VNIVERSITAT DE VALÈNCIA

Investidura com a Doctor "Honoris Causa" per la Universitat de València a Paul de Grauwe

Discurs d'acceptació

València, 30 novembre de 2012

La zona euro com a obra teatral de moralitat

Senyor rector, col·legues, estudiants i amics.

PERMETIN-ME, EN PRIMER LLOC, EXPRESSAR ELS MEUS sentiments de gratitud i alegria per estar ací hui amb vostès rebent aquest gran honor que és el títol de Doctor *Honoris Causa* per la Universitat. El grau que m'atorguen no només és un gran honor, sinó que també ens indica a mi i a molts dels meus col·legues en aquesta i en altres universitats la importància que té la cerca de la veritat.

Així que, en cert sentit, el que celebrem hui és aquest constant esforç per trobar la veritat en el qual hem estat involucrats molts dels meus amics i col·legues i jo mateix.

Per a vostès no serà una sorpresa que vulga impartir una *lectio* sobre la crisi a la zona euro: una crisi que si no s'atura prompte posarà en perill l'estructura de la Unió Europea.

No és una exageració afirmar que hi ha una profunda bretxa entre el nord i el sud de la zona euro. Aquesta bretxa

no és solament econòmica: un nord relativament pròsper que fins ara no s'ha vist massa afectat per la crisi del deute sobirà i un sud (incloent-hi Irlanda) afligit per problemes i on la crisi del deute ha colpejat amb tota la força i ha portat als països cap a una situació d'inestabilitat caracteritzada per altes xifres d'interès, austeritat pressupostària, índexs de desocupació cada vegada majors i recessió econòmica.

Paral·lelament a aquesta bretxa econòmica, hi ha una profunda divisió en la naturalesa de les anàlisis que proporcionen els economistes sobre les causes i les solucions a la crisi del deute sobirà. La visió sobre les causes i les solucions que predomina a Alemanya i els seus satèl·lits té dos ingredients principals. En primer lloc, en la part de diagnòstic, existeix la convicció en el nord d'Europa que la culpa de la crisi es troba en el balafiament dels governs, que va portar a uns dèficits i deute excessius. En segon lloc, en el costat dels remeis, la visió del nord és que s'ha d'imposar als governs un càstig amb la finalitat d'assenyalar a aquells que no han d'intentar "tornar a pecar".

El "diagnòstic del nord" podria aplicar-se a Grècia, però no en el cas de la majoria dels altres països de la zona euro, i especialment Espanya. Abans de la crisi, el deute públic en relació amb el PIB estava disminuint en la majoria de països de la zona euro. Després de 2007, el deute públic pel que fa al PIB va començar a augmentar quan els governs es van veure obligats a salvar el sistema bancari i a mantenir

l'activitat econòmica (tot permetent que els estabilitzadors automàtics de pressupostos feren el seu treball). En lloc de culpar aquests governs, els "analistes del nord" haurien de felicitar-los per haver salvat el sistema bancari i gran part de l'economia privada. L'elevat dèficit pressupostari i els deutes heretats d'aquell episodi són testimoniatges del servei públic que han proporcionat els governs.

Quasi amb tota seguretat, un diagnòstic que culpe de la crisi els governs no pot aportar-hi les solucions adequades. La insistència en el fet que els governs haurien de ser castigats pel seu mal comportament mitjançant durs programes d'austeritat, ha tingut com a conseqüència que la zona euro es trobe a punt d'una nova recessió. Això no ajudarà a reduir el dèficit pressupostari ni el deute. Les recessions, invariablement, incrementen el dèficit de l'estat i el deute, i contraresten en gran mesura els efectes de l'austeritat pressupostària.

