-les per la via de la devaluació de la pròpia moneda i la inexistència de mecanismes que ajudin a esmoreir aquestes diferències (com ho seria el pressupost federal). La funció redistributiva d'un pressupost federal contribueix a atenuar aquest segon problema. En aquest *Policy Brief* no tractem aquest tema, sinó que ens centrem en el primer desequilibri, el generat

per l'absència de mecanismes macroeconòmics d'estabilització.

1. Els límits dels mecanismes d'estabilització macroeconòmica en un context d'integració monetària

Una unió monetària sense un grau d'integració suficient dels mercats té dues conseqüències: d'una banda, propicia les divergències en el comportament de l'economia al llarg del cicle entre els diferents països (els xocs asimètrics) (Engler i Voigts, 2013: 2); d'altra banda, redueix significativament l'eficàcia dels instruments estabilitzadors de caràcter macroeconòmic (la política monetària i la política fiscal). La unió monetària planteja, doncs, una dificultat inherent per fer front als problemes d'estabilització (provocats per l'existència de xocs asimètrics) en un context recessiu. En aquest sentit, resulta necessari formular algunes consideracions.

a) D'una banda, per la seva pròpia naturalesa, una unió monetària anul·la la possibilitat d'utilitzar la política monetària en l'àmbit nacional; i, per altra banda, neutralitza en bona mesura l'eficàcia de la política fiscal. De fet, la utilització nacional de la política fiscal en mercats fortament integrats, com ho són els europeus, tenia una eficàcia més que discutible, fins i tot abans que existís la unió monetària. Utilitzar-la en un sol país no hagués contribuït als propòsits estabilitzadors desitjats (expansius o contractius) i, en canvi, hagués pogut alimentar forts desequilibris en el sector exterior, en el sector públic i en termes d'inflació (Drèze i Durré, 2013: 5).

b) A això s'hi afegeixen les limitacions de la política monetària quan el tipus d'interès es troba entorn del *lower zero bound*, en els quals aquest instrument perd bona part de la seva eficàcia, fins i tot per fer front als xocs simètrics.

c) L'existència d'una moneda comuna i una política monetària única de la zona euro, no solament ha neutralitzat la possibilitat d'emprar aquest últim instrument per fer front a problemes d'estabilització específics en un sol país, sinó que ha exacerbat la divergència en els comportaments cíclics als diferents països (Bernoth i Engler, 2013a: 3).

d) La unió monetària ha accentuat les limitacions de la política fiscal com a instrument estabilitzador nacional, perquè les restriccions per incórrer en dèficit públic i per endeutar-se se situen en una escala molt superior quan el sobirà no pot exercir el control sobre la seva pròpia moneda (De Grauwe, 2011; Engler i Voigts, 2013: 3). De manera que, en aquestes circumstàncies, el joc dels estabilitzadors automàtics en l'àmbit nacional té un marge d'actuació molt limitat pel nivell del deute, i la restricció exterior exerceix un paper determinant.

e) Així, la unió monetària ha conduït a la pràctica anul·lació dels instruments estabilitzadors nacionals, que han desaparegut (política monetària) o que han perdut eficàcia i marge d'actuació (política fiscal), sense que aquests instruments hagin estat reemplaçats per altres mecanismes en l'àmbit europeu (Bernoth i Engler, 2013a: 3). Per aquest motiu es manifesta d'una manera àmpliament compartida la necessitat de crear instruments que puguin exercir aquest paper d'estabilització en l'àmbit "federal" europeu (Engler i Voigts, 2013: 2).

f) La necessitat de disposar de mecanismes estabilitzadors és encara més acusada a la zona euro que en les unions monetàries realment existents per una doble raó: pel major desacoblament entre les fases del cicle entre els diferents països i perquè altres mecanismes d'ajust alternatius presenten grans limitacions per exercir aquest paper (el mercat de treball mostra grans rigideses i els mercats financers estan molt menys integrats, i més bancaritzats, que, per exemple, als Estats Units) (Van Rompuy, 2012: 10).

g) Finalment, hi ha un argument addicional a favor de la necessitat de disposar d'instruments macroeconòmics d'estabilització de naturalesa fiscal. En el últims anys, nombroses aportacions han demostrat de forma concloent que la grandària dels multiplicadors keynesians en la fase recessiva del cicle econòmic és altament significativa i més gran del que s'utilitzava en els models estàndard, que sostenien que el seu valor era pràcticament inapreciable i semblant en les fases expansives i en les recessives (vegeu, especialment, Auerbach i Gorodnichenko (2011 i 2012), Perotti (2011), Blanchard i Leigh (2012 i 2013), Batini, Callegari i Melina (2012) i Portes (2013); per a una revisió general, vegeu Castells (2014a)).

En definitiva, la Gran Recessió ha posat en evidència, en primer lloc, que els instruments fiscals de caràcter estabilitzador continuen sent imprescindibles i, en segon lloc, que aquests instruments han d'establir-se a escala de la zona euro, davant les limitacions dels de caràcter nacional (Engler i Voigts, 2013: 3; Drèze i Durré, 2013: 5). D'alguna manera, podem afirmar que la Gran Recessió ha confirmat a la pràctica els nombrosos advertiments formulats des de l'àmbit acadèmic en la dècada de 1990 (vegeu, per exemple, les nombroses referències citades per Enderlein *et al.*, 2003: 15), quan es van començar a plantejar en ferm les propostes d'unió monetària: la dificultat gairebé insalvable de consolidar aquesta unió sense disposar d'un instrument estabilitzador de naturalesa fiscal, que pogués exercir el paper que duu a terme el pressupost del govern central en les unions monetàries realment existents.

2. La creació d'un instrument europeu d'estabilització

Un pas cap a la unió fiscal

La constatació de la necessitat d'aquest tipus d'instrument ha comportat que al llarg dels últims anys hagin sorgit nombroses iniciatives (en el camp acadèmic i algunes en el del desenvolupament institucional i normatiu de la zona euro) per avançar cap a una unió fiscal.

En general, hi ha una àmplia coincidència a considerar que totes les unions fiscals s'assenten sobre dos grans pilars: un govern comú (central/federal), amb els atributs fiscals que això comporta, i uns mecanismes que tracten de garantir la disciplina fiscal dels estats membres. Fins ara, a la UE (i a la zona euro) els únics avenços significatius han tingut lloc en el segon pilar, el de la disciplina fiscal dels estats membres, i en canvi han estat escassos en la línia de crear un govern europeu amb els atributs fiscals que li haurien de ser propis (un pressupost significatiu, recursos fiscals propis i un tresor) (vegeu EuropeG, 2012).

Això no vol dir que en aquest terreny no s'hagin generat també nombroses propostes que cal tenir en compte. Algunes s'han produït fins i tot en el terreny institucional, encara que la majoria provenen de l'àmbit acadèmic o dels *think tanks*. El grau d'integració fiscal que se'n desprèn és diferent. Les més ambicioses, proposen un augment significatiu del pressupost (normalment d'una "comunitat de la zona euro" molt més integrada políticament), que hauria de proveir determinats béns públics i es financaria amb impostos propis (la proposta més habitual és amb un impost de societats europeu, que es combinaria amb el nacional). Una variant relativament usual d'aquesta proposta consistiria a atribuir a les institucions europees el subsidi d'atur, que es considera idoni, a més, com un mecanisme eficaç des del punt de vista estabilitzador.

No obstant això, on hi ha més coincidència és en la necessitat de dotar la zona euro d'algun tipus de mecanisme d'estabilització, que permetés fer front als xocs idiosincràtics o asimètrics entre els diferents territoris. De fet, algunes de les propostes formulades en la línia d'un major pressupost no amaguen que la seva finalitat fonamental és comptar amb un instrument estabilitzador (com ho és el pressupost del govern central als països federals), però sense la funció redistributiva que també exerceix aquest pressupost. En aquest *Policy Brief* ens centrem, bàsicament, a analitzar aquests instruments estabilitzadors de la zona euro.

Un tercer nivell de propostes el constitueixen les destinades a crear mecanismes de mutualització del deute, en la línia dels eurobons. Encara que tracten de fer front, sobretot, als problemes de solvència que han afligit els deutes sobirans, sembla difícil avançar en aquesta línia sense que, paral·lelament, es produeixi un avenç real en el pressupost europeu (el deute "federal" finança el pressupost "federal", no el dels estats) i,

d'altra banda, la seva implementació pràctica podria tenir aspectes entrelaçats amb la del mecanisme d'estabilització.

Objectius i encaix conceptual

En els últims anys han aparegut nombroses propostes sobre el disseny d'un instrument que pugui dur a terme aquesta funció d'estabilització macroeconòmica en l'àmbit europeu. En primer lloc, cal citar a Van Rompuy *et al.* (2012) i Juncker *et al.* (2015), ja que es tracta d'iniciatives procedents de les mateixes institucions comunitàries. En el terreny de les propostes de caràcter acadèmic, cal citar Cotarelli (2012), Enderlein *et al.* (2012 i 2013), Wolff (2012), Allard *et al.* (2013), Bernoth i Engler (2013a i 2013b), Engler i Voigts (2013), Drèze i Durré (2013), Hacker (2013), Pisani-Ferry *et al.* (2013) i Schwarzer (2013). Per a una visió general, vegeu EuropeG (2012) i Castells (2014b). A continuació se subratllen algunes consideracions en relació amb les finalitats i amb el marc en què s'inscriuria aquest instrument.

- a)** L'instrument hauria de poder fer front als xocs asimètrics entre els diferents territoris, és a dir, hauria de ser capaç de discriminar entre les diferents fases del cicle entre territoris, i exercir un efecte expansiu en els que es trobessin en una fase recessiva del cicle, i un efecte contractiu en els que passessin per una fase expansiva.
- b)** L'instrument ha de ser inherentment neutral entre països. És a dir, els països són contribuents o receptors en funció de les fases del cicle per les quals passen i no del seu nivell de renda.
- c)** Això vol dir que el disseny d'aquest instrument hauria de tenir l'objectiu, d'alguna manera, de quintaessenciar la funció d'estabilitzador automàtic que duu a terme el pressupost federal. Per tant, la creació d'un pressupost federal seria una alternativa vàlida per donar resposta a la necessitat d'aquest instrument estabilitzador, però no n'és l'única. En realitat, el pressupost duu a terme múltiples funcions simultàniament i resulta impossible separar la funció estabilitzadora de la redistributiva, respecte de la qual hi ha un consens molt més limitat.
- d)** Una qüestió bàsica és si l'instrument estabilitzador ha de perseguir exclusivament aquest objectiu, o bé ha de tractar d'aconseguir-ne alhora uns altres (com seria el cas d'un pressupost comú

d'una grandària apreciable), i també si aquesta funció s'hauria d'acumular a algun dels mecanismes ja existents (per exemple, el MEDE –Mecanisme Europeu d'Estabilitat–, ESM per les sigles en anglès). En teoria, semblaria aconsellable concentrar la seva funció exclusivament en un objectiu estabilitzador, tot i que caldria tenir en compte els efectes creuats que es poguessin produir als països que fossin, alhora, receptors dels fons procedents d'aquest instrument i del MEDE.

e) En principi, el disseny d'aquest instrument hauria d'anar dirigit a fer front als xocs de demanda de caràcter asimètric, mentre que hi ha un ampli consens en què la política monetària és l'instrument estabilitzador idoni per fer front als xocs simètrics, és a dir, a aquells que es produeixen de manera sincronitzada en tots els països de la zona euro (Enderlein *et al.*, 2013: 13). No obstant això, aquest repartiment de papers és més que dubtós quan la política monetària es troba gairebé al límit del seu recorregut (quan es troba a la zona del *zero lower bound*), situació en la qual, com s'ha vist als Estats Units, la política fiscal també té un paper en l'impuls de polítiques expansives de demanda. Això significa que el disseny de l'instrument de caràcter estabilitzador que es pugui proposar per a la zona euro no hauria d'ignorar la comesa que li pogués correspondre per fer front també als xocs simètrics.

