

## Unió fiscal i el llarg camí cap als eurobons

Malgrat les reformes encaminades a millorar l'arquitectura institucional de la zona de l'euro que s'han implementat en els últims anys,<sup>1</sup> la Unió Econòmica i Monetària encara és incompleta. Una mostra d'això són les reiterades declaracions per part dels principals líders polítics europeus a favor de continuar avançant en el procés de reformes de les institucions de la zona de l'euro. Un dels àmbits que centra més l'atenció és l'anomenada unió fiscal, tant per la seva rellevància com per la concreció d'algunes propostes en els últims mesos.

Són molts els elements que haurien de compondre la unió fiscal, i, sovint, es fan propostes en algun dels àmbits de manera aïllada. En conjunt, les reformes que caldria dur a terme es poden agrupar en dues grans àrees. D'una banda, la millora dels mecanismes que han de guiar i de donar suport a la política fiscal de les diferents economies que integren la zona de l'euro. Això inclou tant el conjunt de regles que guien la política fiscal de cada país com, eventualment, la creació d'un ens a nivell europeu al qual li podrien ser transferides algunes de les competències de política econòmica. L'altra gran pota de la unió fiscal és el finançament d'aquestes competències.<sup>2</sup>

En els últims mesos, s'ha intensificat el debat en els dos fronts. Així, d'una banda, Merkel s'ha manifestat a favor de la creació d'un Ministeri d'Economia Europeu (referint-se als països que formen la zona de l'euro), sempre que això vagi acompanyat del reforç de les regles actuals que guien la política fiscal dels diferents països. El seu homòleg francès, Macron, ha fet un pas més enllà i ha concretat les àrees de responsabilitat d'aquest ministeri: inversió en infraestructures, assistència financera d'emergència i suport als països que es trobin en recessió. Coneixedor de la visió alemanya, el president francès també ha afegit que només podrien rebre el suport d'aquest ministeri els països que compleixin les regles fiscals comunes. Malgrat que el pas definitiu cap a la unió fiscal està lluny de concretar-se, sembla que la visió alemanya i la francesa van acostant posicions. Per continuar avançant és clau aconseguir un nivell de definició prou concret de les regles i de les responsabilitats de l'eventual ministeri perquè la posició alemanya se senti confortable. Al mateix temps, però, la posició francesa també exigirà que aquest ministeri tingui prou marge d'actuació perquè les polítiques que dugui a terme puguin ser efectives.

Pel que fa a la segona gran àrea de la unió fiscal, la concreció encara és menor. Poca cosa s'ha dit sobre si l'eventual Ministeri d'Economia Europeu rebria els recursos mitjançant transferències ordinàries dels diferents Estats membres o si, en canvi, li seria transferida parcialment o totalment la recaptació d'algun impost. En canvi, sí que hi ha un debat interessant sobre si la creació del Ministeri d'Economia podria anar acompanyada de la creació d'un instrument de deute europeu, els anomenats eurobons. L'interès pel tema és doble. D'una banda, això podria ampliar la capacitat de gestió de les polítiques que podria dur a terme l'eventual Ministeri d'Economia. Durant els períodes recessius, per exemple, en què potser els recursos disponibles podrien ser més escassos i, al mateix temps, més necessaris, el pressupost es podria mantenir o augmentar mitjançant l'emissió de deute.

D'altra banda, la creació d'eurobons podria ajudar a millorar l'estabilitat financera de la zona de l'euro. El motiu és el següent: una part important del deute públic de cada país està en mans dels bancs que hi concentren l'activitat, i, durant la crisi, això va propiciar que els *shocks* es transmetessin del sector públic al sector bancari (i viceversa) i s'amplifiqués l'impacte econòmic a nivell agregat.

Així, la creació d'un instrument de deute a nivell europeu podria ser un catalitzador perquè els bancs diversifiquin les tinençes de deute públic, la qual cosa ajudaria a desvincular l'evolució del sector bancari de cada país de la del sector públic. A més a més, en última instància, es creu que el compromís que els diferents països adquiriran amb la creació dels eurobons podria servir per eliminar el risc de ruptura de l'euro, un factor que, en els moments culminants de la crisi, va pesar enormement sobre els sectors bancari i públic dels països de la perifèria.

