

Professor d'Economia d'Esade

# Josep Manel Comajuncosa

## L'estat de salut de l'euro

D'uns mesos ençà les preocupacions d'alguns dels principals economistes sobre el futur de l'euro han saltat del debat acadèmic a la premsa quotidiana. El professor Comajuncosa ens introdueix aquí en les mancances del Pacte d'Estabilitat que va generar l'euro. Per bé i per mal, aquest va ser el resultat d'un pacte polític. Ara, però, és l'hora de posar les bases per garantir-ne el seu futur. Per dur-ho a terme cal coordinar polítiques fiscals i controlar l'endeutament dels estats membres, també corregir els desequilibris crònics de les diferents economies i dur a terme l'ampli llistat de reformes pendents. L'Estat espanyol parteix en aquesta cursa d'una situació complexa. Part d'aquesta situació prové d'un mal ús dels fons de cohesió europeus, esmerçats durant anys a vertebrar econòmicament l'Estat, en comptes d'invertir en una millora de la seva competitivitat. Malgrat tot, l'autor veu la viabilitat de l'euro factible i recomana relaxar els ajustos fiscals per facilitar la recuperació.

### La creació de l'euro

Quan al 1999 es fan fixar irrevocablement els tipus de canvi de les monedes que s'incorporaven a l'euro, ja era evident que la decisió implicava alguns riscos i dificultats. De fet, ja abans d'aquesta creació hi va haver un debat a nivell teòric i acadèmic sobre la conveniència o no de crear una moneda única europea. Un debat que es donà a l'entorn de la teoria de l'àrea monetària òptima, desenvolupada als anys 30 per l'economista Robert Mundell.

Era evident que no totes les condicions es complien: la inexistència d'una política fiscal unificada o la mobilitat del factor treball eren les més òbvies. Però es va minimitzar la importància d'aquestes dificultats i es va prendre una decisió de tipus polític. Amb això no volem dir que fos una decisió dolenta: en realitat, totes les decisions preses des del Tractat de Roma a favor d'una major integració europea són abans que res decisions polítiques en el millor sentit de l'expressió. Karl Popper qualificà aquest procés d'integració com la més gran i millor experiència d'enginyeria social de tipus pacífic al segle xx. Un segle que en el terreny de l'enginyeria social havia donat experiències ben tristes i tràgiques.

La primera dècada d'existència de l'euro va ser una dècada d'èxits. La moneda única va afavorir el comerç entre països europeus, va promoure la integració dels seus mercats financers i va comportar un control de la inflació que va fer possible uns tipus d'interès baixos que afavorissin la inversió productiva. Cal dir que possiblement van ser uns tipus massa baixos per a algunes economies que van veure com la inversió anava cap a destins poc productius, provocant en darrer terme bombolles immobiliàries. No hauríem però de responsabilitzar d'això a l'euro: bombolles immobiliàries n'hi ha hagut en aquest període també fora de l'euro, sense anar més lluny al Regne Unit. En darrera instància l'euro va ser un dels factors que va contribuir al creixement econòmic experimentat a tota la zona des de la seva creació fins al 2008. Una llarga dècada de creixement econòmic, sobretot per als països que partien amb nivells de renda més baixos.

Però des del primer moment hi havia la certesa que per a un bon funcionament de l'euro era necessari coordinar les polítiques fiscals. També hi havia la incertesa de què es podria fer en cas que es produís el que els economistes teòrics anomenem una pertorbació asimètrica.

### El Pacte d'Estabilitat

Per coordinar les polítiques fiscals les economies que van adoptar l'euro van signar l'anomenat Pacte d'Estabilitat. Pacte que limitava estrictament els dèficits públics a l'1% del PIB en moments de creixement i donava un

**Per coordinar les polítiques fiscals es va signar l'anomenat Pacte d'Estabilitat. Aviat es va fer evident que aquest pacte havia estat mal dissenyat.**

petit marge de maniobra fins al 3% del PIB en cas de recessió econòmica. Malauradament aviat es va fer evident que aquest pacte havia estat mal dissenyat. L'any 2004 Alemanya, després de dos anys d'un creixement molt pobre i amb la por d'entrar en una recessió amb deflació similar a la japonesa dels anys 90 o a la Gran Depressió dels 30, va utilitzar la recepta que l'ortodòxia econòmica recomana en aquests casos, va augmentar la seva despesa pública i va retallar els seus impostos. Ho va fer fins a assolir el límit del 3%, però en veure que la seva economia no reaccionava va sobrepassar aquest límit i no va pagar la multa prevista en el pacte. Malgrat el daltabaix polític generat aleshores cal dir que no va eludir el pagament per egoisme o despreocupació sinó perquè pagar la multa hauria estat equivalent a invertir la política fiscal i l'hauria abocat a una recessió amb deflació. Davant d'aquest fet consumat es va procedir a introduir tota una varietat de circumstàncies excepcionals sota les quals un país podia sobrepassar el límit del 3%, de tal manera que el pacte, de fet, havia deixat d'existir.