Alternatives bàsiques

En el moment de dissenyar aquest instrument estabilitzador de naturalesa fiscal, es poden considerar diverses alternatives (vegeu el quadre 1). D'acord amb Enderlein *et al.* (2013: 43 i s.), en prendrem en consideració sobretot tres.

a) Reforçar el pressupost de la zona euro (o de la UE)

Com ja s'ha indicat, el pressupost del govern central exerceix una funció estabilitzadora important entre els territoris d'una unió política (Von Hagen, 2007; Dullien i Schwarzer, 2009; Enderlein *et al.*, 2013; Pisani-Ferri *et al.*, 2013), funció que és més potent com més gran és la sensibilitat dels ingressos i les despeses públiques al cicle econòmic. No sorprèn, per tant, que hi hagi nombroses propostes que consideren que la millor manera de disposar d'aquest mecanisme estabilitzador seria potenciar un pressupost

comunitari (o de la zona euro) (Cotarelli, 2012; Wolff, 2012; Allard *et al.*, 2013; Engler i Voigts, 2013; Pisani-Ferry *et al.*, 2013; Grup Glienicker, 2013; Grup Eiffel, 2014; Grup Manifesto, 2014), finançat mitjançant recursos fiscals obtinguts directament.

La majoria d'aquestes propostes coincideixen en què una de les funcions bàsiques d'aquest pressupost (circumscrit a l'àrea euro) és precisament l'estabilitzadora i en què el seu finançament hauria de procedir de recursos impositius propis, preferentment d'un tribut altament sensible al cicle, com ara un impost "federal" de societats. També coincideixen que això seria possible amb un pressupost relativament modest (entre el 0,5% i l'1% del PIB).

No obstant això, la impressió generalitzada és que, en l'actualitat, les circumstàncies polítiques no han madurat prou per aconseguir un acord que permeti donar un salt qualitatiu en una línia, la de potenciar el pressupost, que implícitament suposaria acceptar, com a mínim, tres conseqüències que avui semblen lluny del consens que hi ha a la zona euro (Enderlein *et al.*, 2013: 44).

En primer lloc, l'establiment d'un impost comunitari (com seria el de societats); en segon lloc, la possibilitat que aquest pressupost incorri en dèficit i pugui recórrer a l'endeutament (possibilitat que és inherent a la funció d'estabilització), amb la consegüent creació d'un Tresor comú. I, en tercer lloc, i probablement la conseqüència més difícil d'acceptar políticament, la generació de fluxos no solament estabilitzadors, sinó també de caràcter redistributiu, que es produeixen automàticament quan un pressupost presta béns i serveis públics, atenent a les circumstàncies dels individus i els finança mitjançant impostos recaptats d'acord amb la seva capacitat fiscal.

b) Assegurança de desocupació europea

Diversos autors examinen l'alternativa de "centralitzar" una despesa summament sensible al cicle econòmic com és l'assegurança de desocupació (Wolff, 2012; Allard *et al.*, 2013; Fischer, 2013; Engler i Voigts, 2013; Bernoth i Engler, 2013a i 2013b; Pisani-Ferry *et al.*, 2013), i finançar-ho amb un impost també altament sensible, com podria ser el de societats. Aquest mecanisme, d'altra banda, hauria de tenir una fina-

Quadre 1. Característiques i propietats de quatre opcions d'estabilització

	Pressupost de la zona euro	Esquema de transferències automàtiques	Bons indexats al creixement del PIB	Quota de bons garantits
Principi	Rol d'estabilització automàtica del pressupost federal.	Transferències basades en l' <i>output gap</i> .	Parteix del deute emès en forma de bons indexats al creixement del PIB.	Dret d'emetre bons garantits conjuntament (diversos trams amb pèrdua creixent de sobirania).
Origen de l'estabilització	Transferències de renda per part dels socis.	Transferències de renda per part dels socis.	Transferència de riquesa per part dels titulars de bons (no residents).	Capacitat d'endeutament, mutualització del risc de <i>default</i> .
Avantatges	Pressupost veritable.	Maximitza el poder d'estabilització per a qualsevol nivell simètric de contribucions.	Reconeix el caràcter d'actiu de risc del deute públic.	Es basa en la lògica de Maastricht segons la qual l'estabilització es produeix a escala nacional.
Inconvenients	Dificultat d'arribar a un acord sobre béns públics de la zona euro. Equilibri pressupostari propens a la volatilitat. Gran varietat entre les preferències socials respecte de les partides pressupostàries federals que es proposen. Efectes d'incentius.	Es basa en hipòtesis tècniques sobre l' <i>output</i> potencial. Incertesa de les estimacions en temps real.	Instrument no provat. Elevat cost de finançament pels estats sobirans. Estabilització procedent només d'agents no residents.	Requereix els controvertits eurobons.

Font: Pisani-Ferry *et al.* (2013: 6), taula 1.

litat estrictament estabilitzadora, no redistributiva, per la qual cosa hauria de finançar únicament la despesa de la desocupació generada per l'impacte recessiu, però no la procedent de la desocupació estructural (Wolff, 2012: 8; Allard *et al.*, 2013: 19; Bernoth i Engler, 2013b). En conseqüència, no es tractaria de substituir els sistemes de desocupació nacionals, sinó de complementar-los amb un instrument europeu de caràcter homogeni (Enderlein *et al.*, 2013: 44-45; Bernoth i Engler, 2013b).

Aquesta alternativa tindria l'avantatge de l'automatisme i la rapidesa de reacció en termes d'impuls fiscal. No obstant això, les simulacions que s'han fet mostren que l'impacte estabilitzador seria només limitat i, sobretot, l'adopció d'una assegurança de desocupació comuna a la zona euro plantejaria problemes relativament complexos en diferents aspectes i exigiria dur a terme prèviament una harmonització seriosa dels mercats de treball (Wolff, 2012: 8-9; Allard *et al.*, 2013: 19). Aquesta harmonització requeriria un període de temps dilatat i no seria senzilla políticament, però sense

ella els països centrals difícilment estarien disposats a compartir riscos.

c) Fons de transferències (*rainy day fund*)

Aquestes dificultats comporten que la majoria de les propostes s'inclinin més per l'establiment d'un fons de transferències de caràcter estabilitzador (*rainy day fund*), destinat als països sotmesos a un xoc recessiu de caràcter asimètric. Les característiques i el disseny d'aquest instrument es tracten en un altre apartat d'aquest *Policy Brief*.

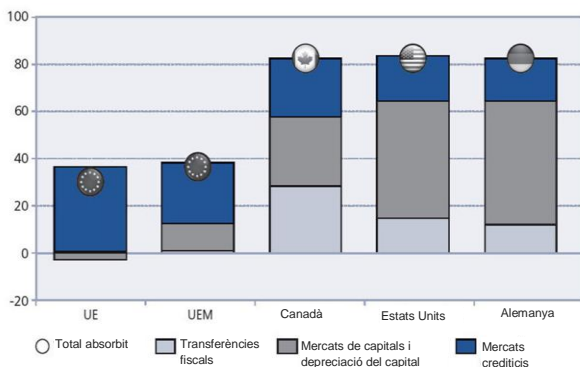
En essència, es tractaria d'un fons neutral entre països i de suma zero, i encara que les diferents propostes parteixen d'una concepció comuna, la concreció d'aquest fons suscita qüestions summament crítiques sobre diferents aspectes (com determinar la posició cíclica de cada país; el grau de condicionalitat dels recursos rebuts; determinar els països receptors i contribuents; la presa en consideració o no del cicle agregat de la zona euro), respecte a les quals les respostes poden ser molt diferents, segons la posició que s'adopti.

A més dels mecanismes de tipus fiscal, directament vinculats al pressupost del govern central (o govern comú), diversos autors han subratllat la importància de la funció estabilitzadora del sistema financer. Un sistema financer integrat atenua en bona part l'impacte dels xocs asimètrics, en facilitar l'accés al crèdit d'aquells territoris on un impacte contractiu asimètric (idiosincràtic) produeix una contracció temporal de la renda i l'estalvi.

En aquest sentit, Allard *et al.* (2013: 14-15) assenyalen que mentre que en federacions com els Estats Units, Canadà o la RFA, el paper dels estabilitzadors (en el seu conjunt, inclosos tant els financers com els de naturalesa fiscal) tendeix a esmoreir entorn d'un 80 % de l'impacte d'un xoc contractiu, a la Unió Europea aquest efecte és solament del 40 %. Això significa que mentre que una contracció d'un 1 % del PIB en un territori determinat d'una d'aquestes federacions es tradueix en una contracció del consum únicament del 0,2 %, aquesta contracció és del 0,6 %, tres vegades més, en un país de la UE que sofreixi un xoc asimètric equivalent.

Gràfic 1. Risc compartit (*risk-sharing*)

L'assegurament contra xocs de renda a la UEM es manté baix (percentatge de l'impacte del xoc sobre renda regional absorbit segons el canal)



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

Hi contribueix d'una manera apreciable, com s'ha assenyalat al llarg d'aquestes línies, el pressupost federal. Però es coneix menys el paper, encara més decisiu, que exerceix el sistema financer en aquesta funció amortidora o estabilitzadora. De fet, com indiquen les xifres proporcionades per Allard *et al.* (gràfic 1), el pes estabilitzador fonamental en les federacions recau en el mercat financer, i en concret en el mercat de capitals, mentre que a la UE i a la zona

euro, el seu paper és molt menys significatiu i el de les transferències fiscals, pràcticament irrellevant (sobre aquest punt, vegeu, també, Wolff, 2012: 3).

Per aquest motiu és imprescindible, també per raons d'estabilització, avançar cap a una autèntica integració financera i que la seva absència faci encara més necessaris altres instruments estabilitzadors (com els de naturalesa fiscal).

3. Les propostes de la UE per crear un instrument estabilitzador

Tant l'informe dels quatre presidents de desembre del 2012 (Van Rompuy *et al.*, 2012), com el recent informe dels cinc presidents de juny del 2015 (Juncker *et al.*, 2015), assumeixen la necessitat de crear un instrument fiscal de caràcter estabilitzador de la zona euro. Els dos fan seva aquesta idea, que apareix nítidament formulada en aquest últim, quan assenyalen que "encara que el grau en què les unions monetàries tenen instruments pressupostaris comuns difereix, totes les unions monetàries madures han posat en funcionament una funció d'estabilització macroeconòmica comuna, per afrontar millor els xocs que no poden ser gestionats solament en l'àmbit nacional" (Juncker *et al.*, 2015: 14).