Dit això, els nivells de deute públic i de dèficit són massa alts i haurien de disminuir amb el temps. El fet és que l'anàlisi del nord té com a efecte imposar la dura austeritat massa ràpid i a massa països al mateix temps. Això condueix a una espiral de deflació que està empenyent la zona euro cap a una recaiguda en la crisi. En molt poques ocasions una anàlisi ha sigut, al mateix temps, tan influent i tan poc útil a l'hora de resoldre una crisi. Per què ha d'aferrar-se el nord d'Europa a un diagnòstic de la crisi de tan poca utilitat?

Una raó és que un nombre massa gran d'analistes al nord d'Europa veuen la crisi com un problema de perill o risc moral. Molts economistes de reconegut prestigi d'aquests països han destacat el comportament irresponsable dels governs de països perifèrics com la causa principal de la crisi i han advertit que si se'ls concedeix l'assistència econòmica, s'incitarà aquests governs a continuar sent irresponsables. Aquesta ha sigut l'opinió dominant en la premsa de països com Alemanya, Finlàndia i els Països Baixos. Com a resultat, el sentiment popular en aquests països s'ha tornat en contra de l'assistència econòmica als "governs irresponsables". Aquest sentir públic ha tingut molta influència a l'hora de donar forma a les polítiques oficials alemanyes, finlandeses i holandeses. Però, és la crisi el resultat d'un risc moral?

Prenem els casos d'Irlanda i Espanya. Els índexs de deute públic en aquests dos països van disminuir dràsticament abans de 2007. Molt més que en altres països, els governs d'Irlanda i Espanya van ser forçats a rescatar els bancs i a mantenir l'activitat econòmica. L'efecte va ser l'explosió del seu deute públic. De cap manera un pot interpretar que aquests fets són el resultat d'un risc moral. La raó per la qual els governs espanyol i irlandès augmentaren el seu deute des de 2007 no va ser perquè esperaven ser rescatats per Alemanya o qualsevol altre país. Ho van fer perquè qualsevol govern responsable del benestar dels seus ciutadans hauria fet el mateix. No hi havia cap altra opció vàlida, excepte la de

deixar que l'economia i el sistema de mercat d'aquests països esclatara.

Els defensors del diagnòstic del risc moral hi podrien objectar, arribats a aquest punt, que fins i tot si les accions dels governs no estigueren conduïdes pel risc moral, aquest risc estaria en el nucli de la crisi de la banca que va obligar a intervenir els governs. Per tant, bàsicament, la causa de la crisi és el risc moral: els bancs van córrer massa riscos perquè esperaven ser rescatats pels governs respectius. Aquesta interpretació tampoc no té sentit. És cert que els banquers van córrer riscos desmesurats. Però no perquè en el fons tenien la idea que els governs els rescatarien. L'alta gerència dels bancs no podia, de cap manera, esperar que els governs els rescataren, ja que aquesta operació de rescat els hauria costat el seu lloc de treball.

Van córrer riscos excessius perquè l'eufòria durant els anys de la bombolla econòmica els va impedir veure aquests riscos. L'eufòria, al seu torn, va ser generada pels mercats financers que mancaven d'un mecanisme disciplinari, i per l'absència de supervisió, ja que els supervisors eren presa de la mateixa eufòria. El risc moral no va tenir quasi res a veure amb això.

Ara la idea de risc moral al nord d'Europa ha degenerat en una obra teatral de moralitat en la qual hi ha països bons i dolents. Els països bons no haurien d'ajudar els dolents. Si ho feren, estarien premiant el seu mal comportament. El càstig és necessari. El fet és que si bé és cert que els agents privats

del sud van assumir massa riscos elevats abans de la crisi, també ho és que els creditors del nord van ser igualment imprudents en donar tant crèdit als prestataris, per la qual cosa haurien d'haver esperat que aquests tinguessin dificultats de pagament. Es necessiten dos per ballar un tango. Per cada deutor irresponsable hi ha un creditor imprudent. Així que hem de deixar de jugar un joc de moralitat a la zona euro. Les responsabilitats del desastre són compartides pel nord i el sud.