Tot i la consciència que tard o d'hora seria necessari establir un mecanisme creïble de coordinació de les polítiques, la decisió es va anar posposant. I va quedar del tot oblidada el 2008.

### L'arribada de la crisi

En constatar que la crisi financera iniciada al mercat hipotecari nord-americà es traslladava ràpidament a l'economia real, produint recessions econòmiques a tots els països desenvolupats i un important alentiment o fins i tot crisi en moltes de les economies en desenvolupament, el Fons Monetari Internacional (FMI) va recomanar a tots els governs que no dubtessin de gastar diners per salvar els seus sistemes financers i de mantenir la demanda, per tal d'evitar una veritable fallida que portés a una crisi de la magnitud de la Gran Depressió dels anys 30. Encara que la mesura implicés l'aparició d'importants dèficits públics. El Banc Central Europeu (BCE) es va sumar a aquestes recomanacions i els compromisos de control del dèficit públic es van abandonar temporalment.

Aquesta decisió del FMI i del BCE de recomanar polítiques fiscals expansives es troba dins de la lògica de la teoria econòmica keynesiana. Davant d'una recessió de demanda, és a dir, una recessió provocada per la

caiguda del consum de les famílies i de la inversió empresarial, deguts a la retallada del crèdit que havia comportat la crisi financera i deguts també al clima generalitzat de desconfiança, l'única política útil és la política fiscal. Caldria afegir que és l'única política útil a curt termini. Quan els economistes clàssics van retreure a Keynes als anys 30 que el dèficit públic creat i el consegüent endeutament públic perjudicarien el creixement econòmic a llarg termini, Keynes va donar la seva famosa resposta: senyors, a llarg termini estarem tots morts. Evidentment no és que Keynes fos un cínic, simplement era una manera de dir que atesos els problemes existents a curt termini (una taxa d'atur que superava el 25% i les classes mitjanes caient en la pobresa) ja hi hauria temps per atendre el llarg termini més endavant.

El problema és que aquest llarg termini que als anys 30 del segle passat quedava remot i llunyà, a principis del segle XXI, en un món on la informació viatja a la velocitat de la llum i els mercats, sobretot els financers, estan liberalitzats i integrats, el llarg termini pot trobar-se a quatre passes. Això és el que li ha passat en primera instància a Grècia, i el que amenaçava de passar a Portugal, Espanya, Irlanda i fins i tot Itàlia.

Quan els mercats van detectar que l'economia grega havia generat un enorme dèficit públic i estava fortament endeutada, i que els diners no s'havien utilitzat per millorar la capacitat de l'economia grega per produir béns i serveis, i en darrer terme poder exportar-los per generar la riquesa necessària per retornar els diners, els mercats es van preocupar. Van començar a exigir un tipus d'interès més alt per a comprar deute públic grec, és a dir, van augmentar la seva prima de risc. Uns bons que es col·locaven al mercat poc per sobre del 4% al mes de març havien de pagar més d'un 12% dos mesos després. Era evident que la càrrega d'aquests interessos, amb una economia en recessió deixaven el govern grec a una passa de la fallida.

Es va fer evident que l'economia grega necessitava l'ajut de la resta d'economies de la zona euro. S'havia produït una conjunció dels dos punts dèbils implícits en la creació de l'euro que hem esmentat més amunt. El desajust entre les polítiques fiscals havia creat una pertorbació asimètrica. Un problema, en termes de fer front al pagament del deute i

**La decisió del FMI i del BCE de recomanar polítiques fiscals expansives es troba dins la lògica de la teoria econòmica keynesiana.**

de dificultat de recuperar el creixement, que no era compartit per la resta de països de la zona. En aquests casos l'ajut de la resta de països és imprescindible, però la inexistència d'un protocol prèviament establert i l'aparició de diferents punts de vista sobre quina era la manera adequada de fer front a la crisi va endarrerir en excés la solució. Quan es va crear un fons d'ajut a Grècia, els problemes per col·locar deute públic i les primes de risc més elevades s'havien estès ja a d'altres economies. Finalment va ser necessari crear el Fons per a l'Estabilització del Sistema Financer.