Aquests informes tenen una importància destacable, ja que suposen un pronunciament explícit de les institucions de la UE, i perquè, considerats conjuntament, perfilen d'una manera força detallada quines haurien de ser les característiques fonamentals d'aquest instrument d'estabilització, alhora que identifiquen altres aspectes rellevants que s'haurien de concretar posteriorment.

Segons aquests informes, la concepció d'aquest instrument hauria de respondre a dues característiques bàsiques:

- i) Caràcter estabilitzador. El mecanisme creat (denominat *fiscal capacity* en l'informe Van Rompuy i "funció d'estabilització fiscal" en l'informe Juncker) té per objectiu absorbir els xocs asimètrics que es puguin produir entre els països de l'àrea euro. En conseqüència, el que determinaria la condició de contribuents o receptors seria la seva posició en el cicle econòmic.

L'informe Van Rompuy (2012: 10) destaca que aquest instrument és especialment necessari a la zona euro, perquè els mecanismes d'ajust a través

del mercat són menys eficaços, a causa de la insuficient integració, tant dels mercats laborals com dels financers.

ii) Complementarietat/condicionalitat amb les reformes estructurals. Tots dos informes subratllen la complementarietat que hi ha d'haver entre aquest mecanisme d'estabilització de caràcter macroeconòmic de naturalesa fiscal i les reformes estructurals, i mostren una especial preocupació perquè la seva implantació no suposi una relaxació en aquest últim terreny, fonamental per assegurar una convergència real entre els països de la zona euro.

La necessitat de crear un instrument estabilitzador que pugui esmoreir les diferències en la intensitat dels xocs de caràcter cíclic entre els països de la zona euro compta, doncs, no només amb un ampli consens acadèmic i entre els experts, sinó amb el reconeixement i el compromís d'avançar en aquesta direcció per part de les pròpies institucions de la Unió. Dels diferents elements que haurien de permetre avançar cap a la constitució d'una unió fiscal, aquest és, sens dubte, en el que s'ha avançat més.

A la pràctica, però, el progrés cap a aquest objectiu encara és insuficient i no sembla que aconseguir-ho en un termini raonable formi part de les prioritats immediates de l'agenda de la zona euro. En realitat, l'informe dels cinc presidents del 2015 significa un pas enrere, tant en l'ambició dels objectius com en el calendari per aconseguir-los, respecte al que van signar els quatre presidents el 2012.

Significativament, i pel que fa al termini, mentre que l'informe del 2012 (Van Rompuy, 2012: 9, 18) considerava que a partir del 2015 caldria entrar en la tercera etapa (que incloïa el desenvolupament d'aquest instrument de caràcter estabilitzador), en l'últim informe es considera que es tracta d'un objectiu a llarg termini, en qualsevol cas, abans del 2026 (Juncker, 2015: 14, 21).

Quant al contingut també era més ambiciós l'informe del 2012, com ho demostra el fet que arribava a concretar quines podrien ser les diferents alternatives que calia tenir en compte en el moment de dissenyar aquest instrument. Sobretot, examinava dues opcions bàsiques de disseny (fons de transferències entre països, tipus *rainy day fund*, o assegurança de desocupació de la zona euro) (Van Rompuy, 2012: 11), preveia la possibilitat d'establir un recurs impositiu

propi de la zona euro per al seu finançament (Van Rompuy, 2012: 12), i obria la possibilitat que la *fiscal capacity* pogués recórrer a l'endeutament, sense que això suposés una manera de mutualitzar el deute, amb la consegüent creació d'un Tresor de la zona euro (Van Rompuy, 2012: 12), punt que es planteja també en l'informe dels cinc presidents del 2015 (Juncker, 2015: 18).

Ara bé, on es produeix un canvi d'èmfasi fonamental entre els dos informes és respecte a supeditar qualsevol avenç en la creació d'un instrument fiscal de caràcter estabilitzador fins aconseguir prèviament un grau molt significatiu de convergència econòmica. L'informe dels quatre presidents del 2012 considerava que calia avançar en paral·lel en les reformes que permetessin aquesta convergència (Van Rompuy, 2012: 9) i la creació d'aquest instrument fiscal estabilitzador, i per això preveia la possibilitat d'establir algun tipus de condicionalitat, de manera que per participar en aquest últim es requerís complir els programes de reformes estructurals acordats (Van Rompuy, 2012: 10).

En canvi, el recent informe dels cinc presidents és ple de cauteles i prevencions en l'avenç cap a la implementació d'aquest instrument fiscal i estableix una clara supeditació a aconseguir abans més convergència econòmica. Encara que no dubta a assenyalar que "seria important crear a llarg termini una funció fiscal estabilitzadora a l'àrea euro", també adverteix que "aquest pas hauria de ser la culminació d'un procés que requereix, com a precondition, un grau significatiu de convergència econòmica, integració financera i més coordinació i *pooling* de les preses de decisió sobre els pressupostos nacionals" (Juncker, 2015: 14).

En resum, i d'acord amb aquests dos informes, els principis rectors per dissenyar aquest instrument estabilitzador es podrien concretar en els punts següents (Van Rompuy, 2012: 12; Juncker, 2015: 15) (quadre 2):

- No produir transferències permanents o unidireccionals entre països.
- No afeblir els incentius per dur a terme reformes estructurals.
- Que es pugui implementar en el marc i les institucions de la Unió (és a dir, que no s'hagin de fer canvis en els tractats).

Quadre 2. Opcions i principis rectors d'una funció d'estabilització de la zona euro

Serà important garantir que el disseny d'aquesta funció d'estabilització es basi en els principis rectors següents:

- No hauria de donar lloc a transferències permanents entre països o a transferències en una sola direcció únicament, de manera que la convergència cap a la Unió Econòmica és una condició prèvia per a la participació. Tampoc hauria de concebre's com una manera d'igualar els ingressos entre els estats membres.
- Tampoc hauria de minar els incentius per elaborar una política pressupostària sana en l'àmbit nacional ni els incentius per esmenar les deficiències estructurals nacionals. Per tant, i amb la finalitat d'evitar els risc moral, hauria d'estar estretament relacionada amb el compliment del marc de governança general de la UE i l'avanç de la convergència cap a les normes comunes descrites a la secció 2 [de l'informe Juncker].
- Hauria de desenvolupar-se en el marc de la Unió Europea. Així se'n garantiria la coherència amb el marc fiscal vigent de la UE i amb els procediments de coordinació de les polítiques econòmiques. Hauria de ser obert i transparent respecte de tots els estats membres de la UE.
- No hauria de ser un instrument de gestió de crisis. El Mecanisme Europeu d'Estabilitat (MEDE) ja duu a terme aquesta funció. Contràriament, la seva funció hauria de ser millorar la capacitat de resistència econòmica general de la UEM i dels diversos països de la zona del euro. Contribuiria així a prevenir les crisis i faria menys probables les futures intervencions del MEDE.

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

- Que no sigui un mecanisme addicional per resoldre crisis, sinó més aviat un complement del MEDE.

4. Disseny d'un fons de transferències de caràcter estabilitzador

Com s'ha indicat en un apartat anterior, en els últims anys s'han formulat nombroses propostes sobre el disseny d'aquest mecanisme europeu de caràcter estabilitzador. D'altra banda, els informes dels presidents fixen els límits del terreny de joc institucional, és a dir, d'allò que, més enllà de les consideracions teòriques, és o no és possible, fins i tot en una formulació extremament ambiciosa com era, sens dubte, el primer d'aquests informes.

A la pràctica, d'entre les diferents alternatives possibles, la que s'ha configurat com a més realista és la creació d'un fons de transferències de caràcter estabilitzador, l'anomenat *rainy day fund*. Això no significa que, ni tan sols en aquest camp, s'hagin fet progressos significatius. Com s'ha subratllat, l'informe dels cinc presidents de juny del 2015 demostra que encara queda un llarg camí per recórrer abans no es creï aquest mecanisme. Però és raonable pensar que la creació d'un fons de transferències seria probablement l'opció més realista, i aquesta és l'alternativa sobre la qual se centra aquest apartat.

Característiques bàsiques del fons

Encara que la idea té un llarg recorregut [Bernoth i Engler, (2013a: 4) es remunten a Kenen (1969) i Delors (1989)], la proposta d'un *Cyclical Stabilisation Insurance Fund*, formulada per Enderlein *et al.* (Grup Tomasso Padoa-Schioppa) el 2012, és probablement, en l'estadi actual, la que marca la línia que cal seguir per dissenyar aquest instrument. En essència, es tractaria de crear un fons de transferències de caràcter estabilitzador destinat als països sotmesos a un xoc recessiu de caràcter asimètric. Alhora, aquest fons es finançaria amb les contribucions dels països que es trobessin en una situació favorable en relació amb el cicle. Les dues característiques fonamentals d'aquest fons són la neutralitat entre països i l'equilibri financer (suma zero).

Es tractaria, per tant, d'un fons de suma zero, ja que el conjunt de les contribucions positives (per part dels països que passessin per una situació cíclica més favorable que la mitjana) seria equivalent a la suma de les quantitats rebudes pels països receptors (els que patissin el xoc recessiu asimètric).

També seria un fons neutral entre països, ja que la condició de contribuents i receptors del fons no vindria determinada pel nivell absolut del PIB per capita dels diferents països, sinó per la seva posició relativa en el cicle econòmic. És a dir, al llarg del cicle tots els països haurien de tenir potencialment les mateixes possi-

bilitats de rebre transferències positives o negatives, independentment del seu nivell de renda relatiu respecte a la mitjana de la zona euro. La idea que aquest instrument no hauria de donar lloc a pagaments permanents entre països constitueix una peça central en el seu disseny i és present en totes les propostes que s'han fet (vegeu, per exemple, Engler i Voigts, 2013: 29; Bernoth i Engler, 2013a: 4).

Les simulacions fetes per les diferents propostes indiquen, d'altra banda, que un fons d'aquestes característiques, d'una magnitud com la que s'ha indicat en un punt anterior (al voltant d'un 1 % del PIB), podria exercir un paper amortidor relativament important en l'absorció dels xocs de demanda (vegeu, especialment, Enderlein *et al.*, 2013: 48 i s.).

Punts crítics per al disseny del fons de transferències

i) Equilibri financer anual o al llarg del cicle

Seguint la línia que van apuntar el 2012, Enderlein *et al.* (2013) desenvolupen la proposta d'un instrument d'estabilització, que denominen *Cyclical Shock Insurance* (vegeu el requadre 1 per a una anàlisi detallada d'aquesta formulació). El fons tractaria de compensar una part de la diferència existent entre la posició cíclica d'un país i la del conjunt de la zona euro. Un país rebria o aportaria recursos al fons, segons que la diferència entre el seu PIB real i el seu PIB potencial fos major o menor, respectivament, que la del conjunt de la zona euro. Si un país es trobés en una fase recessiva (entenen per fase recessiva un output real per sota del potencial), però aquesta recessió fos menor que la del conjunt de la zona euro, aquest país hauria de contribuir al fons. I, a l'inrevés, si un país es trobés en una fase expansiva (output real per sobre de l'output potencial), però en proporció inferior a la del conjunt de la zona euro, aquest país rebria una aportació del fons.

Aquesta formulació pren en consideració l'*output gap* relatiu, respecte al de la mitjana de la zona euro, i no l'absolut, per complir amb la condició que el fons estigui equilibrat financerament (suma zero) cada any. Tanmateix, això produeix un clar efecte procíclic en relació amb xocs simètrics que poguessin afectar el conjunt de l'economia de l'eurozona.

