

## La crisi de l'euro: una nova fallida del mercat\*

JÉRÔME CAHUZAC

Diputat de Lot-et-Garonne i president de la Comissió de Finances de l'Assemblea Nacional de França

**D**esprés de deu anys de la seva creació, la moneda única constitueix un èxit innegable que uneix disset països. L'euro ha permès, sense cap dubte, afrontar la crisi financera en millors condicions.

Ha evitat suspensió de pagaments a un bon nombre dels seus membres i ha permès salvaguardar el mercat únic, que sense ell hauria estat sotmès a les pressions de les devaluacions competitives. Cal recordar el precedent de mitjans dels anys noranta, durant el qual alguns països de la Unió havien procedit a devaluacions, com ara la de la lira italiana, que havien fet néixer demandes de proteccions internes en els veïns europeus en resposta a una competència considerada deslleial.

Però la zona euro i, més àmpliament, la Unió Europea es troben indiscutiblement davant un repte important. Mentre que el sector financer va aconseguir fer desaparèixer les conseqüències de la crisi iniciada l'estiu de 2007, a base d'esforços molt grans de recapitalització i d'un increment de la seva liquiditat, els Estats, al seu torn, es veuen forçats a finançar dèficits massius. Quan els seus costos de préstec es veuen incrementats per la crisi de confiança dels inversors, és inevitable a mitjà termini la pujada global dels tipus d'interès, atès que les necessitats d'accedir als capitals per part dels actors privats i públics són més grans.

Cal que la focalització actual sobre l'estat degradat de les finances públiques no emmascari la realitat: la crisi de les finances públiques, a l'origen de la crisi de l'euro, és en gran part producte de la crisi financera nascuda el 2008.

Cal rebutjar amb força la lectura moralitzant de moda entre alguns conservadors, sobretot a Alemanya, que voldria convertir els Estats amb dificultats en culpables cas-

tigats per la seva despreocupació passada. Grècia, on efectivament la gestió de les finances públiques és qüestionable, és en realitat un exemple força atípic si es compara la seva situació amb la d'Irlanda, Espanya o Portugal. Aquests països tenien uns dèficits i un endeutament molt raonables i fins i tot exemplars abans que es desencadenés la crisi financera. Així doncs, no ens podem limitar a una crítica de la pretesa irresponsabilitat pressupostària d'aquests països.

### Basar-se únicament en les solucions de mercat: una resposta inadequada a la crisi actual

Els tractats europeus es basen actualment en el principi que cal sancionar els mercats, i les pujades dels tipus d'interès castiguen les polítiques pressupostàries laxistes. És sobretot l'article 125 del Tractat sobre la Unió Europea (TUE) el que planteja la "clàusula de no reflotament". Així mateix, en matèria monetària, l'article 123 del TUE i el Reglament 3064/93 de la Comunitat Europea (CE) prohibeixen el finançament monetari i la monetització del deute públic.

Aquest marc teòric no ha funcionat; en conseqüència, cal prendre nota de la ineficàcia de les solucions que es basen exclusivament en els mercats. En primer lloc, perquè els mercats financers no van tenir cap paper estabilitzador abans de la crisi. No van disciplinar els Estats com Grècia, fins i tot

quan les seves finances públiques presentaven riscos d'insolvència. Ben al contrari, els diferencials de tipus d'interès van estar anys acostant-se molt en el si de la zona euro. Mentre que l'acord institucional europeu refusava explícitament tota solidaritat automàtica entre els Estats de la zona, els mercats consideraven aquesta un conjunt. Aquest fenomen, d'altra banda, va alimentar els desequilibris en permetre, mitjançant una afluença de capitals, la formació

**És impossible passar per alt el fet que una gran part dels deutes grec i irlandès, i més generalment europeu, la tenen els bancs europeus, especialment els alemanys i els francesos. Com imaginar que una fallida provocada per la pujada contínua dels tipus d'interès exigits no engendrarà conseqüències catastròfiques en els nostres sistemes bancaris i en les nostres economies nacionals?**

\* Traducció de l'article "La crise de l'euro: une nouvelle défaillance du marché", dins la publicació *Crise de l'euro, crise de l'Europe?*, editada per la

Fundació Jean Jaurès el juliol de 2011.

de bombolles de crèdit, com a Espanya en el mercat immobiliari o a Irlanda en el sector bancari.