### Desapareixerà l'euro?

Tota la crisi del deute públic, els conflictes apareguts per trobar una solució acceptable per a tothom i les dificultats d'algunes economies de la zona euro per recuperar un creixement suficient per generar els llocs de treball destruïts els darrers dos anys han fet aparèixer multitud de veus que posen en qüestió la supervivència de la moneda única europea. I aquesta és la qüestió a la qual finalment ens volem adreçar.

**Hi ha dues qüestions a tenir en compte. La primera, si l'euro és econòmicament viable. La segona, si la seva continuïtat és quelcom desitjable.**

Hi ha dues qüestions a tenir en compte. La primera, si l'euro és econòmicament viable. La segona, si la seva continuïtat és quelcom desitjable.

Responent a la primera, ens afanyem a dir que en la nostra opinió l'euro és econòmicament viable si es compleixen algunes condicions. Gairebé tothom coincideix que entre aquestes condicions hi ha el disseny d'un mecanisme que permeti coordinar les polítiques fiscals i mantenir els dèficits i endeutaments públics sota control. També és de vital importància la creació d'un protocol d'actuació per evitar el clima d'incertesa generat en aquest episodi si en el futur tornessin a aparèixer problemes amb el pagament del deute d'algun estat. Però, més enllà d'aquestes, més freqüentment assenyalades, insistirem en la necessitat de corregir els desequilibris crònics de les balances per compte corrent com a un requisit addicional<sup>1</sup>.

Pel que fa referència a la conveniència de mantenir l'euro, podem pensar en l'escenari que es donaria en cas que s'eliminés. Un escenari gens desitjable. Implicaria tornar a una UE on els estats tindrien les seves pròpies monedes. Hi hauria períodes d'estabilitat durant els quals els tipus

de canvi serien força estables, cada país tindria tipus d'interès diferents i les economies més dèbils pagarien una prima de risc, un interès més elevat, per col·locar en els mercats els seus títols de deute públic. Tot això en un context de tensions polítiques entre els estats per mantenir la seva quota en el comerç internacional. Aquests serien seguits d'altres períodes on les tensions desencadenarien devaluacions competitives, amb les corresponents turbulències en els mercats financers. De fet, si una cosa ha quedat clara els darrers mesos és que aquest no és un escenari gens desitjable.

### Els desequilibris per compte corrent i el creixement

Cal tenir en compte que el problema actual no és únicament d'endeutament públic. Per exemple, Espanya té un deute públic acumulat relativament baix. És sobretot un problema del sistema financer europeu i un problema per les dificultats que troben alguns estats per recuperar el creixement.

Per solucionar el primer és imprescindible seguir amb les reformes del sistema financer i molt possiblement recapitalitzar les entitats d'alguns països, sobretot Grècia i Alemanya.

Per recuperar un creixement sostingut a tota la zona cal reduir els desequilibris crònics de les balances per compte corrent. Des de la creació de l'euro, algunes economies han acumulat any rere any dèficits per compte corrent. És el cas de Grècia, d'Espanya, de Portugal i en menor mesura d'Irlanda i d'Itàlia. Hi ha diverses raons. Una taxa d'inflació més elevada. Una evolució dels salaris no prou vinculada amb la productivitat. Una excessiva força del consum intern basada en l'endeutament que ha fet augmentar en excés les importacions. I sobretot l'evolució negativa de la productivitat, conseqüència d'una indústria massa intensiva en treball i potser massa basada en el sector de la construcció, i amb poca capacitat de generar innovació tecnològica.

Sens dubte les primeres que han d'actuar per solucionar això han de ser les economies afectades, trobant models productius més competitius. Totes elles necessiten reformes estructurals. A Grècia una revisió a fons del sector públic i del sector financer. A Portugal una recuperació del crèdit i un comportament més innovador de les empreses. A Espanya és impres-

cindible una reforma del mercat de treball que eviti que en qualsevol episodi de recessió la taxa d'atur dupliqui la de la resta d'estats europeus.

Aquestes reformes de l'economia espanyola són encara més necessàries per a l'economia catalana, on la indústria té una importància més gran i amb una economia més exportadora que la resta de l'Estat.

Un altre aspecte que no s'ha tractat prou és la utilització que s'ha fet dels fons estructurals i de cohesió procedents d'Europa. La seva raó de ser era precisament contribuir a millorar la productivitat de les economies amb una menor capacitat en un entorn de lliure mercat.