Així, la condició que el fons complís cada any el requisit de suma zero tindria dos tipus d'efectes negatius relativament importants. D'una banda, podria comportar que països que passessin per una recessió haguessin d'augmentar els seus impostos o endeutar-se, no per estimular la seva economia, sinó per tractar d'estimular la d'altres països que estiguessin passant per una recessió encara més acusada. D'altra banda, aquest instrument no podria exercir cap funció estabilitzadora de forma agregada per fer front als xocs simètrics que afectessin de forma similar tots els països d'aquesta zona. Es podria argumentar, certament, que, a l'àrea euro, l'instrument adequat per exercir aquesta funció és la política monetària. Però en un apartat anterior ja s'han subratllat les limitacions d'aquest instrument en zones properes als tipus d'interès zero (el *lower zero bound*) i, d'altra banda, la revisió de la teoria dels multiplicadors i l'experiència d'altres països ens parlen de l'eficàcia de la política fiscal com a instrument d'estabilització en la fase recessiva del cicle econòmic.

Per aquesta raó, semblaria raonable reformular el disseny d'aquest fons i substituir la condició d'equilibri anual per la d'equilibri al llarg del cicle, el que suposa determinar les transferències en funció de la desviació absoluta (i no relativa) de l'output real respecte de l'output potencial (vegeu el requadre 1 per a la formulació concreta). Amb això, el mecanisme estabilitzador exerciria un paper amortidor també per als xocs simètrics i, a més, estaria en equilibri (suma zero), però al llarg del cicle. Així, no solament es tindrien en compte les posicions relatives de cada país respecte a la mitjana, sinó també la posició global respecte a la fase del cicle del conjunt de l'economia de la zona euro.

ii) Determinació de la posició cíclica

Una qüestió important a l'hora de calibrar l'eficàcia i la sensibilitat del mecanisme d'estabilització és com calcular la posició cíclica de cada país. En definitiva, aquesta és la variable que determinarà el signe i la quantia de les transferències corresponents a cadascun. Normalment, l'opció escollida, tant per la UE com per l'FMI, així com per la majoria d'estudis als quals s'ha fet referència, i, especialment, per Enderlein *et al.* (2013), és el *gap* entre el PIB potencial i el PIB real.

Requadre 1. Equilibri financer anual o al llarg del cicle

Seguint la línia apuntada el 2012, Enderlein *et al.* (2013) desenvolupen la proposta d'un instrument d'estabilització, que denominen *Cyclical Shock Insurance*. D'acord amb aquest instrument, les transferències anuals (positives o negatives) corresponents a cada país respondrien a la fórmula següent:

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

On y és el PIB real i y^* el potencial; els subíndexs i i EZ es refereixen a cada país i a l'eurozona, respectivament; a és el paràmetre de reducció o de convergència (és a dir, el percentatge de la diferència entre el *gap* del país i el de l'eurozona entre PIB real i PIB potencial que s'hauria de compensar a través del mecanisme; en el seu escenari base, Enderlein *et al.*, 2013: 21 consideren $a = 0,5$) i T la quantitat a rebre (si el resultat és positiu) o aportar (si és negatiu) per cada país.

El fons tractaria de compensar, doncs, una part del diferencial existent entre la posició cíclica d'un país i la del conjunt de la zona euro. Un país rebria o aportaria recursos al fons, segons que el diferencial entre el seu PIB real i el seu PIB potencial fos més gran o més petita, respectivament, que la del conjunt de la zona euro. Si un país es trobés en una fase recessiva (entenen com a tal un output real per sota del potencial), però aquesta recessió fos menor que la del conjunt de la zona euro, aquest país hauria de contribuir al fons. I a l'inrevés, si un país tingués un output real per sobre del seu output potencial, però en proporció inferior a la del conjunt de la zona euro, aquest país rebria una aportació del fons.

En realitat, mitjançant una senzilla transformació la fórmula [1] es pot expressar de la manera següent:

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

És a dir, la quantitat aportada o rebuda per cada país s'obté a partir de la diferència entre el PIB real de cada país i una magnitud a la qual podem anomenar el seu PIB potencial "normalitzat" ($y_i^* \times (y_{EZ} / y_{EZ}^*)$), que es calcula segons quin sigui el *gap* entre el PIB real i el PIB potencial del conjunt de l'eurozona. Si aquesta magnitud creix per sobre del seu potencial, llavors tots els PIB potencials dels països membres s'haurien de corregir a l'alça, i a l'inrevés en cas que el conjunt de l'eurozona creixés per sota del seu potencial.

Enderlein *et al.* (2013) es veuen obligats a introduir aquesta formulació per complir amb la condició que el fons estigui equilibrat financerament (suma zero) cada any (en efecte, de [2] es desprèn directament que $\sum T_i = 0$, ja que $\sum y_i^* = y_{EZ}^*$ i $\sum y_i = y_{EZ}$). No obstant això, tal com està definida, és clar que aquesta variable té un clar caràcter procíclic en relació amb els xocs simètrics que puguin afectar el conjunt de l'economia de l'eurozona. Quan el PIB de l'eurozona es trobés per sota del seu potencial, les quantitats rebudes pels països receptors quedarien automàticament deflactades i les aportades pels països contribuents incrementades, amb relació a les que haurien rebut o aportat si en lloc d'utilitzar aquest PIB potencial "normalitzat" s'hagués emprat directament el PIB potencial. I passaria el contrari en les fases expansives, és a dir, quan el PIB real superés el potencial del conjunt de l'eurozona. A més, aquesta formulació obre perfectament la porta a la possibilitat que països que estiguessin passant per una fase recessiva del cicle econòmic (considerant un PIB real inferior al potencial) haguessin de fer aportacions al fons. Això passaria, concretament, sempre que el PIB real fos inferior al potencial, però major que el "normalitzat" (és a dir, en l'interval definit per $y_i^* > y_i > y_i^* \times (y_{EZ} / y_{EZ}^*)$). És a dir, el funcionament del mecanisme tindria un impacte contractiu, i no expansiu com seria recomanable, sobre la seva economia.

De manera que la condició que el fons complís cada any el requisit de suma zero tindria dos tipus d'efectes negatius relativament importants. D'una banda, podria conduir al fet que països que estiguessin passant per una recessió haguessin d'augmentar els seus impostos o endeutar-se, no per estimular la seva economia, sinó per tractar d'estimular la d'altres països que estiguessin passant per una recessió encara més acusada, la qual cosa sembla difícilment raonable. Com indiquen Pisani-Ferry *et al.* (2013: 5), "els països en recessió haurien d'endeutar-se per proveir assistència a països en una recessió encara pitjor". D'altra banda, en estar equilibrat anualment, independentment de quina pogués ser la fase del cicle per la qual passés la zona euro en el seu conjunt, aquest instrument no podria exercir cap funció estabilitzadora de forma agregada, per fer front als xocs simètrics que afectessin de manera similar tots els països d'aquesta zona.

Per aquesta raó semblaria raonable reformular el disseny d'aquest fons, i substituir la condició d'equilibri anual per la d'equilibri al llarg del cicle. Això suposa determinar les transferències en funció de la desviació absoluta (i no relativa) de l'output real respecte de l'output potencial. En la mateixa línia, en l'esquema de Pisani-Ferry *et al.* (2013: 5), "les transferències es basen en les desviacions absolutes (no relatives) respecte de l'output potencial". És a dir, caldria substituir

l'output potencial "normalitzat" per l'output potencial. D'aquesta manera, les quantitats rebudes o aportades es calcularien segons la fórmula:

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

Anualment, el fons tindria un valor total agregat positiu o negatiu, segons la fase del cicle. Positiu quan el PIB real estigués per sota del PIB potencial i negatiu en cas contrari. La quantitat total seria:

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

Aquest import dependria, per tant, de dos factors: el *gap* entre PIB potencial i PIB real de la zona euro i del valor que es decidís establir per al paràmetre de reducció (*a*). Amb aquesta formulació, el mecanisme estabilitzador exerciria un paper amortidor dels xocs simètrics i, a més, estaria en equilibri (suma zero), però al llarg del cicle: s'hauria d'endeutar en els moments de recessió (en què la suma agregada de les transferències seria negativa) i estaria en condicions de retornar el deute en la fase favorable del cicle (en què seria positiva). Al llarg del cicle ($t = 1 \dots T$), es compliria, en efecte, que $\sum_{i=1}^T \sum T_{it} = 0$, ja que, per convenció, suposem que $\sum y_{EZt}^* = \sum y_{EZt}$ (òbviament, si això no succeís, caldria tornar a estimar el PIB potencial perquè es complís aquesta condició). Segons Pisani-Ferry *et al.* (2013: 5), "Una manera natural de pagar el deute en el qual s'incorri en les recessions seria extreure pagaments dels països amb un output per sobre del potencial en els bons temps". Així, no solament es tindrien en compte les posicions relatives de cada país respecte a la mitjana a cada moment, sinó també la posició global respecte a la fase del cicle del conjunt de l'economia de la zona euro. Encara que no concreten gaire la seva proposta, també semblen estar en aquesta línia Allard *et al.* (2013: 19), quan indiquen que "el fons hauria de rebre aportacions dels membres de l'àrea euro de forma permanent [en les èpoques bones i en les dolentes] i fer transferències als països quan aquests experimentessin xocs negatius".

No obstant això, la realitat és que si bé aquest concepte pot semblar clar en termes econòmics, calcular-lo és complex, les estimacions resulten poc fiables i estan sotmeses a revisions constants.

De fet, les estimacions de l'output potencial obtingudes són altament decebedores. Normalment, suposen una clara subvaloració del PIB potencial, la magnitud del qual s'engrandeix a mesura que es fan successives revisions *ex post*. Això no solament significa que les previsions del PIB potencial solen estar equivocades de forma significativa, sinó també que els càlculs efectuats *ex post* del PIB potencial d'un any determinat han de ser corregits successivament de forma apreciable.

En el requadre 2 s'ofereixen algunes dades destacables respecte a aquest punt. Per exemple, les estimacions efectuades l'octubre del 2014 del PIB potencial de la mitjana de països de la zona euro durant el període 2010-2014, van obligar a revisar en més de mig punt les fetes solament un any i mig abans (abril del 2013). I, per descomptat, la correcció s'engrandeix com més separades són les estimacions.

En definitiva, el procediment que s'empra per determinar l'output potencial presenta debilitats massa severes per fer-hi recaure el càlcul d'una variable tan decisiva en termes de política econòmica. Per això resultaria aconsellable examinar opcions alternatives per establir la posició cíclica de cada país, és a dir, per aïllar el component cíclic del component tendencial (o estructural) en el càlcul del PIB o d'altres variables (com el dèficit públic).