Avui els mercats reaccionen de manera exagerada imposant als països en dificultats uns tipus d'interès insostenibles que no els permeten de tornar a situacions pressupostàries més sanes. Com que han perdut la confiança en la solidesa financera de certs Estats, els mercats augmenten els seus costos de préstec, fomentant una manera d'autorealització: el cost de préstec augmenta, la qual cosa amenaça encara més la solvència futura dels Estats, la càrrega d'interès dels quals esdevé insuportable i podria conduir-los al final a la suspensió de pagaments inicialment anticipada.

Així mateix, cal excloure la disciplina de mercat, perquè una suspensió de pagaments, sanció tradicional i reclamada per alguns, seria nefasta per al conjunt de les nostres economies. És impossible passar per alt el fet que una gran part dels deutes grec i irlandès, i més generalment europeu, la tenen els bancs europeus, especialment els alemanys i els francesos. Com imaginar que una fallida provocada per la pujada contínua dels tipus d'interès exigits no engendrarà conseqüències catastròfiques en els nostres sistemes bancaris i en les nostres economies nacionals? Acceptar o fomentar avui dia les suspensions de pagaments, quan els bancs no han trobat el seu equilibri i els cal adaptar-se a noves restriccions reglamentàries, seria prendre la decisió inversa a l'assumida durant la crisi financera: prevenir tot risc de fallida sistèmica del sector financer. Això evidentment no significa, com veurem més endavant, que calgui renunciar a l'aportació del sector financer en el finançament dels dèficits resultant del seu rescat.

Pel que fa a la disciplina intergovernamental establerta pels tractats, també s'ha revelat inadequada: els criteris tinguts en compte eren insuficients —ho il·lustra l'exemplaritat d'Irlanda o d'Espanya respecte dels tractats— i la disciplina ha fallat, i en això Alemanya i França es troben al banc dels acusats per haver escollit deixar de banda les disposicions del Pacte en el període 2004-2005. Si els tractats haguessin estat respectats, aquests dos països haurien estat objecte de sancions.

### Una reactivació tardana dels Estats, malgrat el seu pragmatisme i l'aplicació de solucions col·lectives

Sense caure directament en la infracció dels principis establerts pel Tractat sobre la Unió Europea, fins ara els Estats han sabut interpretar-los amb pragmatisme, i així s'han acostat a allò que han desitjat sempre els partits socialistes europeus. Si bé no hem assistit a cap assumpció direc-

ta dels passius dels Estats en dificultats, s'han autoritzat préstecs, cosa que els ha evitat, almenys parcialment, la sanció dels mercats.

Així mateix, si bé ha estat respectada la prohibició de compra de deute per part del Banc Central Europeu (BCE) al mercat primari, una interpretació més flexible ha permès intervencions en el mercat secundari amb un prolongament de l'acceptació dels títols d'Estat com a col·laterals, i després una autorització de recompra d'aquests títols en el mercat secundari pels bancs centrals nacionals. Aquestes intervencions han anat acompanyades d'una política d'esterilització monetària posterior i progressiva per evitar els riscos inflacionistes.

### La posada en marxa dels plans d'ajuda a Grècia i a Irlanda i la del Fons Europeu d'Ajuda Financera (FEAF) significa que els països de la zona euro han acceptat una solució política de solidaritat

Encara que això no s'ha fet sense dificultats ni probablement sense retard, la posada en marxa dels plans d'ajuda a Grècia i a Irlanda i la del Fons Europeu d'Ajuda Financera

(FEAF) significa que els països de la zona euro han acceptat una solució política de solidaritat.