**L'ús dels fons estructurals i de cohesió procedents d'Europa ha posat per davant la vertebració d'Espanya a la millora de la competitivitat de l'economia.**

Però malauradament s'ha donat prioritat als aspectes polítics davant dels aspectes d'eficiència. S'ha posat per davant la vertebració d'Espanya a la millora de la competitivitat de la seva economia. A títol d'anècdota: el president Zapatero presumia al congrés dels diputats que a l'Estat hi havia la millor xarxa del món de trens d'alta velocitat. No va dir que de trens de passatgers. De veritat ens ho podem permetre? De veritat és necessari? Quan l'administració Obama va arribar al govern, en una estratègia per

reduir el cost energètic del seu transport intern molt basat en l'avió, va decidir enviar experts per analitzar el model d'alta velocitat espanyol. Al cap de poc temps els experts van marxar afirmant que aquí devíem ser molt rics perquè als Estats Units no es poden permetre una xarxa tan cara i amb tan poca rendibilitat. I mentrestant tots els ports mediterranis, arribada natural a Europa via canal de Suez de tots els productes dels països emergent d'Àsia, continuen sense estar connectats amb els grans mercats Europeus amb vies d'amplada europea, una circumstància que estimularia la productivitat de tot l'arc mediterrani i les seves exportacions.

Però tot i la necessitat urgent d'aquestes reformes en els països, per si soles no són suficients per fer viable l'euro. És necessària una revisió de la pauta de desequilibris de la balança per compte corrent. O, el que és el mateix de la pauta de consum i estalvi entre els països de la zona euro. Aquest aspecte s'esmenta amb menys freqüència però va guanyant també presència en el debat a nivell europeu.

I aquí juga un paper molt important Alemanya. És necessari que Alemanya tingui un superàvit per compte corrent respecte de totes les

economies de la zona euro. L'altra gran potència exportadora global, la Xina, acumula grans superàvits per compte corrent amb els països desenvolupats però no té problemes per tenir dèficits per compte corrent amb els països del seu entorn, sobretot els del sud-est asiàtic. Precisament el creixement de països com Malàisia, Indonèsia o Tailàndia és en part degut a les seves exportacions de productes semielaborats cap a la Xina, on s'incorporen al procés productiu i són exportats posteriorment cap a la resta del món.

Una altra qüestió a tenir en compte és que Alemanya està imposant un fort ajust fiscal a totes les economies de la zona al mateix temps que l'està aplicat també a la seva pròpia economia. Històricament Alemanya té una gran aversió a la inflació i ha basat el seu creixement en una moneda forta: és per aconseguir aquests objectius que està portant a terme i imposant als altres els ajusts fiscals.

Fins ara Alemanya ha portat la iniciativa en tot el procés d'integració europea. En molts moments ha estat disposada a posar més del que ha rebut. Però la darrera crisi ha conduït la seva opinió pública i els seus responsables polítics a posicions massa inflexibles. O bé alenteixen el seu ajust fiscal, permetent un augment de la seva demanda que faci possible vendre més productes als estats amb problemes. O bé permeten un cert alentiment de l'ajust fiscal d'aquests estats, que no de les imprescindibles reformes estructurals, perquè l'impuls els arribi de l'interior. En definitiva, cal afluir per alguna banda el cinturó de l'ajust fiscal. En cas contrari les tensions, derivades del poc creixement, seguiran qüestionant l'existència de l'euro.

En conseqüència, tornem a la qüestió que esmentàvem a l'inici de l'article: la voluntat política. Aquest és el factor clau per a la pervivència de l'euro. La seva viabilitat econòmica és possible. Calen reformes en el control de les finances públiques a nivell europeu i també importants reformes estructurals en alguns països, algunes de les quals tenen un alt cost social. Per fer-les viables els països més productius, Alemanya i el seu entorn, han de tenir la visió política suficient per adonar-se que postures massa inflexibles a curt termini en termes fiscals faran les coses més complicades i les

**Cal afluir el cinturó de l'ajust fiscal. En cas contrari les tensions, derivades del poc creixement, seguiran qüestionant l'existència de l'euro.**

reformes més difícils de portar a terme. I han de tenir també la valentia de reconèixer que si alguns dels seus bancs, dissimuladament exclosos dels tests de resistència, necessiten recapitalitzacions, s'han de portar a terme. Encara que sigui complicat explicar-ho als seus ciutadans.

#### NOTES

**1** La balança per compte corrent registra la diferència dels pagaments procedents del comerç de béns i serveis i les rendes (en forma de beneficis, interessos i dividendes obtinguts del capital invertit en un altre país) entre els residents d'un país i l'exterior.