Aquestes opcions, que s'haurien de basar necessàriament en una aproximació estadística, haurien de determinar el comportament tendencial del PIB de cada país al llarg del temps i, a partir d'aquest, calcular la seva posició cíclica. La fórmula emprada hauria de ser senzilla i no manipulable, encara que fos en detriment de la seva sofisticació analítica. Les dades del requadre 2 indiquen que hi ha una alta correlació entre, d'una banda, el creixement del PIB d'un any determinat respecte a la mitjana al llarg d'un període de temps dilatat (que és una mesura molt elemental del seu comportament tendencial) i, d'altra banda, l'*output gap* d'aquest mateix país. És a dir, la taxa de creixement del PIB en un any determinat en relació amb la seva taxa

mitjana durant un període prou llarg (16 anys, en aquest cas) és un bon predictor de l'*output gap* d'un país. Tan bo, probablement, com l'estimació en temps real de l'output potencial.

iii) Condicionalitat dels recursos rebuts i accés al mecanisme

Un punt important és si els recursos procedents del fons de transferències de caràcter estabilitzador haurien de quedar afectats a finalitats de despesa concretes o bé els haurien de poder utilitzar lliurement els països receptors. Òbviament, aquesta qüestió no es plantejaria en el cas que l'opció triada no hagués estat la d'un *rainy day fund*, sinó alguna de les altres alternatives bàsiques considerades en l'apartat 2, és a dir, el reforçament del pressupost comunitari o la creació d'una assegurança de desocupació per a la zona euro, ja que en aquests dos casos les despeses les faria directament el mateix mecanisme estabilitzador.

En discutir aquest aspecte, s'entrecreuen diverses qüestions. L'argument fonamental que cal tenir en compte hauria de ser, evidentment, quina alternativa és més congruent amb el caràcter estabilitzador del fons, és a dir, garanteix millor que els recursos rebuts es destinaran a les finalitats que tinguin un efecte multiplicador més elevat. El punt crucial és si això ho poden decidir amb més encert les institucions europees (en aquest cas, les responsables del fons de transferències) o les autoritats del propi país. En contra d'aquesta segona possibilitat, hi ha arguments de risc moral (el país podria destinar els recursos a les activitats

més rendibles políticament, encara que no fossin les que tinguessin més impacte contracíclic) i el fet cert que, en totes les unions fiscals, el govern central disposa de poderosos instruments estabilitzadors que gestiona directament.

En el cas que s'optés per aquesta alternativa, s'hauria de determinar a quin tipus de finalitats caldria condicionar (*earmark*) l'ús d'aquests recursos, tenint molt present que aquest instrument té un propòsit estabilitzador i no estructural. És per aquesta raó que cal tenir en compte la proposta d'Enderlein *et al.* (2013: 36-37) de destinar aquestes transferències a reduir les cotitzacions a la seguretat social (tant la quota empresarial com la dels treballadors). Encara que és cert que, com aquests mateixos autors admeten, l'impacte multiplicador és més gran amb augments de la despesa que amb reduccions d'impostos; en aquest cas, la immediatesa dels efectes sobre l'economia i l'alta sensibilitat al cicle podrien fer que aquesta opció fos especialment atractiva.

En canvi, com s'ha indicat abans, cal evitar la confusió entre aquest instrument estabilitzador i els que tracten de promoure les reformes estructurals i, amb elles, la convergència econòmica entre els estats membres de la UE. L'objectiu del fons de transferències no és promoure la convergència en termes de renda per capita i nivell de vida, sinó que té un caràcter estabilitzador (Bernoth i Engler, 2013a: 4), com d'altra banda ha subratllat la Comissió Europea (CE, 2012 i 2013).

Requadre 2. Determinació de la posició cíclica a partir de l'output potencial

Un punt decisiu, a l'hora de calibrar l'eficàcia i la sensibilitat del mecanisme d'estabilització, és com determinar la posició cíclica de cada país. La mesura més usada, tant per la UE com per l'FMI, és el *gap* entre el PIB potencial i el PIB real. Aquesta és també l'opció emprada per la majoria d'estudis als quals s'ha fet referència i, especialment, per Enderlein *et al.* (2013), encara que cal subratllar que l'informe dels quatre presidents de desembre de 2012 no conté una recomanació explícita en aquest sentit, sinó que es refereix, de forma més genèrica, al fet que les transferències "fluctuarien d'acord amb la posició de cada país sobre el cicle econòmic" (Van Rompuy, 2012: 11).

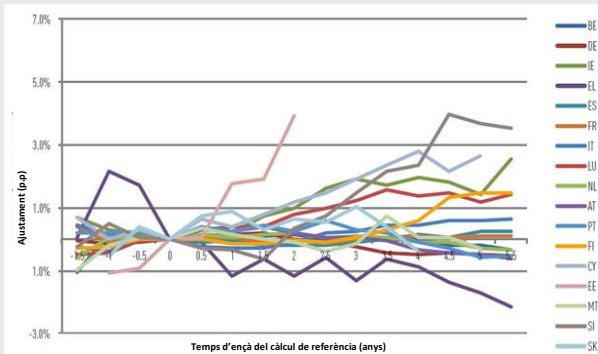
Malgrat això, tot i que aquesta sigui la mesura més utilitzada, la realitat és que l'estimació del PIB potencial resulta una tasca altament elusiva. Si bé el concepte pot semblar clar en termes econòmics, el càlcul és complex i les estimacions resulten poc fiables, i, de fet, estan sotmeses a revisions constants, com reconeixen nombrosos autors (Enderlein *et al.*, 2013: 26; Bernoth i Engler, 2013a: 6; Wolff, 2015: 2). Per exemple, quan tracten de simular l'efecte de la seva proposta de fons de transferències, Enderlein *et al.* (2013: 53) admeten que els resultats resulten particularment vulnerables per la falta de fiabilitat de les estimacions de l'output potencial.

Aquests autors recorden que l'output potencial es pot determinar adoptant una aproximació estadística o segons una aproximació estructural (Enderlein *et al.*, 2013: 26-28). Utilitzant mètodes purament estadístics, s'emprarien sèries

temporals per calcular la senda tendencial del PIB a llarg termini, que s'identifica com el PIB potencial (és a dir, el PIB tendencial al llarg del cicle). No obstant això, aquest no és el procediment adoptat per la UE (segons va decidir el Consell de l'Ecofin el 2002), que empra el mètode estructural. En essència, el PIB potencial es determina a partir d'una funció de producció Cobb-Douglas, la qual cosa suposa dur a terme estimacions molt arriscades d'alguns paràmetres i variables decisius, com la productivitat total dels factors (que, al seu torn, requereix calcular la productivitat potencial i les desviacions respecte d'aquesta) o l'estoc de capital. Com assenyalen Enderlein *et al.* (2013: 27), "el mètode estructural [suposa] assumir algun tipus d'estructura econòmica subjacent, normalment un model macroeconòmic basat en fonaments microeconòmics".

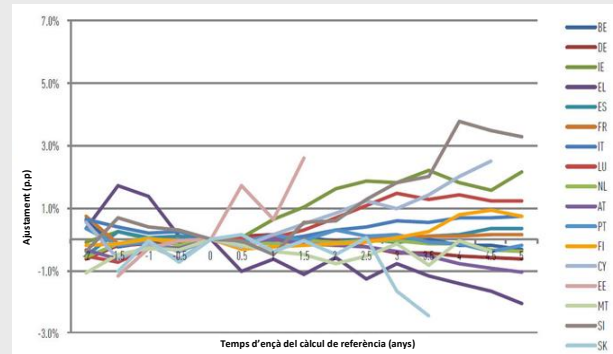
Des del 2013, la UE calcula el *gap* respecte de l'output potencial tres vegades l'any (abans ho feia dues vegades). No obstant això, si l'estimació *ex post* ja resulta aventurada, les previsions encara són més complexes i incertes. I, de fet, els resultats indiquen que l'encert d'aquestes estimacions és bastant decebedor. Normalment, hi ha una clara subvaloració del *gap* respecte del PIB potencial, la importància del qual augmenta amb successives estimacions *ex post*. És a dir, a mesura que es van realitzant successives estimacions de l'output potencial d'un any determinat, cada vegada més allunyades en el temps, s'engrandeix el diferencial respecte del PIB real de l'any en qüestió (gràfics A i B), amb percentatges de desviació que, en termes relatius, poden arribar al 3 %.

Gràfic A. Mitjana dels ajustaments efectuats al llarg del període 2002-2012 de les estimacions de l'output gap relatiu realitzades la tardor precedent a l'any estimat



Font: Enderlein *et al.* (2013: 66), figura 7a i 7b.

Gràfic B. Mitjana dels ajustaments efectuats al llarg del període 2002-2012 de les estimacions de l'output gap relatiu realitzades la primavera de l'any estimat



El quadre A il·lustra molt bé aquest aspecte. En solament un any i mig (entre les estimacions d'abril del 2013 i les d'octubre del 2014), els ajustos realitzats *ex post* sobre les estimacions dels *output gap* dels anys 2010 a 2014 van comportar la modificació en més de mig punt del PIB (0,582) per a la mitjana de la zona euro. La de l'any 2013 es va modificar en 0,663 punts i la del 2014 (encara que en aquest cas el càlcul era, en part, una previsió), en més de 0,8 punts. A França, la desviació anual mitjana durant aquest període és de gairebé un punt i mig a l'alça. És a dir, a mesura que es van revisar *ex post* les estimacions de l'output potencial, en solament un any i mig (entre l'abril del 2013 i l'octubre del 2014) es va incrementar en 1,5 punts anuals el creixement del PIB calculat per a aquest país.

Quadre A. Ajustaments successius de l'output gap (diferència entre l'estimació d'octubre de 2014 i la d'abril de 2013, p.p.)

País	2010	2011	2012	2013	2014	Mitjana ¹
Àustria	0,086	0,306	0,457	0,023	-0,561	0,287
Bèlgica	0,013	-0,233	-0,323	-0,465	-0,799	0,367
Estònia	-1,270	-1,327	0,421	0,267	-1,036	0,864
Finlàndia	0,015	0,519	0,117	-0,895	-1,451	0,599
França	1,718	1,740	1,623	1,591	0,768	1,488
Alemanya	-0,312	0,049	0,178	-0,030	-0,287	0,171
Grècia	-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
Itàlia	0,304	0,500	0,586	0,299	-0,340	0,406
Luxemburg	-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
Països Baixos	-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
Eslovàquia	0,990	0,276	-0,115	-0,364	-0,842	0,517
Eslovènia	-0,156	-0,061	-0,091	1,101	1,364	0,555
Espanya	-0,017	-0,252	-0,423	-0,523	-0,789	0,401
Mitjana¹	0,424	0,425	0,587	0,663	0,812	0,582

(¹) Mitjana dels valors absoluts sense ponderar.

Font: FMI, *World Economic Outlook Database* (abril 2013 i octubre 2014).

Quadre B. Creixement del PIB i output gap^{a,b}

Variable dependent	Terme constant	Coeficient de regressió			R ²	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 parèntesis figura el valor de l'estadístic 't' corresponent al paràmetre estimat.
(*) Significatiu en un 95 %. (**) Significatiu en un 99 %.
(b) Descripció de les variables utilitzades:
Y1 Desviació estàndard de l'output gap - mitjana país (17) X1 Desviació estàndard del % ΔPIB - mitjana país (17)
Y2 Mitjana EZ output gap (16) X2 Mitjana EZ % ΔPIB (16)
Y3 Output gap (269) X3 % ΔPIB - mitjana del país (269)
Y4 Output gap - Mitjana del país (269)

Els mateixos Enderlein *et al.* (2013: 29) admeten que els resultats “qüestionen la utilitat de l'*output gap* com a indicador de política econòmica”, encara que, malgrat això, consideren que seria un error descartar-ho com el més apropiat per determinar la posició cíclica d'un país, i aquest és, en efecte, el que empenen en la seva proposta.