1. En concret, es van fer canvis en el marc de la governança de la UE, amb la creació del Semestre Europeu, encaminat a coordinar les polítiques econòmiques, i del *Six pack*, per reforçar el compliment de les normes fiscals. A més a més, també es van aprovar el *Fiscal Compact* i el *Two pack* per augmentar la supervisió i la coordinació de les polítiques fiscals als països de la zona de l'euro. També es van crear mecanismes per gestionar episodis de crisis, com el MEDE (per recapitalitzar els bancs i proveir de liquiditat els Estats membres en dificultats), i s'han fet importants avanços en la unió financera.

2. Vegeu, per exemple, Allard, C. *et al.* (2013), «Toward a Fiscal Union for the Euro Area», IMF Discussion Note, setembre.

En aquest sentit, en un article recent, la Comissió Europea planteja la creació d'un Tresor a nivell europeu encarregat d'emetre un actiu de deute comú. No obstant això, ho apunta com un objectiu a mitjà i a llarg termini. Primer cal arribar a un acord sobre la creació de l'eventual Ministeri d'Economia, o, el que és el mateix, abans que els països de la zona de l'euro acceptin que s'emeti un títol de deute el risc del qual compartirien, cal acordar a què es dedicaran aquests recursos.

A més curt termini, la Comissió Europea suggereix que podria ser útil, i factible, la introducció de títols amb el suport de bons sobirans (eurobons sintètics o SBBS, per les sigles en anglès).<sup>3</sup> La proposta es basa en el que fa uns anys van plantejar M. Brunnermeier *et al.* i contempla que una o diverses entitats acreditades (públiques o privades) comprin una cartera diversificada de bons sobirans de la zona de l'euro al mercat secundari utilitzant un esquema de ponderació transparent i previsible.<sup>4</sup> Per finançar aquesta cartera, s'emetrien dos tipus de títols: un de sènior (*European Safe Bond Asset* o ESBies) i un de júnior (*European Junior Bond* o EJBies).<sup>5</sup> Aquest últim seria el primer a absorbir qualsevol pèrdua derivada de l'incompliment del pagament de les obligacions sobiranes d'un país.

Aquesta iniciativa està desvinculada de la creació d'un Ministeri d'Economia Europeu i pretén contribuir a millorar l'estabilitat financera de dues maneres. En primer lloc, perquè, segons els autors de la proposta, permetria augmentar l'oferta d'actius lliures de risc a la zona de l'euro (actius amb *rating* AAA denominats en euros). En segon lloc, perquè facilitaria la reducció de l'exposició dels bancs al risc sobirà del seu país d'origen, en proveir aquests països d'un instrument per diversificar la cartera de bons. Aquest segon element és important, perquè, en desvincular el vincle entre el risc sobirà i el del sector bancari de cada país, els *shocks* econòmics tindrien un menor impacte agregat.

En definitiva, malgrat que la unió fiscal sembla un objectiu llunyà i difícil d'assolir, a poc a poc es van posant damunt la taula algunes peces que podrien fer que el puzzle finalment encaixi. Sempre ha semblat que Europa avança lentament, però, quan es mira enrere, hi ha moments en què s'han pres decisions importants. Probablement, ens trobem a l'avantsala d'un d'aquests moments, i la unió fiscal és un dels àmbits en què es podria avançar de forma decidida en els propers anys.

Roser Ferrer

Departament de Macroeconomia, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

3. Vegeu Brunnermeier, M. *et al.* (2011), «European Safe Bonds», The Euronomics Group, resum disponible a [voxeu.org](http://voxeu.org).

4. Per exemple, Brunnermeier, M. *et al.* (2016), «The Sovereign-Bank Diabolic Loop and ESBies», *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 106, núm. 5.

5. Els SBBS estarien completament garantits per la cartera subjacent. És a dir, el valor nominal dels títols ESBies i EJBies seria igual a la suma del valor nominal dels bons sobirans nacionals que donen suport a aquests títols.