L'actitud moralista és l'obstacle més important per resoldre la crisi. Aquest pensament moral té també l'efecte de la introducció de la desconfiança i l'hostilitat entre els països membres. Mentre aquesta desconfiança existisca, cap solució a la crisi de l'eurozona és possible.

Així doncs, deixem de banda aquesta actitud moralista i pensem, des d'un punt de vista pràctic, les maneres en què es pot resoldre la crisi. Veig tres àrees principals en les quals l'acció es fa necessària.

La primera té a veure amb el paper del BCE (Banc Central Europeu). D'entrada, el BCE hauria d'intervenir per a evitar que el pànic i la por minen l'estabilitat de l'eurozona. El BCE és l'única institució que pot evitar que els sentiments de por i pànic del mercat cap als bons de l'Estat empente els països a la insolvència. Com a institució creadora de diners, té una capacitat infinita de comprar bons de l'Estat.

El 6 de setembre de 2012, el BCE va reconèixer finalment aquest punt i va anunciar el seu programa de "Transaccions Monetàries Directes" (OMT), que promet la compra de quantitats il·limitades de bons de l'Estat durant les situacions de crisis. Això suposa un gran avanç i ha tingut com a efecte la reducció de les pors existencials que hi havia a la zona euro.

Així doncs, el BCE ha pres la decisió correcta. No obstant això, la credibilitat del programa es veu afectada per les intenses crítiques, especialment a Alemanya. Continua l'expressió d'arguments en contra de l'opinió que el BCE hauria d'actuar com a entitat prestadora d'última instància en els mercats de bons de l'Estat. Alguns d'aquests són falsos, particularment l'argument sobre el risc d'inflació. Uns altres han de prendre's més de debò. Existeix el risc moral. Jo vaig argumentar que aquest risc moral s'ha exagerat. No obstant això, en aquest cas cal prendre-ho de debò. Quan el BCE ofereix suport il·limitat als mercats de deute públic pot crear incentius perquè els governs minven els seus esforços en la reducció del deute i el dèficit. Aquest risc, no obstant això, ha de ser vigilat per institucions independents, en particular la Comissió Europea, l'objectiu de la qual és controlar el deute i el dèficit públic excessius. Aquestes institucions estan en procés de ser establertes (Semestre Europeu, Pacte Fiscal, sancions automàtiques, etc.). Aquest mecanisme de disciplina i sancions hauria d'alliberar el BCE de la seua por al risc moral (una por que no va tenir quan va dotar els bancs

de 1.000 bilions amb una baixa taxa d'interès en el context del programa LTRO a la fi de 2011 i principi de 2012).

Les contínues i ferotges crítiques contra la idea que el BCE hauria de ser l'entitat prestadora en darrer terme en els mercats de bons de l'Estat explica la raó per la qual el BCE va adjuntar un gran nombre de condicions al seu programa OMT. És probable que aquestes condicions reduïsquen l'efectivitat del programa. En primer lloc, el BCE limitarà la compra a bons d'una maduresa de tres anys o menys. No hi ha un argument econòmic vàlid per a imposar aquesta limitació. De fet, podria fins i tot augmentar la fragilitat dels sobirans, que disposarien llavors d'un incentiu per a emetre bons de menys maduresa del que haurien fet en un altre cas, i això els fa més vulnerables a les crisis de liquiditat.

En segon lloc, el BCE ha posat com a condició a l'ús del programa OMT que els països involucrats recórreguen al MES (Mecanisme Europeu d'Estabilitat), que podria, al seu torn, sotmetre aquests països a programes d'austeritat addicionals. Això fa que els països siguen empesos a una recessió com a condició per a obtenir una ajuda del BCE. És complicat comprendre la lògica econòmica d'una teoria com aquesta. Al meu entendre, és el resultat de l'enfocament moralista del problema, tan popular al nord d'Europa i que desitja que els països que demanen suport siguen castigats en primer lloc pels seus pecats.