No obstant això, la quantitat i la rellevància dels punts febles que presenta aquest indicador, tant en el terreny dels fonaments analítics com en el de la contrastació empírica, són massa elevats perquè no resulti necessari examinar la possibilitat d'explorar opcions alternatives. La realitat és que els desenvolupaments teòrics i experimentals sobre la determinació de l'*output* potencial i de l'*output gap* es troben encara en un estadi massa incipient, la qual cosa aconsella no fer-hi recaure decisions que tenen un impacte de primera magnitud. Es tracta, sens dubte, d'una línia d'anàlisi prometedora i que en el futur podrà ajudar a formular millor els objectius i els instruments de política econòmica, però que en aquests moments no és prou madura per fer-ho.

Per aquesta raó, per determinar la posició cíclica de cada país seria convenient examinar opcions alternatives, que s'haurien de basar necessàriament en una aproximació estadística. La fórmula emprada hauria de ser senzilla (és a dir, fàcilment comprensible) i no manipulable, encara que això fos en detriment d'una certa sofisticació analítica. Una possibilitat elemental, que reuniria aquestes condicions, consistiria a calcular la senda de creixement tendencial de cada país al llarg del cicle i considerar la seva posició relativa a cada moment. És a dir, les transferències anuals (positives o negatives) corresponents a cada país respondrien ara a la fórmula:

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

On y' és el PIB calculat d'acord amb el seu comportament tendencial. Aquesta aproximació ajustaria la posició cíclica de cada país al comportament tendencial del seu PIB, la qual cosa suposa que seria sensible als desplaçaments que es poguessin produir a mitjà i a llarg termini. A més, asseguraria també la condició de neutralitat entre països i d'equilibri financer al llarg del cicle. És a dir, al llarg del cicle, en cadascun dels països i es compliria que $\sum_i^T \sum T_{it} = 0$, ja que $\sum_i^T \sum y'_{it} = \sum_i^T \sum y_{it}$. Un cas elemental seria considerar que el PIB potencial és el corresponent a una taxa anual de creixement constant al llarg del cicle. És a dir, $y'_{it} = y'_{i0} (1 + g')^t$, on $g' = (\prod_i^T (1 + g_i))^{1/T}$.

En qualsevol cas, semblaria recomanable utilitzar una variable menys conflictiva que l'*output gap* en el seu estadi actual de desenvolupament, sense que això suposés alterar gaire les posicions cícliques de cada país. El quadre B mostra precisament l'elevada correlació que hi ha entre les dues variables a les quals ens referim, la taxa de creixement del PIB d'un país en relació amb la seva taxa mitjana al llarg del cicle i l'*output gap* d'aquest mateix país. En concret, el quadre presenta els resultats obtinguts en fer quatre tipus d'ajustos entre aquestes dues variables durant el període 1999-2014. En primer lloc, entre les desviacions estàndard del creixement del PIB i de l'*output gap* dels diferents països respecte a la mitjana del país; en segon lloc, entre les mitjanes de creixement del PIB i de l'*output gap* del conjunt de l'eurozona; en tercer i quart lloc, entre el creixement del PIB respecte a la mitjana del país (com a variable independent) i l'*output gap* del país i l'*output gap* en relació amb la mitjana del país, respectivament, com a variables independents. Tots aquests ajustos mostren una relació positiva i altament significativa entre les dues variables. És a dir, la taxa de creixement del PIB en un any determinat en relació amb la seva taxa mitjana durant un període suficientment llarg (16 anys, en aquest cas) és un bon predictor de l'*output gap* d'un país. Millor, probablement, que l'estimació en temps real de l'*output* potencial.

A més, si la condicionalitat s'establís en aquests termes, haurien de quedar exclosos els països que no tenen problemes de convergència, però que els podrien tenir en termes d'estabilització, o s'haurien d'establir condicions diferents per a cadascun d'aquests dos grups de països, la qual cosa no sembla gaire raonable.

Això no vol dir, però, que no s'hagi de subratllar la complementaritat entre aquests dos tipus de polítiques (com ja s'ha dit en l'apartat 3), la qual cosa

es podria concretar en dos tipus de mesures. En primer lloc, com apunten els informes dels presidents, es podria acordar que l'accés al mecanisme estabilitzador estigués condicionat, si escau, al compliment dels programes de reformes estructurals (Van Rompuy *et al.*, 2012: 10; Juncker *et al.*, 2015: 14). En segon lloc, es podria establir que les transferències rebudes per raons d'estabilització es destinessin prioritàriament al finançament de projectes d'inversió especialment eficaços en termes estructurals, sempre que

aquests tinguessin, alhora, un impacte expansiu potent.

iv) Aplicació de la *golden rule*

Com ja se sap, la *golden rule* admet la possibilitat d'incórrer en dèficit, si aquest es destina a inversió pública. De fet, sol ser la norma adoptada en la majoria de països on hi ha regles d'estabilitat pressupostària i així semblava desprendre's també del Tractat de Maastricht, quan es van establir les primeres normes sobre aquest tema a la Unió Europea.

No obstant això, la rigorosa normativa aprovada a propòsit de la Gran Recessió (el màxim exponent de la qual és el Tractat d'Estabilitat, Coordinació i Governança de 2012) opta per una interpretació clarament restrictiva, segons la qual la norma de l'equilibri pressupostari s'ha d'aplicar al conjunt de la despesa pública, inclosa la d'inversió, amb les úniques excepcions que s'hi estableixen (vegeu EuropeG, 2012). Si bé cal afegir que la introducció del concepte de dèficit estructural, com a peça angular d'aquesta normativa, deixa un ampli marge interpretatiu que permet acollir alternatives diferents, com s'ha pogut comprovar des del 2013 en l'aplicació dels procediments per dèficit excessiu.

L'exclusió de la *golden rule* del quadre europeu de disciplina pressupostària planteja problemes més que coneguts, tant en termes d'equitat, com d'eficiència (EuropeG, 2012: 6; Castells, 2012: 160-164). Per això cal examinar amb atenció la porta que semblava que obria l'informe dels quatre presidents, quan apuntava que s'hauria d'explorar l'aplicació de la regla d'or, associada a la creació de l'instrument estabilitzador (la *fiscal capacity*) (Van Rompuy *et al.*, 2012: 12), si bé és cert que la redacció emprada per rescatar aquesta regla sembla confusa. Per exemple, caldria entendre que l'informe considera, de forma discutible, que l'endeutament solament resultaria acceptable quan està vinculat a polítiques d'estabilització. I no és així, si entenem que la regla d'or respon a una problemàtica, com és la dels criteris que s'han d'adoptar per al finançament de la inversió pública, que no se circumscriu a la situació cíclica.

En realitat, en examinar la possibilitat d'incórrer en dèficit i endeutament caldria distingir clarament dos nivells. Un és el derivat de l'aplicació de

polítiques d'estabilització, en el qual els valors positius i negatius d'aquestes magnituds haurien de tendir a equilibrar-se al llarg del cicle. Un nivell diferent és el que s'hauria de desprendre de l'aplicació de la *golden rule*, d'acord amb el qual el dèficit, i el consegüent endeutament, serien acceptables si serveixen per finançar inversió pública, encara que fins i tot en aquest cas semblaria raonable establir límits. En primer lloc, el recurs a l'endeutament hauria de servir per finançar solament una part de la inversió pública, i no tota, ja que si bé és cert que els beneficis d'aquesta inversió es distribueixen al llarg del temps, és la generació present la que decideix en què i quina quantitat s'inverteix. En segon lloc, aquestes inversions haurien de tenir un impacte contrastat en termes de productivitat, és a dir, a llarg termini haurien de generar un creixement del PIB suficient per garantir la sostenibilitat de les finances públiques.

5. Simulació dels efectes d'un fons de transferències d'estabilització

Enderlein *et al.* (2013) duen a terme un exercici de simulació sobre els efectes que hagués tingut la implementació d'un fons de transferències d'estabilització com el que proposen i al qual s'ha fet referència en l'apartat anterior. L'impacte de l'instrument s'avalua calculant la reducció de la desviació estàndard de l'*output gap* dels diferents països respecte a la mitjana de la zona euro abans i després d'aplicar el fons de transferències.

Les conclusions principals aconseguides amb aquest exercici de simulació, considerant el període 1999-2014, són les següents:

- i) En el cas que les estimacions de l'*output gap* fossin exactes, l'impacte estabilitzador del fons de transferències assoliria un apreciable 40 % (és a dir, la desviació estàndard es reduiria en un 40 % gràcies a l'aplicació de l'instrument).
- ii) No obstant això, com ja s'ha dit en l'apartat anterior, les estimacions de l'*output gap* són molt deficientes, i en anys successius cal anar-les modificant repetidament. Això vol dir que en el moment d'implementar el fons s'utilitzen xifres que després s'han d'ajustar, la qual cosa redueix significativa-

ment l'impacte estabilitzador real de l'instrument, que se situa entorn del 15 %, molt per sota del 40 % teòric.

iii) La suma total de les transferències positives (igual a la de les negatives) se situaria entorn del 0,20 % anual del PIB de la zona euro.

En el requadre 3 es descriuen detalladament els resultats obtinguts. Suposant que el càlcul de l'output potencial és correcte des del principi (és a dir, quan es determina la transferència corresponent a cada país), la reducció de la desviació estàndard en la mitjana sense ponderar del període 1999-2014 és, com s'ha assenyalat, del 40 %; i alguns anys la reducció s'apropa i fins i tot és superior al 50 %. La suma total de les transferències pagades/rebudes suposa el 0,194 % del PIB de la zona euro, considerant la mitjana del període.

Grècia és el país que hagués rebut majors aportacions positives. Els altres únics països que haguessin rebut transferències per sobre de l'1 % del PIB alguns anys són Finlàndia, Espanya i Irlanda. Les contribucions al fons (transferències negatives) no se situen en cap cas per sobre del 2 % del PIB.

L'efectivitat del fons disminueix dràsticament, com ja s'ha assenyalat, quan la simulació es fa utilitzant les dades reals de l'*output gap*, tenint en compte els successius ajustos que ex post es duen a terme del mesurament. Ara la reducció en la desviació estàndard de l'*output gap* dels diferents països en relació amb la mitjana, abans i després de l'aplicació del mecanisme d'estabilització, és molt més atenuada. En la mitjana sense ponderar del període 1999-2014 és solament del 16,1 % (davant del 40 % d'abans). La suma total de les transferències pagades/rebudes cada any suposa el 0,161 % del PIB de la zona euro.

Requadre 3. Simulació dels efectes d'un fons de transferències d'estabilització

Enderlein *et al.* (2013) duen a terme un exercici de simulació sobre els efectes que hagués tingut la implementació d'un fons de transferències d'estabilització com el que proposen. Recordem que la posició cíclica de cada país es determina segons l'*output gap* del país en relació amb el del conjunt de la zona euro, i que aquest indicador es calcula segons les estimacions realitzades l'any en curs, que estan subjectes a correccions en anys successius. Recordem, també, que la proposta d'aquests autors considera un fons de suma zero, en el qual cada any es compensen les transferències positives i negatives.