Però, malauradament, aquestes reaccions han estat confuses i tardanes, i encara són temporals. Si bé s'ha evitat el pànic, continua havent-hi problemes i els inversors encara estan a l'expectativa pel que fa a la forma permanent que prendran les solucions col·lectives tingudes en compte a la zona euro. És difícil apel·lar al retorn de la confiança, com fan els actuals dirigents europeus, quan no ha estat proposada cap solució duradora. Pitjor encara, la reafirmació de la voluntat que, més enllà del 2013, una part del pes de les reestructuracions dels deutes públics es faci suportar als inversors convida a aquests darrers a incloure, en els tipus d'interès que exigeixen dels Estats, una prima de risc que correspon a aquest cas.

### Dos problemes crucials

En primer lloc, és necessari assegurar-se que els Estats amenaçats tenen la capacitat de fer front als venciments dels seus deutes, és a dir, protegir els Estats contra un risc de liquiditat. Els plans d'ajuda a Grècia, la posada en marxa i primeres intervencions del FEAF pel que fa a Irlanda i l'acció del BCE han permès fins ara fer front a aquest desafiament.

No obstant això, és preocupant la voluntat mostrada pel BCE de limitar les seves intervencions, fent del FEAF l'actor principal en l'assumpte. Mentre que el BCE disposa d'una capacitat d'intervenció massiva i quasi il·limitada, susceptible d'anul·lar tot fenomen especulatiu, el FEAF no disposa d'un pressupost de recursos infinits.

La segona qüestió, sens dubte la més crucial, és la de la capacitat dels Estats per assegurar la seva solvència i per fer sostenible a mitjà termini el seu endeutament públic.

Els refinançaments “assistits” concedits fins aquí han estat donats amb tipus elevats, allunyats dels costos de préstecs reals dels prestadors públics. Voler donar suport i alhora castigar els països afectats és impossible. Així doncs, les peticions consistents a voler aplicar els tipus d’interès elevats en els préstecs concedits pels Estats europeus als Estats en dificultats no tenen cap sentit, ja que fan més difícils per a aquests països els esforços d’ajustament. Els Estats en dificultats han assumit compromisos molt forts, que demanaran sacrificis importants a la seva població. No se’ls pot encoratjar en aquests esforços tan feixucs i alhora imposar-los una càrrega suplementària a través dels tipus d’interès dissuasius.

A més de la qüestió dels tipus, es planteja la de la capacitat real de la zona euro per donar suport als països afectats. És imperativament necessari que els Estats membres revisin les dimensions del FEAF. Pel que fa a mitjans d’intervenció, cal completar els 440 mil milions d’euros de garanties aportades pels Estats europeus, encara que només sigui a causa de les condicions posades per les agències d’avaluació per atribuir al FEAF una qualificació AAA. Contràriament a allò previst pels qui van dissenyar el FEAF, les agències limiten la capacitat de préstec pròpiament dit a només els passius corresponents als cinc Estats de la zona millor qualificats... Els 440 mil milions d’euros de garanties es veuen així limitats a 225 mil milions d’euros.

També cal afirmar la permanència de l’ajuda: fins ara els Estats europeus han donat la impressió d’actuar sempre amb retard i sota la pressió dels mercats, provocant dubtes repetidament envers la solidesa de la zona euro. No es pot demanar als mercats una confiança cega. Pel que fa al cas, era inevitable que deixar planar el dubte sobre les reestructuracions del deute després del 2013 fos una font de tota mena d’inquietuds per als mercats. Cal definir una solució permanent, basada en una disciplina col·lectiva ferma i mitjans correctament proporcionats. Si falta això, tothom patirà la situació. Els Estats en bona situació pressupostària no faran creure als mercats que no els caldrà intervenir. En canvi, els països en dificultats no es beneficiaran de la confiança que podria aportar la certesa d’una ajuda. Hi perden tots.

**És indiscutible que cal relegitimar l’autoregulació per part dels Estats membres. Alemanya i França van debilitar indubtablement el Pacte el 2004 no aplicant-lo. Però això no pot conduir a donar poders exorbitants a la Comissió Europea o a multiplicar instàncies, nacionals o comunitàries, pretesament independents, com ara els comitès de savis o d’experts**

Finalment, cal afrontar la qüestió del camp d’intervenció del FEAF o del seu successor. Seria interessant que els Estats en dificultats poguessin demanar préstecs al FEAF per rescatar el seu deute en el mercat secundari. Els inversors que vulguin podrien així cedir els seus títols, i els Estats es beneficiarien d’un alleujament de les seves obligacions de pagament, cosa que tindria un efecte positiu sobre la seva solvència global.

**Euroobligacions (“eurobons”): evitar els debats teològics**

Cal examinar racionalment la proposta d’emissió d’obligacions europees, impulsada sobretot pels senyors Junker i Tremonti. De tota manera, només podrà tenir-se en compte una vegada s’hagin posat en marxa procediments de disciplina previs. Si manca això, estarien totalment justificats les pors expressades sobretot a Alemanya sobre el risc moral.

Aleshores quedarà plantejada una qüestió: avaluar si uns veritables “eurobons” podrien crear de cara al futur un mercat més líquid i més profund, que obri al conjunt de la zona uns costos de préstec més baixos. Si els països més ben qualificats,

inclosa Alemanya, poguessin llavors beneficiar-se d’una baixada dels tipus d’interès, la solució mereixeria ser examinada novament.

Cal estudiar altres propostes similars, especialment aquelles que permetin una distinció entre una part “col·lectiva”, de manera que es pugui mutualitzar —donant-los un caràcter “senior” i, per tant, quasi garantit— les emissions corresponents a una part que va del 40% al 60% del deute públic de cada Estat, i una part corresponent als excedents de deute per a la qual es deixaria actuar una forma de disciplina de mercat.

**La contrapartida d’abandonar una solució de mercat: l’establiment d’una nova governança de la zona euro**

Abandonar la disciplina de mercat no vol dir en cap cas abandonar tota disciplina i afavorir el laxisme pressupostari.

Caldrà aplicar els esforços promesos i seguir amb atenció la condicionalitat associada a les ajudes. Aquesta estricta condicionalitat va ser presentada pel Consell d’Afers Econòmics i Financers (o consell ECOFIN) de la Unió Europea el 9 de maig de 2010 amb un pagament per fases en benefici de Grècia. Es troba a la base del meca-

nisme europeu d'estabilització financera, amb protocols d'acord tancats entre la Comissió i els Estats demandants de l'ajuda.

Caldrà que l'Eurostat estigui a recer de totes les crítiques i per damunt de tota sospita, i que les missions de control en aquests països siguin regulars i a fons. En aquest sentit, deslligar l'Eurostat dels serveis de la Comissió Europea per fer-ne un organisme independent, amb l'íntim coneixement dels països de què disposa aquesta institució i amb la credibilitat de què gaudeix, permetria competir eficaçment amb les agències de qualificació, que actualment determinen els mercats malgrat la seva miopia.

### **Prosseguir en la via solidària i donar-li tota la seva credibilitat**

Res no serà possible sense una millora dels procediments de prevenció i de sanció perquè siguin respectades les regles col·lectives en matèria pressupostària.

Cal fer més eficaç el Pacte d'Estabilitat i de Creixement. Cal ampliar la seva part preventiva. Per fer-ho, s'ha de tenir en compte el criteri d'endeutament i sostenibilitat i no pas únicament el criteri de dèficit anual, que ha limitat els esforços d'ajustament en període de creixement. No han estat seguits prou de prop els desequilibris de balança corrent, ni tampoc la formació de bombolles en alguns preus d'actius. Cal sistematitzar la vigilància de la solidesa dels sistemes bancaris amb tests de solvència que siguin indiscutibles.

En la seva comunicació del 12 de maig de 2010, la Comissió Europea va proposar millorar la part preventiva i repressiva del Pacte d'Estabilitat i Creixement. Dins el marc del semestre europeu, es tractaria d'aplicar un control més precoç dels programes d'estabilitat i convergència. La Comissió, en aquest cas, podria proporcionar als Estats indicacions en la preparació de pressupostos nacionals i formular recomanacions.

És indiscutible que cal relegitimar l'autoregulació per part dels Estats membres. Alemanya i França van debilitar indubtablement el Pacte el 2004 no aplicant-lo. Però això no pot conduir a donar poders exorbitants a la Comissió Europea o a multiplicar instàncies, nacionals o comunitàries, pretesament independents, com ara els comitès de savis o d'experts.

El semestre europeu, amb certes condicions, pot representar una eina. Aquest nou procediment no s'ha de convertir en una eina tecnocràtica en mans de la Comissió per imposar als Estats solucions estandarditzades i restrictives, que siguin desfavorables a les poblacions. Ara que l'FMI abandona les seves males pràctiques en la matèria, no es tracta pas que d'altres el substitueixin en aquest mateix paper... La Comissió Europea no disposa de la legitimitat democràtica necessària per fer aquest paper, i per un Jacques Delors que pogués aparèixer, quants José Manuel Barroso hauríem de témer?

En canvi, el semestre europeu podria esdevenir una eina útil per a la vigilància col·lectiva i per permetre un acostament de les previsions d'elaboració dels pressupostos. Per exemple: com explicar que els diferents Estats membres no construeixin els seus pressupostos sobre les mateixes previsions de cotització eurodòlar o de creixement mundial? El semestre europeu podria fins i tot permetre un debat més democràtic i fructífer, tant en l'àmbit nacional com en el comunitari, si el Parlament europeu hi estigués associat. Seria útil assegurar la conformitat de les projeccions presentades als parlaments nacionals i en el marc del Pacte d'Estabilitat i Creixement: els governs demostrarien així la credibilitat del seu compromís, validada davant dels seus parlaments. A més, la discussió pressupostària nacional podria enriquir-se tenint en compte el debat

**La brutalitat i la rapidesa dels ajustaments no els faran més creïbles; al contrari, hi hauria el perill que fos contraproduent i convertís en il·lusori el sanejament de l'estat de les finances públiques. Cal que els esforços demanats a les poblacions siguin justos, sobretot els destinats a preservar el consum de les famílies, que té un paper gens negligible en el sosteniment del creixement**

observat durant el semestre europeu. Per exemple, els debats sobre les previsions de creixement escollides pel Govern seran sens dubte menys sistemàtics gràcies a aquest examen previ en l'àmbit europeu.

### **No substituir el rigorisme cec dels Estats per la miopia dels mercats**

Seria un suïcidi, tant políticament com econòmicament, refusar *a priori* qualsevol desviació dels primers compromisos que es van prendre "en calent" envers Grècia i Irlanda, siguin quins siguin els esforços que s'avinguin a fer els Estats en dificultats. D'una banda, políticament, perquè és impossible fer recaure tot el pes dels ajustaments en el país en dificultats. A menys que amb una deflació dels costos salarials i dels preus en els mercats interns es vulguin reproduir els efectes que s'haurien derivat d'una devaluació de la seva moneda, demanar a aquests països que facin sols tot el camí aniria en detriment de tots els ciutadans europeus. I, d'altra banda, eco-



nòmicament, perquè uns ajustaments brutals i simultanis als Estats europeus tindran inevitablement conseqüències recessives. Un procés, a llarg termini, de redreçament de les finances públiques permetrà retornar a un creixement més vigorós. Les agències de qualificació, malgrat la seva miopia, també insisteixen molt, en les seves anàlisis, que cal tenir en compte el creixement de les economies per poder jutjar la sostenibilitat de les finances públiques.

La brutalitat i la rapidesa dels ajustaments no els faran més creïbles; al contrari, hi hauria el perill que fos contraproductiu i convertís en il·lusori el sanejament de l'estat de les finances públiques. Cal que els esforços demanats a les poblacions siguin justos, sobretot els destinats a preservar el consum de les famílies, que té un paper gens negligible en el sosteniment del creixement.

La necessitat de mantenir el creixement en el conjunt dels països de la zona, i especialment en aquells que han de procedir a ajustaments importants de les seves finances públiques, podria indicar la conveniència d'una iniciativa europea en aquesta matèria. Aquesta acció podria recolzar-se en una reorientació dels fons estructurals i l'augment de la seva partida pressupostària per mantenir els esforços dels països en dificultats: això implicaria acceptar finalment que es revisi a l'alça el pressupost comunitari.

També requeriria la millora de l'anomenat procés de Lisboa II per identificar les polítiques favorables al creixement de la zona. Cal posar en primer pla les polítiques de recerca, educació i innovació. Això no vol dir que s'hagin de portar al nivell comunitari, que no és per força el més eficaç, sinó que implica no sacrificar-les a un ajustament pressupostari a curt termini. Cal que el semestre europeu sigui una oportunitat de recordar aquesta necessitat. A manca d'això, les polítiques de futur quedaran sacrificades, i les despeses d'educació podrien patir molt els ajustaments si aquests recauen massa fortament sobre els sectors públics, ja que l'educació sempre representa una part important de llocs de treball públics.

I finalment, és indispensable una coordinació millor de les polítiques fiscals, així com una iniciativa francoalemanya que doni un impuls fort en la matèria, en lloc d'alimentar la competència a l'interior de la zona de l'euro. Els projectes de fiscalitat a la baixa, vinguin d'on vinguin (IVA social per entrar en competència amb els Estats veïns, agressives taxes d'impost sobre societats (IS) mantingudes a Irlanda), cal substituir-los per una visió col·lectiva, que podria prendre la forma d'un acostament

de les bases imposables de l'impost sobre societats, d'un tipus central d'aquest impost, i fins i tot l'establiment coordinat d'una tributació ecològica

Com fer que una part del cost de la intervenció dels Estats recaigui en els inversors als quals els Estats han evitat pèrdues massives?

Aquesta qüestió, en suspens des de la posada en marxa dels plans públics de salvament dels bancs, la plantegen regularment els nostres associats alemanys i remet a una preocupació legítima: és just que els contribuents, especialment les classes modestes i mitjanes, hagin de contribuir sistemàticament per limitar les pèrdues dels inversors?

Ja hem vist que no seria realista acceptar, en nom d'aquest principi, suspensions de pagaments que desestabilitzarien les nostres economies, amb conseqüències perniciosos per a les poblacions. La manera més satisfactòria de sortir d'aquest dilema consisteix a orientar-se cap als sectors financers beneficiaris dels ajuts públics per fer-los participar en el finançament dels ajustaments pressupostaris que se'n derivin. En primer lloc, assegurant la seva solidesa

financera futura, mitjançant una reforma de la regulació financera més àmplia i l'aplicació de tests de solvència que siguin exigents i creïbles. Sobretot, la fiscalitat pot tenir un paper crucial intervenint *a posteriori* i retentint una part dels beneficis derivats del retorn dels bancs i els inversors a situacions favorables.

Però aquí s'imposa una condició: els Estats no han de cedir al discurs de competitivitat dels sectors bancaris nacionals ni a una carrera reglamentària i fiscal a la baixa, que ens faria tornar de seguida a la crisi passada. També aquí es podria proposar una iniciativa coordinada per establir un gravamen de les entitats financeres en l'àmbit comunitari o francoalemany. ■

**És indispensable una coordinació millor de les polítiques fiscals, així com una iniciativa francoalemanya que doni un impuls fort en la matèria, en lloc d'alimentar la competència a l'interior de la zona de l'euro**