La segona àrea d'acció té a veure amb polítiques de macroeconomia. La Comissió Europea hauria de prendre les regnes per a canviar la naturalesa de les polítiques macroeconòmiques de la zona euro. Els països que tinguen dèficit en els comptes corrents de la seua balança de pagaments no tenen un altre remei que continuar amb l'austeritat, encara que la Comissió Europea hauria de permetre que aquests programes d'austeritat s'estengueren durant un període més llarg de temps. A més de viatjar als països amb dèficit i predicar amb l'austeritat, la Comissió Europea també hauria d'anar als països amb superàvit en els seus comptes i instar-los a deixar d'intentar equilibrar els seus pressupostos públics mentre que la zona euro córrega el risc d'entrar en recessió. El missatge de la Comissió Europea hauria de deixar clar que el dèficit de pressupost en aquests països és bo tant per a ells com per al sistema.

Segons el meu punt de vista, la causa de la recaiguda en la recessió a la qual s'està empenyent la zona euro rau en l'asimetria entre les polítiques macroeconòmiques de la zona euro per mitjà de les quals els països del sud d'Europa són forçats a seguir violents programes d'austeritat, mentre que el nord d'Europa es nega a compensar això amb polítiques macroeconòmiques d'expansió. Aquesta recessió constitueix el principal risc de ruptura de la zona euro. En la mesura en què els països siguen empesos cap a una recessió, la desesperació

s'intensificarà, conduint a incontrolables reaccions socials i polítiques.

Finalment, per a aconseguir una unió monetària sostenible, els ingredients clau són la unió pressupostària i bancària. No obstant això, la unió pressupostària és una perspectiva a llarg termini. Hi ha poques possibilitats d'aconseguir-ho en poc temps, perquè comporta un traspàs fonamental de sobirania dels estat-nació a les institucions europees. El que sí que es pot dur a terme de manera relativament ràpida és el tema dels eurobons comuns. Aquest enfocament té l'avantatge de fer saber al mercat que s'estan fent passos irreversibles cap a la unió pressupostària i s'estan reduint així els temors existencials que desestabilitzen la zona euro. És clar que s'hauran de superar molts problemes per a poder emetre eurobons, però aquesta teoria té la qualitat de posar en marxa un procés que és inevitable si el que es vol és mantenir l'euro.

El mateix es pot dir sobre la unió bancària. Aquesta unió és important per tal que la unió monetària puga ser sostenible. Possibilita el fet d'acabar amb "la relació mortal" entre els bancs i la sobirania. Quan els bancs tenen problemes, la sobirania també s'enfronta a dificultats. En canvi, quan la sobirania no pot fer-hi front, els bancs també són portats a la insolvència. Aquest és un dels problemes als quals s'enfronta Espanya actualment. La unió entre els bancs ajudarà a trencar els lligams entre el govern nacional i el sistema bancari.

Tanmateix, una unió bancària, així com una unió pressupostària, requereix un gran traspàs de sobirania a les institucions europees. Aquestes hauran de rebre el poder de supervisar els bancs i els recursos per a intervenir-hi en temps de crisis.

Aquests són els tres components de qualsevol programa adreçat a salvar l'euro. Els detalls del programa poden canviar, però les línies generals no poden variar tant. El que caldrà veure és si un programa com aquest podrà o no trobar el consens necessari entre els líders polítics europeus.

Un programa així només podrà funcionar si hi ha confiança entre els països membres de la zona euro. Els països del nord d'Europa han de tenir fe en el fet que els països del sud seran seriosos a l'hora de reduir-ne el deute i els índexs de dèficit. Els països del sud d'Europa, al seu torn, han de tenir fe en el fet que els països del nord no intentaran dominar-los. Si no hi ha confiança mútua, no es podrà avançar en el traspàs de sobirania. I la confiança només tindrà lloc si un està disposat a deixar de banda l'anàlisi moralista que ha prevalgut durant els últims anys, i de la qual es desprèn la idea que alguns països han sigut castos mentre uns altres han sigut pecadors. La zona euro no és una obra teatral de moralitat.

Paul de Grauwe
London School of Economics