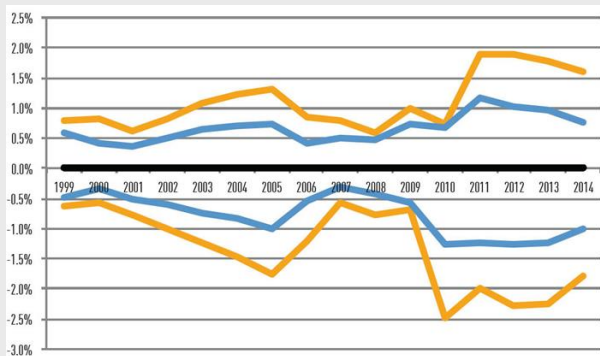
L'exercici de simulació tracta de calcular l'impacte de l'instrument en termes d'amortiment de les diferències en les fluctuacions cícliques experimentades als diferents països, i la variable seleccionada és la desviació estàndard de l'*output gap* entre països. De manera que l'eficàcia de l'instrument es calibra atenent a la reducció d'aquesta desviació estàndard abans i després d'aplicar el fons de transferències. Cal tenir present que el mecanisme que proposen Enderlein *et al.* (2013) tracta de corregir l'asimetria de les fluctuacions, no que aquestes es produeixin. Això significa que aquest mecanisme no actuaria si tots els països passessin per una recessió greu, que fos exactament igual en tots ells. Per seleccionar el paràmetre de convergència a (que indica el percentatge de la diferència entre l'*output gap* del país individual i el de la zona euro que serà reduït pel fons; vegeu el requadre 1) es consideren diferents hipòtesis, encara que en l'escenari base s'utilitza un valor de 0,5. Les dues qüestions més rellevants que tracta de determinar l'exercici de simulació són, doncs, el grau de reducció de les fluctuacions i la magnitud total del fons en termes absoluts (és a dir, l'import total de les transferències pagades i rebudes). Òbviament, encara que el fons sigui de suma zero, és una dada rellevant. Bernoth i Engler (2013a: 8) també consideren que "un desafiament per al debat polític és encertar en l'equilibri òptim entre l'efecte estabilitzador i la grandària de les transferències".

El gràfic A permet comprovar la reducció en la desviació estàndard de l'*output gap* dels diferents països en relació amb la mitjana, abans i després d'aplicar el mecanisme d'estabilització, suposant que el càlcul de l'output potencial és correcte des del principi (és a dir, quan es determina la transferència corresponent a cada país). En aquest escenari, la reducció de la desviació estàndard en la mitjana sense ponderar del període 1999-2014 és del 40 %: passa de l'1,20 % al 0,72 %, gràcies a l'aplicació del mecanisme d'estabilització (quadre A), i alguns anys (2000, 2012, 2013 i 2014) la reducció s'acosta i fins i tot és superior (2006) al 50 %. La suma total de les transferències pagades/rebudes suposa el 0,194 % del PIB de la zona euro, considerant la mitjana del període, amb màxims propers al 0,3 % en els anys 2005, 2011 i 2012, i mínims entorn del 0,1 % el 2000 i el 2008.

Enderlein *et al.* (2013: 69-70, taula 2a i 2b) estimen també les transferències rebudes o aportades per països, en valor absolut i en relació amb el PIB, respectivament. Grècia és el país que hagués rebut més aportacions positives: per sobre o

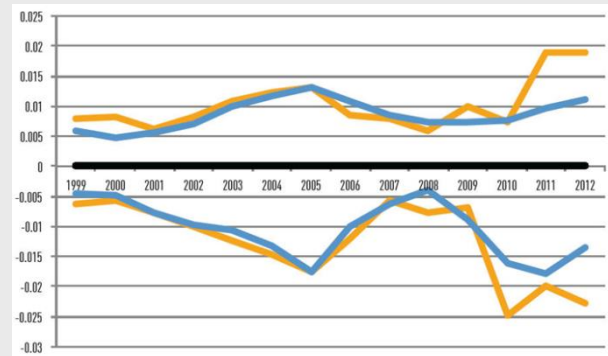
prop del 4 % del PIB els anys 2011, 2012 i 2013 i per sobre del 2 % l'any 2014 i de l'1 % l'any 2010. Els altres únics països que haguessin rebut transferències per sobre de l'1 % del PIB són Finlàndia l'any 2009, Espanya els anys 2010 i 2011 i Irlanda l'any 2010. Les contribucions al fons (transferències negatives) no se situen en cap cas per sobre del 2 % del PIB. Les úniques que superen l'1,50 % haguessin correspost a Xipre l'any 2009, Eslovènia els anys 2007 i 2008 i Estònia els anys 2012 i 2013. A part d'aquests països, haurien hagut d'efectuar també aportacions positives superiors a l'1 % del PIB Irlanda els anys 1999, 2000 i 2013, Luxemburg l'any 2000, Grècia l'any 2009 i Finlàndia l'any 2007.

Gràfic A. Desviacions estàndard per sobre i per sota de l'output gap de la zona euro abans (groc) i després (blau) de les transferències



Font: Enderlein et al. (2013: 51 i 78), figures 8 i 11.

Gràfic B. Desviacions estàndard per sobre i per sota de l'output gap de la zona euro abans (groc) i després (blau) de les transferències



Resulta interessant comprovar els saldos totals per països en el conjunt del període examinat. Encara que, en principi, el mecanisme és neutral entre països, aquesta neutralitat solament es compliria asimptòticament, assumint la hipòtesi que en un període de temps prou llarg cap país se situaria en una posició tendencial per damunt o per sota de la mitjana de l'eurozona (és a dir, les desviacions del seu PIB real respecte al seu PIB potencial no serien persistentment majors o menors que les de l'eurozona). No obstant això, no és així en el període considerat (perquè no és suficientment llarg o perquè els ajustos realitzats per al càlcul del PIB potencial són insatisfactoris). D'aquesta manera, la simulació indica que quatre països (Grècia, Espanya, Països Baixos i Portugal) tindrien un saldo positiu en el conjunt del període, el primer d'ells per sobre de l'1 % i els altres a l'entorn del 0,20 %, i tots els altres, un saldo negatiu. El més elevat correspondria a Estònia amb l'1,21 %, seguida per Eslovàquia i Xipre per sobre del 0,50 %. Alemanya i Itàlia quedarien pràcticament equilibrades i França faria una contribució neta de prop del 0,20 % del seu PIB.

Quadre A. Efecte sobre l'output gap al llarg del temps del mecanisme d'estabilització proposat.

	Desviació estàndard de l'output gap respecte de la mitjana de la zona euro (punts percentuals)		Canvi relatiu en la desviació estàndard de l'output gap	Total pagat / rebut (en relació amb el PIB anual de la zona euro)
	Sense intervenció (dades històriques / previsions actuals)	Resultats simulats aplicant el mecanisme d'estabilització proposat		
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%
Mitjana al llarg del període (sense ponderar)	1,20%	0,72%	-40,0% (variació en les mitjanes)	0,194%

Font: Enderlein et al. (2013: 71), taula 3.

Quadre B. Efecte sobre l'output gap al llarg del temps del mecanisme d'estabilització proposat.

	Desviació estàndard de l'output gap respecte de la mitjana de la zona euro (punts percentuals)		Canvi relatiu en la desviació estàndard de l'output gap	Total pagat / rebut (en relació amb el PIB anual de la zona euro)
	Sense intervenció (dades històriques / previsions actuals)	Resultats simulats aplicant el mecanisme d'estabilització proposat		
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%
Mitjana al llarg del període (sense ponderar)	1,11%	0,94%	-14,8% (variació en les mitjanes)	0,161%

Font: Enderlein et al. (2013: 82), taula 6.

L'efectivitat del fons disminueix dràsticament quan la simulació es fa utilitzant les dades reals de l'*output gap*, tenint en compte els ajustos successius que ex post s'hi duen a terme. Ara (gràfic B), la reducció en la desviació estàndard de l'*output gap* dels diferents països en relació amb la mitjana, abans i després de l'aplicació del mecanisme d'estabilització, és molt més atenuada que quan suposàvem que el càlcul de l'*output* potencial és correcte des del principi (gràfic A). La mitjana sense ponderar del període 1999-2014 és solament del 16,1 % (davant del 40 % d'abans) i passa de l'1,11 % al 0,94 %, gràcies a l'aplicació del mecanisme d'estabilització (quadre B). La suma total de les transferències pagades/rebudes cada any suposa el 0,161 % del PIB de la zona euro, considerant la mitjana del període, amb un màxim de gairebé el 0,4 % l'any 2011.

També els efectes del mecanisme d'estabilització apareixen més atenuats si examinem les transferències rebudes o aportades per països, en valor absolut i en relació amb el PIB, respectivament (Enderlein *et al.*, 2013: 80-81, taula 5a i 5b). Grècia continua sent el país més beneficiari (l'únic que rep transferències per sobre del 3 % del PIB, en concret, els anys 2011 i 2012) i també apareixen amb transferències positives superiors a l'1 % en algun dels anys d'aquest període Irlanda, Portugal, Finlàndia, Espanya i Eslovènia. Pel que fa a les contribucions al fons (transferències negatives), a diferència del que succeïa amb la simulació anterior, ara cap no supera l'1,50 % del PIB. Les més elevades (igual o per sobre de l'1 %) correspondrien a Luxemburg (2000), Eslovàquia (2009 i 2011), Irlanda (1999 i 2000), Malta (2011), Grècia (2004 i 2005), Xipre (2009) i Alemanya (2011).

Pel que fa als saldos totals per països en el conjunt del període examinat, també hi ha diferències. El nombre de països beneficiaris passa de quatre a set. Es mantenen Grècia, Espanya i Portugal, encara que Grècia passa d'un saldo positiu de l'1,13 % a estar pràcticament en equilibri, i Espanya, amb el 0,27 %, resultaria el país més beneficiat pel funcionament del fons de transferències. Els Països Baixos surten d'aquest grup i entren Itàlia, Eslovènia, Irlanda i Luxemburg. Els deu països restants tindrien saldos negatius, però també una mica més atenuats que abans. Eslovàquia i Malta aportarien, en el conjunt del període considerat, per sobre del 0,60 % del seu PIB, Alemanya el 0,12 % i França estaria pràcticament en equilibri.

Finalment, les simulacions realitzades per Enderlein *et al.* proporcionen una dada també interessant respecte al valor del paràmetre de convergència α (vegeu el requadre 1, fórmula [1]). Recordem que aquest paràmetre indica en quin percentatge es reduirà la diferència entre l'*output gap* del país individual i el de la zona euro, gràcies a l'aplicació del fons de transferències. En teoria, a mesura que augmentés el valor del paràmetre, la reducció seria cada vegada més important, però també augmentaria l'import total de les quantitats aportades i rebudes pels diferents països (Enderlein *et al.*, 2013: 52 i 68). No obstant això, quan s'utilitzen les dades de l'*output gap* ajustat amb el pas dels anys, també en aquest punt els resultats difereixen seriosament dels esperats i el que s'observa és que augments successius del paràmetre de convergència tenen un clar rendiment decreixent en termes d'estabilització (Enderlein *et al.*, 2013: 79, figura 12 i taula 4). Un paràmetre de convergència de valor 1 té un efecte estabilitzador menor que un de valor 0,7 i, en canvi, requereix mobilitzar un 40 % més de recursos. I el paràmetre del 0,5 usat pels autors en l'escenari base proporciona, amb gairebé la meitat de recursos, un efecte estabilitzador que equival gairebé al 90 % d'un paràmetre igual a 1.

