L'ECONOMIA EUROPEA

# Sis reformes per a l'Eurozona

## Repartiment de riscos i disciplina de mercat a la zona euro

Agnès Bénassy-Quéré, Beatrice Weder di Mauro, Clemens Fuest, Emmanuel Farhi, Hélène Rey, Henrik Enderlein, Isabel Schnabel, Jean Pisani-Ferry, Jeromin Zettelmeyer, Marcel Fratzscher, Markus K. Brunnermeier, Nicolas Véron, Philippe Martin, Pierre-Olivier Gourinchas



L'ex ministre grec de finances Yanis Varoufakis, a Brussel·les, durant una reunió del Consell de la Unió Europea. Font: EU Council Eurozone

Després de gairebé una dècada d'estancament, la zona euro està experimentant una recuperació sòlida. Si bé això comporta cert alleujament —sobretot en països amb nivells alts d'endeutament i de desocupació—, també genera un excés de confiança sobre l'estat subjacent de la zona euro. Tanmateix, mantenir l'*statu quo* o conformar-se amb canvis menors seria un error greu, ja que la unió monetària continua tenint mancances crítiques, com ara la fragilitat financera, condicions insuficients per al creixement a llarg termini i divisions econòmiques i polítiques profundes.

Tot i que aquests problemes tenen diverses causes, el principal factor és una arquitectura fiscal i financera mal dissenyada. En primer lloc, el "bucle diabòlic" entre els bancs i els

estats continua sent una gran amenaça per als estats membres i per a tota la zona euro. Una unió bancària incompleta i uns mercats de capital fragmentats impedeixen que la zona euro aprofiti tots els beneficis de la integració monetària i aconsegueixi un millor repartiment de riscos per mitjà dels mecanismes de mercat. En segon lloc, les normes fiscals són poc transparents, procícliques i divisives, i no han estat gaire efectives per reduir el deute públic. Els defectes de l'arquitectura fiscal de la zona euro han sobrecarregat el BCE i han donat lloc a tensions polítiques. Per últim, la incapacitat de la zona euro per fer front a països insolvents per qualsevol altre mitjà a part de préstecs de crisi subjectes a la implantació de reformes fiscals rigoroses ha donat peu al sorgiment de moviments nacionalistes i populistes tant en els països deutors com en els creditors. La pèrdua de confiança que n'ha resultat pot amenaçar no solament l'euro, sinó també tot el projecte europeu.

## El bloqueig de les reformes de la zona euro

Els membres de la zona euro estan profundament dividits sobre la manera d'abordar aquests problemes. Alguns defensen l'aplicació de normes més flexibles i millors instruments d'estabilització i repartiment de riscos en l'àmbit de la zona euro, com ara mecanismes pressupostaris comuns (o fins i tot unió fiscal) per ajudar els països que tenen problemes. Altres voldrien implantar normes més estrictes i incentius més amplis per afavorir polítiques més prudents a escala nacional, mentre que rebutgen qualsevol repartiment de riscos addicional. Una de les parts voldria eliminar la reestructuració del deute sobirà com una eina per superar les profundes crisis del deute, mentre que l'altra defensa que la disciplina de mercat és indispensable per a la responsabilitat fiscal i, en definitiva, per a l'estabilitat financera. El caràcter aparentment irreconciliable d'aquestes dues posicions ha donat lloc a un carreró sense sortida en les reformes de la zona euro.

Pensem que l'elecció entre més repartiment de riscos o millors incentius és una alternativa falsa, per tres raons. En primer lloc, una arquitectura financera sòlida exigeix instruments tant per a la prevenció (bons incentius) com per a l'atenuació de les crisis (ja que hi continua havent riscos fins i tot quan es creen els millors incentius). En segon lloc, es poden dissenyar mecanismes de repartiment de riscos que mitiguin o fins i tot eliminin el risc moral. En tercer lloc, els instruments ben dissenyats d'estabilització i repartiment de riscos són, de fet, necessaris per a una disciplina eficaç. En particular, el principi de no-corresponsabilitat financera no tindrà credibilitat si la seva implantació condueix al caos, al contagi i a l'amenaça de ruptura de la zona euro, tal com els estats membres van experimentar els anys 2010-2012 i de nou durant la seqüela grega de 2015. Per tant, els acords ben dissenyats de repartiment de riscos i millora d'incentius, tant en forma de normes més efectives com de més disciplina de mercat, s'haurien d'entendre en sentit complementari i no com a substituts.

## Sis àmbits per a la reforma

No obstant això, en la pràctica, no resulta tan senzill arribar a aquesta complementarietat. Reclama mecanismes d'estabilització i d'assegurança que siguin efectius i no donin lloc a

transferències permanents. També exigeix una reforma del marc institucional. En un nou CEPR Policy Insight (Bénassy-Quéré et al., 2017), assenyalem els sis àmbits principals de reforma de l'arquitectura financera, fiscal i institucional europea que complirien aquests objectius.

## I. Trencar el cercle viciós entre els bancs i els estats per mitjà de la introducció coordinada de costos de concentració de deute sobirà per als bancs i una assegurança de dipòsits a escala europea.

El primer aspecte exigiria que els bancs dipositessin més capital si el deute d'un únic creditor sobirà —generalment el país d'origen— supera una certa proporció del seu capital, la qual cosa incentivaria la diversificació de les carteres de valors governamentals dels bancs. El segon aspecte protegiria de la mateixa manera tots els dipositants assegurats de la zona euro, independentment del país i de la seva situació en el moment d'activar l'assegurança. Els incentius per aplicar polítiques prudents a escala nacional es mantindrien mitjançant la valoració del risc específic de cada país en el càlcul de les primes d'assegurança i l'aplicació d'un sistema de reassegurances: els fons comuns només es podrien fer servir quan s'haguessin esgotat els "compartiments nacionals".

Alhora, caldria reforçar els mecanismes per rescatar els creditors dels bancs que hagin fet fallida, augmentar la pressió dels supervisors per reduir els préstecs incobrables (fins i tot en els bancs més petits) i endurir i harmonitzar la regulació bancària. Per impulsar la unió dels mercats de capital, l'Autoritat Europea de Valors i Mercats (ESMA) hauria de tenir més competències sobre un ventall més ampli de segments del mercat, i la seva gestió s'hauria de reformar en conseqüència. En conjunt, aquestes mesures reduirien decisivament la correlació entre risc bancari i risc sobirà, i obririen el camí cap a la integració transfronterera de mercats bancaris i de capital.

## II. Substituir el sistema actual de normes fiscals enfocat al "dèficit estructural" per una simple llei de despesa orientada a la reducció del deute a llarg termini.

La legislació actual no té prou flexibilitat en moments de crisi ni tampoc la capacitat suficient en èpoques bones. A més és complexa i difícil de complir, la qual cosa exposa la Comissió Europea a crítiques per ambdues parts. S'hauria de substituir pel principi segons el qual la despesa governamental no ha de créixer més ràpidament que el rendiment nominal a llarg termini, i ha d'augmentar a un ritme més lent en els països que tenen la necessitat de reduir la ràtio entre deute i PIB. Una legislació d'aquest tipus és menys propensa a errors que la regulació actual i resulta més eficaç per estabilitzar els cicles econòmics, ja que els canvis cíclics en els ingressos no han de ser compensats per canvis en la despesa.

La supervisió del compliment de la regulació fiscal s'hauria de retornar als organismes

nacionals i independents de control de la fiscalitat, sota la supervisió d'una institució en l'àmbit de la zona euro, tal com es detalla a continuació. Els governs que vulneressin aquesta llei estarien obligats a finançar la despesa excessiva per mitjà de bons subordinats ("obligació de retre comptes"), el venciment dels quals s'ampliaria automàticament en el cas que calgués implantar un programa del Mecanisme Europeu d'Estabilització (MEDE) (l'estatus del deute existent es mantindria inalterable). La pressió del mercat en temps real, juntament amb la necessitat d'emetre aquests bons, seria molt més creïble que les actuals amenaces de multes, que mai no s'han aplicat. I el cost al qual s'emetrien aquests bons subordinats sobirans dependria de la credibilitat de les polítiques governamentals per abordar els problemes fiscals en el futur.

## III. Crear les bases econòmiques, jurídiques i institucionals per a la reestructuració ordenada del deute d'aquells països la solvència dels quals no es pot restablir mitjançant préstecs de crisi condicionals.

Això exigeix, sobretot, reduir les pertorbacions econòmiques i financeres derivades de la reestructuració del deute, disminuint l'exposició dels bancs als estats sobirans, tal com s'ha descrit anteriorment, i creant millors eines d'estabilització i una zona euro d'actius segurs, tal com es detalla a continuació. A més, la reestructuració creïble i ordenada del deute requereix l'establiment de mecanismes legals que protegeixin els estats sobirans dels creditors que intenten "esperar" el reemborsament complet, com també l'aplicació de polítiques i procediments del MEDE que es comprometin a no rescatar països amb deutes insostenibles.

A l'hora d'introduir aquestes polítiques, és essencial que no provoquin inestabilitat en els mercats del deute. Per aquesta raó, no advoquem per una política de retallades automàtiques ni per una ampliació del termini del venciment del deute en el cas d'un programa del MEDE. A més, les polítiques més estrictes de préstec del MEDE i els costos de concentració de deute sobirà per als bancs s'haurien d'introduir gradualment; anunciar en un moment en què, previsiblement, els deutes de tots els països de la zona euro que depenen de l'accés al mercat siguin sostenibles, tal com succeeix ara si les polítiques fiscals mantenen el rumb, i combinar amb altres reformes que redueixin el risc sobirà, com els mecanismes de risc compartit que aquí es proposen.

## IV. Crear un fons de la zona euro, finançat amb aportacions nacionals, que ajudi els països membres a fer front a grans pertorbacions econòmiques.

Atès que les petites fluctuacions es poden compensar mitjançant polítiques fiscals en l'àmbit nacional, els reemborsaments només s'activarien si l'ocupació cau per sota (o l'atur se situa per sobre) d'un nivell preestablert. Per garantir que el sistema no generi transferències permanents, les aportacions nacionals serien més altes per als països que tenen més probabilitats d'utilitzar el fons, i s'anirien revisant segons l'experiència en curs.

Aquest sistema mantindria bons incentius per mitjà de tres mecanismes: les “primeres pèrdues” continuarien sent suportades en l’àmbit nacional, la participació en el programa dependria del compliment de la legislació fiscal i del Semestre Europeu, i els reemborsaments més alts comportarien aportacions més elevades del país en qüestió.

## V. Impulsar una iniciativa per crear un actiu sintètic segur a la zona euro que ofereixi als inversors una alternativa als bons sobirans nacionals.

La “seguretat” es podria crear per mitjà d’una combinació de diversificació i antiguitat; per exemple, els intermediaris financers comprarien una cartera diversificada estandarditzada de bons sobirans i la utilitzarien com a contragarantia per a un valor assegurat emès en diversos trams. La introducció d’aquests actius, juntament amb una regulació sobre la limitació del risc de concentració de deute sobirà, ajudaria, a més, a evitar canvis pertorbadors en la demanda de bons sobirans de la zona euro i, per tant, contribuiria a l’estabilitat financera. Els riscos associats a la introducció d’aquests actius s’ha de mitigar mitjançant un disseny acurat i després d’una fase de prova abans de la generació d’aquests actius.

## VI. Reformar l’arquitectura institucional de la zona euro.

Proposem dues reformes principals. La primera és una millora de l’aparell de control institucional. El paper de l’organisme de control intern (“fiscal”) s’hauria de separar de la funció del decisor polític (“jutge”) creant un organisme de control fiscal independent dins de la Comissió Europea (per exemple, un comissionat especial) o bé traslladant la funció de control fora de la Comissió (tot i que això exigiria una revisió dels tractats). Alhora la funció de presidència de l’Eurogrup (jutge) es podria assignar a la Comissió, seguint l’exemple de l’Alt Representant de la Unió per a Afers Exteriors.

A més, la responsabilitat política dels préstecs de crisi condicionals s’hauria d’assignar a un MEDE reformat, amb una estructura de rendició de comptes adequada. Això hauria d’incloure un nivell de responsabilitat política; per exemple, exigint al director del MEDE que expliqués i justifiqués el disseny dels programes d’aquest organisme davant d’una comissió del Parlament Europeu. La supervisió financera s’hauria de mantenir en mans dels membres del MEDE.

Aquestes propostes s’han d’entendre com un paquet que exigeix una implantació conjunta. Evitar el “bucle diabòlic” que connecta bancs i estats sobirans en ambdues direccions exigeix la reducció de les exposicions sobiranes concentrades dels bancs juntament amb un sistema europeu d’assegurança de dipòsits. La reforma de la legislació fiscal requereix controls fiscals més estrictes i més independents tant en l’àmbit nacional com europeu. Aconseguir que el principi de no-corresponsabilitat financera sigui creïble no només exigeix un marc legal més eficaç per a la reestructuració del deute com a últim recurs, sinó també millors acords fiscals i privats de repartiment del risc, i un reforç institucional del MEDE.

## Observacions finals

Les nostres propostes no s'aventuren en un territori que requereix nous judicis polítics, com ara quins béns públics s'haurien de prestar a la zona euro o com s'ha de finançar i gestionar el pressupost d'aquests béns. Tanmateix, la seva adopció canviaria les regles del joc i milloraria l'estabilitat financera, la cohesió política i la prosperitat potencial dels ciutadans, alhora que donaria resposta a les prioritats i les preocupacions dels països membres. Els nostres dirigents no s'haurien de conformar amb menys.

*Nota dels autors: Tots els autors han col·laborat en aquest article a títol personal, i no en nom de les seves institucions, independentment de qualsevol funció política que puguin tenir actualment o que hagin tingut en el passat.*

*Aquest article es va publicar originalment al CEPR Policy Portal.*

REFERÈNCIES

Bénassy-Quéré, A, M Brunnermeier, H Enderlein, E Farhi, M Fratzscher, C Fuest, P-O Gourinchas, P Martin, J Pisani-Ferry, H Rey, I Schnabel, N Véron, B Weder di Mauro and J Zettelmeyer (2018), "Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform", CEPR Policy Insight No. 91.



**Agnès Bénassy-Quéré**
Agnès Bénassy-Quéré és economista i professora a la Paris School of Economics - University of Paris 1 Panthéon-Sorbonne. També és integrant de l'autoritat macroprudencial francesa, la junta del Banc de França, l'Institute for the Study of Labour (IZA) i el CESIfo. Els seus àmbits d'estudi inclouen els sistemes monetaris internacionals, els tipus de canvi, la política econòmica i la integració europea. L'any 2000, la seva investigació va ser guardonada amb el premi al Millor Jove Economista francès pel *Cercle des économistes* i el diari *Le Monde*.



**Beatrice Weder di Mauro**
Beatrice Weder di Mauro és professora d'Economia Internacional al Graduate Institute of Geneva i Distinguished Fellow de l'INSEAD Emerging Markets Institute a Singapur. Des de juliol de 2018, és la presidenta del Centre for Economic Policy Research (CEPR), una xarxa amb seu a diferents universitats europees que inclou 1300 investigadors.



**Clemens Fuest**
Clemens Fuest és economista. És president de l'Institut ifo --*Institute for Economic Research*--, professor d'Economia i Finances Públiques a la Universitat Ludwig Maximilian de Munic, director del Center for Economic Studies (CES) i director executiu de CESifo GmbH. Des del 2003, també forma part del Consell Assessor Acadèmic del Ministeri Federal de Finances alemany.



**Emmanuel Farhi**
Emmanuel Farhi és professor d'Economia a la Universitat de Harvard i membre del Consell d'Anàlisi Econòmic del primer ministre francès. També és investigador associat al *National Bureau of Economic Research*, al *Center for Economic Policy Research* i a l'*International Growth Centre*, així com a la Toulouse School of Economics. Farhi també és editor associat de la publicació *American Economic Review*.



**Hélène Rey**
Hélène Rey és economista. Actualment, és professora de la London Business School, on ocupa la posició de *Lord Bagri Professor* d'Economia. Forma part de la British Academy, de l'Econometric Society i de l'European Economic Association. Fa recerca com a investigadora de la xarxa europea CEPR i també és investigadora associada de l'organització nord-americana NBER --*National Bureau of Economic Research*--.



**Henrik Enderlein**
Henrik Enderlein és professor d'Economia Política a la Hertie School of Governance i director de l'Institut Jacques Delors – Berlín. També ha impartit classes a la Universitat de Harvard, on va ocupar la posició de *Pierre Keller Visiting Professor of Public Policy* a la Kennedy School of Government i al Weatherhead Center for International Affairs durant els anys 2012 i 2013. Alhora, ha sigut professor visitant a la Universitat de Duke (*Fulbright Distinguished Chair*, 2006-2007).



**Isabel Schnabel**
Isabel Schnabel és economista, professora d'Economia Financera a la Universitat de Bonn i membra del Consell d'Experts Econòmics alemany, un òrgan assessor independent del Govern d'Alemanya. És investigadora al Centre for Economic Policy Research (CEPR) i al CESifo, i també fa recerca com a investigadora afiliada al Max Planck Institute for Research on Collective Goods, a Bonn.



**Jean Pisani-Ferry**
Jean Pisani-Ferry és economista i expert en polítiques públiques. És el *Mercator Senior Fellow* de la Bruegel and Tommaso Padoa-Schioppa chair a la EUI, a Florència, i també és professor d'Economia a la Hertie School de Berlín i la Sciences Po de París. Entre els anys 2005 i 2013, va ser director fundador de Bruegel, un think tank de caire econòmic amb seu a Brussel·les.



**Jeromin Zettelmeyer**
Jeromin Zettelmeyer és membre sènior del Peterson Institute for International Economics, investigador de la xarxa CEPR i membre del CESIfo. Des del 2014 i fins al setembre del 2016 va exercir de director general de Política Econòmica al Ministeri Federal d'Afers Econòmics i Energia d'Alemanya.



**Marcel Fratzscher**
Marcel Fratzscher és economista i president del DIW Berlin, un punter institut de recerca i think tank europeu. També és professor de Macroeconomia i Finances a la Humboldt-University de Berlín i membre del Consell Assessor del Ministeri d'Economia d'Alemanya. Anteriorment, havia estat cap d'Anàlisi de Polítiques Internacionals del Banc Central Europeu.



**Markus K. Brunnermeier**

Markus K. Brunnermeier és professor de la Universitat de Princeton, on ocupa la posició d'*Edwards S. Sanford Professor*. És membre docent del departament d'Economia i director del Princeton's Bendheim Center for Finance. Forma o ha format part de diferents consells assessors com la Junta Europea de Risc Sistèmic, l'FMI, la Reserva Federal de Nova York, el Bundesbank i l'Oficina del Pressupost del Congrés dels EUA.



**Nicolas Véron**

Nicolas Véron és cofundador i investigador sènior del think tank econòmic Bruegel, amb seu a Brussel·les. L'any 2009 es va unir al Peterson Institute for International Economics a Washington DC i actualment també n'és membre sènior. Ahora, és membre independent de la junta de derivats financers globals de la DTCC. L'any 2012, la revista Bloomberg Markets el va incloure a la llista mundial de les 50 persones més influents.



**Philippe Martin**

Philippe Martin és professor d'Economia a la Universitat Sciences Po de París. També és membre del Consell d'Assessors Econòmic francès i investigador de la xarxa europea CEPR. Durant el període de 2015-2016, va ser assessor econòmic d'Emmanuel Macron al Ministeri d'Economia, Indústria i Afers Digitals de França. Forma part del Conseil d'Analyse Economique i del Conseil National de Productivité.



**Pierre-Olivier Gourinchas**

Pierre-Olivier Gourinchas és professor de Global Management i director del Clausen Center for International Business and Policy a la UC Berkeley. També és codirector del programa NBER International Finance and Macroeconomics, editor en cap del *Journal of International Economics*, membre del Bellagio Group d'Economia Internacional i investigador de la xarxa europea CEPR.