Grècia continua sent el país més beneficiari i també tenen transferències positives superiors a l'1 % en algun dels anys compresos en aquest període Irlanda, Portugal, Finlàndia, Espanya i Eslovènia. Pel que fa a les contribucions al fons (transferències negatives), ara cap no supera l'1,50 % del PIB.

En resum, les simulacions proporcionades per Enderlein *et al.* permeten extreure conclusions d'un gran interès en un doble sentit. D'una banda, confirmen l'eficàcia i la validesa de l'instrument estabilitzador proposat. D'una altra, però, confirmen els seriosos dubtes que abans s'expressaven respecte a la utilització de l'*output*

gap com la mesura més apropiada per determinar la posició cíclica de cada país.

6. Consideracions finals

Una unió monetària sense un grau apreciable d'integració fiscal i política planteja problemes importants, que la Gran Recessió ha posat en primer terme de forma especialment visible. Un d'especialment important és la pèrdua d'eficàcia dels instruments tradicionals de caràcter estabilitzador (política monetària i política fiscal), per fer front als xocs

recessius que puguin afectar específicament algun estat membre.

D'una banda, la unió monetària anul·la la possibilitat d'utilitzar la política monetària en l'àmbit nacional. Encara més, l'aplicació d'una única política monetària en tota la zona euro té un caràcter procíclic en tots els estats membres: és massa prudent per a aquells que passen per una fase contractiva en relació amb la mitjana, i massa expansiva pels que es troben en la situació oposada.

D'altra banda, la utilització nacional de la política fiscal en mercats fortament integrats, com són els europeus, tenia ja una eficàcia més que discutible, fins i tot abans que existís la unió monetària. Però aquesta ha exacerbat les seves limitacions, perquè la crisi ha demostrat que els governs no poden gestionar autònomament el deute sobirà quan el sobirà no pot exercir el control sobre la seva pròpia moneda.

En definitiva, la Gran Recessió ha posat en evidència, en primer lloc, que els mecanismes fiscals de caràcter estabilitzador continuen sent imprescindibles i, en segon lloc, que aquests s'han d'establir a escala de la zona euro, davant les limitacions dels de caràcter nacional. És l'absència de mecanismes estabilitzadors d'aquesta naturalesa el que explica, en part, la gravetat i intensitat de les polítiques d'austeritat aplicades en alguns països.

Tot això ha conduït en els últims anys a l'aparició de nombroses propostes enfocades a la creació d'aquest tipus d'instruments. És cert que la crisi ha posat a l'agenda de la zona euro la necessitat d'avançar decididament cap a la unió fiscal, però encara ho és més que el punt en el qual hi ha més consens i propostes més elaborades és en el de la creació d'un instrument fiscal de caràcter estabilitzador.

D'entre les diferents alternatives existents (que inclouen des de l'ampliació i reforçament del pressupost comunitari, amb el consegüent establiment d'un impost comunitari, a la creació d'una assegurança de desocupació de la zona euro), la més realista i que sembla comptar amb més reconeixement és la creació d'un fons de transferències entre països de caràcter estabilitzador i adaptat a les fases del cicle (*rainy day fund*).

Aquest fons hauria d'esmortir la situació cíclica de tots els països de la zona euro, rebent transferències negatives dels països que passessin per una fase

relativament expansiva, i atorgant transferències a aquells que passessin per una fase relativament recessiva. Hi ha una àmplia coincidència sobre les dues característiques bàsiques que hauria de reunir aquest fons. D'una banda, hauria d'estar equilibrat financerament, és a dir, hauria de ser de suma zero al llarg del temps. D'altra banda, hauria de ser neutral entre països. Tots els països haurien de tenir un resultat zero al llarg del temps, ja que tots passarien per fases recessives i expansives en relació amb la mitjana de la zona euro. El fons no serviria per canalitzar transferències des dels països rics cap als països pobres en termes relatius, sinó des dels països en fase expansiva (encara que fossin pobres) cap als països en fase recessiva (encara que fossin rics), també en termes relatius.

A partir d'aquesta formulació bàsica, hi ha qüestions rellevants, en les quals aquest *Policy Brief* centra l'atenció. En primer lloc, la qüestió de si el fons hauria d'estar equilibrat cada any o bé al llarg del cicle. La primera opció és més conservadora i realista, però, com s'analitza en aquest *Policy Brief*, li confereix un caràcter procíclic i no permet que s'utilitzi amb caràcter estabilitzador per als xocs simètrics que poguessin afectar conjuntament tota la zona euro. En segon lloc, hi ha el punt crucial de la determinació de la posició cíclica de cada país. L'indicador emprat habitualment, l'*output gap*, presenta debilitats molt importants, per la qual cosa caldria explorar alternatives basades en aproximacions estadístiques rigoroses. En tercer lloc, hi ha la qüestió de la condicionalitat dels recursos rebuts, relacionada, en part, amb la vinculació entre aquest instrument, de caràcter estrictament estabilitzador, i les polítiques estructurals de convergència. Finalment, en quart lloc, l'eventual desenvolupament d'aquest mecanisme estabilitzador introdueix la discussió sobre la *golden rule*, és a dir, sobre la possibilitat de reinterpretar els límits al dèficit i l'endeutament establerts per la normativa comunitària.

La creació d'aquest mecanisme europeu de caràcter estabilitzador és una qüestió prioritària, després de l'experiència de la Gran Recessió, i la seva implementació podria ser un primer pas molt significatiu en l'avenç cap a una autèntica unió fiscal, que no pivotés exclusivament, com passa a dia d'avui, en la disciplina pressupostària dels estats membres. La presa de posició de les institucions comunitàries, en els informes dels quatre i cinc presidents (Van Rompuy *et al.* (2012) i Juncker *et al.* (2015), respectivament), dona

fe de fins a quin punt hi ha una àmplia consciència d'aquesta necessitat.

No obstant això, resulta reveladora la simple comparació entre aquests dos informes. La proposta de creació d'una *fiscal capacity* de l'informe Van Rompuy el 2012 era ambiciosa en contingut i en terminis. Per contra, la proposta recent de l'informe Juncker de juny de 2015 és tímida, plena de cauteles i condicions prèvies, i suposa un indubtable refredament de les expectatives creades per l'informe anterior. Podria fer l'efecte que, passats els pitjors moments de la crisi, es consideren menys urgents i necessàries les mesures que en aquell moment semblaven indispensables. No obstant això, aquestes mesures continuen sent imprescindibles. Solament amb la creació d'un mecanisme estabilitzador com el que s'ha tractat en aquest *Policy Brief* serà possible en el futur afrontar en condicions més favorables recessions de la gravetat i les característiques de la que hem patit.

Referències

- ALLARD, C.; BROOKS, P. K.; BLUEDORN, J. C.; BORNHORST, F.; CHISTOPHERSON, K.; OHNSORGE, F.; POGHOSYAN, T. i IMF Staff Team (2013).- [“Toward a Fiscal Union for the Euro Area”](#). *IMF Staff Discussion Note*, setembre 2013.
- AUERBACH, A.; GORODNICHENKO, Y. (2011).- [“Measuring the Output Responses to Fiscal Policy”](#), junio 2011 (publicat a *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, juliol 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 novembre 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), juliol 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”](#). Discurs d'ingrés a la Real Acadèmia de Ciències Econòmiques i Financeres, Barcelona, 20 de febrer 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.
- COMISSIÓ EUROPEA (2012).- [“A blueprint for a deep and genuine economic and monetary union. Launching a European Debate”](#). COM (2012) 777 final/2, Brussel·les, 30 de novembre 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, Brussel·les, 20 de març de 2013.
- COTARELLI, C. (2012).- [“European Fiscal Union: A Vision for the Long Run”](#). Gerzensee Conference, desembre 1-2, 2012.
- DE GRAUWE, P. (2011).- [“The Governance of a Fragile Eurozone”](#). *CEPS Working Document*, n. 346, maig 2011.
- DELORS, J. (1989).- [“Regional Implications of Economic and Monetary Integration”](#). *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*. Luxemburg.
- 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, febrer 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, integrat per H. Enderlein, P. Bofinger, L. Boone, P. de Grauwe, J.C. Piris, J. Pisany-Ferry, M.J. Rodrigues, A. Sapir i A. Vitorino).
- ENDERLEIN, H.; GUTTENBERG, L.; SPIESS, J. (2013).- [“Blueprint for a Cyclical shock insurance in the Euro area”](#). *Notre Europe (Studies&Reports)*, setembre 2013.

- ENGLER, P.; VOIGTS, S. (2013).- [“A Transfer Mechanism for a Monetary Union”](#). *SFB 649 Discussion Paper 2013-013*, Humboldt Universität, Berlín.
- EUROPEG (2012).- [“¿Avança realment la Unió Europea cap a una Unió Fiscal?”](#). *Policy Brief 3*, desembre 2012.
- GROUPE EIFFEL EUROPE (2014).- [“For a Euro Community”](#), 14 febrer 2014 (integrat per 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 i S. Vallée).
- GRUPO GLIENICKER (2013).- [“Towards a Euro Union”](#), 18 octubre 2013 (integrat per A. von Bogdandy, Ch. Calliess, H. Enderlein, M. Fratzscher, C. Fuest, F. Mayer, D. Schwarzer, M. Steinbeis, C. Stelzenmüller, J. von Weizsäcker i G. Wolff).
- GRUPO MANIFESTO (2014).- [“Manifesto for a euro political union”](#), febrer 2014 (els primers signants del Manifest són 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 i 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 novembre de 2013.
- JUNCKER, J.-C.; TUSK, D.; DIJSSELBLOEM, J.; DRAGHI, M.; SCHULZ, M. (2015).- [“Completing Europe’s Economic and Monetary Union”](#), juny 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, novembre 2011.
- PISANI-FERRY, J.; VIHRIÄLÄ, E.; WOLFF, G. B. (2013).- [“Options for a Euro-area Fiscal Capacity”](#). *Bruegel Policy Brief*, Issue 2013/01, gener 2013.
- PORTES, J. (2013).- [“Believing in ‘miracles’: Self-defeating austerity and self-financing stimulus”](#). *National Institute of Economic and Social Research* (blog), 10 de març 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 novembre de 2013.
- VAN ROMPUY, H.; BARROSO, J. M.; JUNCKER, J.-C.; DRAGUI, M. (2012).- [“Towards a Genuine Economic and Monetary Union”](#), 5 de desembre 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, febrer, Comissió Europea.
- WOLFF, G. B. (2012).- [“A Budget for Europe’s Monetary Union”](#). *Bruegel Policy Brief*, Issue 2012/22, desembre 2012.
- WOLFF, G. B. (2015).- [“Euro area governance: an assessment of the ‘five presidents’ report”](#), Bruegel Institute, (blog), 25 de juny de 2015.

EuropeG està integrat per Antoni Castells (director), Manuel Castells, Josep Oliver, Emilio Ontiveros, Martí Parellada i Gemma García (coordinadora).

El *Policy Brief* és el reflex de la posició del grup, i de les aportacions dels seus membres, a partir, en aquest cas, d'un primer esborrany elaborat per Antoni Castells.

EuropeG

Parc Científic de Barcelona
Baldri i Reixac, 4
08028 Barcelona
Tel. 934 033 723
www.europeg.com



Amb el suport de:

