

L'EURO I EL BANC

CENTRAL EUROPEU, ESGLAONS CAP ALS ESTATS UNITS D'EUROPA

Ramon Tremosa i Balcells

Diputat al Parlament Europeu i professor de la UB

Després de recordar alguns dels beneficis de l'euro (manteniment del poder adquisitiu i coixí d'estabilitat financera), l'article resalta el component polític de la crisi europea, derivat de la manca d'uns mínims d'unió fiscal entre els països de la moneda única. Així, la crisi europea representa també una oportunitat per continuar avançant en la construcció europea, per mitjà d'un Tresor comú europeu que pugui emetre eurobons. Seguidament s'argumenta que el Banc Central Europeu (BCE) ja fa les funcions de prestamista d'última instància (*lender of last resort*), així com també s'analitza alguna de les conseqüències de l'impagament parcial del deute grec (el deute públic deixa de ser un actiu financer sense risc?). Finalment, es detalla la nova funció del BCE, derivada de la nova arquitectura de supervisió financera europea del 2010, que atorga al BCE funcions complementàries de control financer per desincentivar conductes de risc excessiu.

L'euro, un èxit europeu

Escric aquest article a mitjan abril del 2012, quan la prima de risc d'Espanya ha assolit els 435 punts bàsics i s'acosta peri-

llosament a nivells de no-retorn (nivells de rescat) i quan només les intervencions del BCE comprant deute sobirà poden calmar els mercats, tal com passa des del juliol del 2011.

Abans de tot voldria recordar que l'euro és un gran èxit europeu. El 1989 un mur partia Europa en dos blocs irreconciliables. Avui l'euro comprèn països de l'Imperi britànic com Irlanda, Xipre i Malta; països excomunistes com Eslovàquia, Eslovènia i Estònia; països neutrals com Àustria i Finlàndia; i països de seculars dictadures militars com Espanya, Portugal i Grècia. Si l'euro surt reforçat dels moments crítics que actualment vivim, pot ser possible que altres països europeus truquin a la porta. I és que malgrat les tensions recents, des del 2008 l'euro ha estat una "illa d'estabilitat en el mar inestable i agitat de la crisi financera global", tal com ha escrit el financer britànic David Marsh, mantenint millor que el dòlar o la lliura esterlina el poder adquisitiu de la moneda per als seus ciutadans (les dues divises esmentades han patit depreciacions d'entre el 20% i el 35% del 2008 ençà).

En aquests moments de màxima tensió per al projecte europeu, tensió que la moneda única simbolitza, cal recordar també que l'euro ha estat un èxit rotund:

1. Sense l'euro els efectes de la crisi financera global haurien estat molt pitjors per a tots els països europeus: només cal veure les depreciacions de la secularment forta lliura esterlina des del 2008 i la inflació interior que ha comportat.

2. Sense l'euro els països del nord d'Europa no s'haurien recuperat tan ràpidament des del 2009 via exportacions com ho han fet: si existís el marc alemany, avui seria molt més fort que l'euro enfront del dòlar i d'altres monedes.

3. Sense l'euro alguns països europeus, especialment els que han realitzat les polítiques fiscals més frívols i menys orientades a la competitivitat, possiblement haurien patit un *corralito*, amb tot el que aquest suposa de ruïna econòmica i moral per a un país i per a tota una generació.

L'euro també té alguna responsabilitat en la crisi actual: sense els tipus d'interès real negatius que van experimentar algunes economies perifèriques en els primers anys de la moneda única, les bombolles de preus dels actius que han sofert aquests països no haurien estat tan fortes. En aquest cas, però, la principal responsabilitat rau en els serveis de supervisió financers dels bancs centrals nacionals, als quals la supervisió financera és l'única competència que els queda després de la unió monetària. Sense l'euro aquesta crisi financera hauria estat pitjor a Europa i el gran èxit del projecte europeu, el mercat interior i la lliure circulació, estarien ara en una pitjor situació.

Crisi política, no només crisi financera i econòmica

L'euro no ha fallat en la seva funció de paraigua enfront d'una molt forta crisi bancària. L'euro tampoc no ha fallat en la seva funció d'àncora eficaç contra la inflació, amb el Banc Central Europeu (BCE) com a garantia. Finalment, l'euro tampoc no ha fallat com a mecanisme d'integració del mercat únic europeu, tal com demostren els fluxos comercials creixents entre els seus països des de la seva creació ençà.

Han fallat, però, els mecanismes de govern de la zona euro: la teoria econòmica bé que ens diu que la viabilitat d'una moneda única passa, si es produeixen grans desequilibris macroeconòmics entre els països membres, perquè aquests no es mantinguin indefinidament. També ha fallat la disciplina interna en quasi tots els països, especialment la disciplina fiscal del Pacte d'estabilitat i creixement, ja que des del 1999 s'han produït violacions de les seves condicions, tot incloent Alemanya i França, i mai no s'ha aplicat cap sanció.

Per tot plegat la zona euro ha esdevingut vulnerable, manifestant-se aquesta vulnerabilitat en el deute sobirà dels seus països menys eficients i competitius. Aquestes debilitats es produiran fins que no es doni una solució satisfactòria a la

Les actuacions extraordinàries del BCE han deixat en evidència la UE i la seva falta d'instruments de política fiscal comuns per fer front a una crisi transnacional com aquesta

governança econòmica de l'euro. I és que, sense estabilitat financera, serà impossible per als països perifèrics de l'euro poder abordar de manera efectiva les reformes estructurals que han de fer, si és que aquests països volen convergir amb el model d'economies d'alt valor afegit que defineix els països més avançats del centre i del nord de la Unió Europea.

Sembla com si les institucions europees fins ara hagin mirat de guanyar temps, tot esperant una recuperació econòmica que permetés enfortir els balanços dels bancs i que el creixement econòmic —que del 2010 a mitjan 2011 s'ha donat amb força als països del centre i del nord d'Europa—, arribés finalment als països perifèrics de la zona euro. Aquesta estratègia pot rutllar però és arriscada: dubtes sobre el deute perifèric, per exemple, la poden fer descarrilar i poden portar l'euro molt a prop de l'abisme.

Les actuacions extraordinàries del BCE, però, han deixat en evidència la Unió Europea i la seva manca d'instruments de política fiscal comuns per fer front a una crisi transnacional com aquesta. És per aquest motiu que el Parlament Europeu ha votat diverses vegades (la darrera, per exemple, a l'informe del BCE del 2011) la creació d'un ministre europeu de Finances, amb capacitat de supervisió dels pressupostos estatals, i d'un Tresor comú europeu amb capacitat de gestionar la recaptació de possibles nous impostos comunitaris (o bé trams d'impostos ja existents) i d'emetre eurobons.

Els eurobons, però, són per a la propera crisi, se sent a dir sovint a Brussel·les: molt més factible i viable a curt termini és l'European Redemption Fund, una mutualització voluntària, parcial i

temporal del deute públic dels països de l'euro lligada a una estricta disciplina fiscal com a precondition d'entrada. Aquesta proposta, que deriva d'una idea proposada a Alemanya per un grup d'experts a la cancellera Merkel, compta amb el vistiplau de molts països nòrdics.

La política monetària del BCE ha comportat un ingredient d'austeritat davant de la crisi que no hauria existit sense la moneda única, perquè en aquests països històricament les depreciances han compensat les pèrdues de competitivitat. L'euro, per tant, ha de continuar essent una moneda estable i la Unió Europea no hauria d'encaminar-se cap a horitzons inflacionaris ni excessivament redistributius.

El BCE ha de controlar la inflació i ha d'assegurar el poder adquisitiu de la moneda. També ha de reduir el risc moral que podria suposar la redistribució encoberta a favor d'alguns països, els governs i els sistemes bancaris dels quals inflen l'oferta monetària més ràpidament que els altres per mitjà de desbocats processos d'expansió creditícia. Aquesta redistribució es du a terme si el BCE accepta massa sovint com a garantia, o fins i tot compra en els mercats primaris o secundaris, deute públic d'alguns dels estats membres de la moneda comuna.

Per tal que l'euro continuï de manera eficaç cal el disseny d'unes regles clares de joc, que permetin ajudar els països amb problemes de liquiditat però que, per sobre de tot, mantinguin els incentius a la responsabilitat fiscal i a la convergència dels nivells de competitivitat. Fins ara hem funcionat amb la disciplina de mercat, realitzant rescats només quan un país ha tingut problemes. Hi ha una altra possibilitat: avançar cap a la centralització i la integració fiscal, que suposa cessions de sobirania molt importants dels Estats membres cap a la Unió Europea. La solució mixta, la més viable políticament a curt termini i en la qual s'integra tant la disciplina de mercat com la disciplina fiscal externa als països, pot ser també efectiva però ha de ser dissenyada i calibrada amb molta cura i precisió del que s'ha fet fins ara.

El fracàs de les primeres regles de funcionament de l'àrea de l'euro ha de servir d'experiència per no tornar a repetir l'error. És en aquest sentit que el Parlament Europeu ha votat diverses vegades la proposta de creació d'un ministre de finances i d'un tresor comú europeu que pugui emetre eurobons. Una proposta com aquesta només arribarà a concretar-se després d'una reforma del Pacte d'estabilitat i creixement que permeti controlar molt millor el rigor pressupostari de tots els països de l'euro.

Els eurobons poden aconseguir simultàniament un finançament raonable dels països amb baixos nivells de deute i un finançament caríssim per als països que se saltin les regles (sistema de bons blaus i vermells). Finalment, els eurobons poden donar una empenta més a l'euro com a moneda de reserva global, ja que seria el detonant necessari per a la creació d'un mercat d'obligacions europeu que seria unes cinc vegades més gran que l'alemany i gairebé tan gran com el nord-americà.

A l'informe del BCE del 2011 aprovat pel Parlament Europeu es va demanar la publicació de les "minutes" del Governing Council del BCE, tal com fan els altres grans bancs centrals del món: potser la seva publicació reduiria l'impacte mediàtic de les discrepàncies. La seva no publicació la interpreto com un senyal de feblesa de la integració europea, ja que la necessària *individual accountability* sembla que fatalment només pugui ser interpretada com una discrepància entre països.

En aquest sentit, la crisi del deute sobirà pot ser vista també com una doble oportunitat: d'una banda, de seguir avançant en la construcció europea per mitjà d'unes bases mínimes comunes d'unió fiscal; i d'altra banda, com una oportunitat de canvi de model productiu per a algunes economies perifèriques, per mitjà de la convergència de bones pràctiques reformistes entre els seus països membres.

El BCE ja és prestamista d'últim recurs ('lender of last resort')

El mes de maig del 2010 el BCE va haver de començar un programa de compra de bons sobirans en els mercats secundaris, tot exercint un *quasi-fiscal role* amb què ha hagut de suplir la mancança d'una política fiscal comuna a la zona euro. Aquesta estratègia, però, no es podrà mantenir indefinidament i alimenta els arguments dels qui qüestionen la independència del BCE, un dels pilars fundacionals de l'euro. Així, el març del 2012 el BCE ja tenia gairebé el 10% del total del deute exterior total espanyol, uns 175.000 milions d'euros en deute públic espanyol comprats des de l'agost passat.

L'euro ha de continuar essent una moneda estable i la UE no hauria d'encaminar-se cap a horitzons inflacionaris ni excessivament redistributius

L'any 2010 va ser el primer any de la història del BCE en què aquest va creuar una línia vermella: els Estatuts del BCE prohibeixen explícitament les compres de deute públic dels Estats membres, i que el BCE ha hagut de realitzar en els mercats secundaris. Aquestes compres han impedit la suspensió de pagaments dels països en qüestió i han salvat per ara la moneda única. Les dues hiperinflacions alemanyes del segle XX, però, han modificat la genètica monetària dels alemanys, fins al punt que es fa molt difícil de parlar amb ells d'aquest tema sense que la ruïna de les classes mitjanes i el nazisme no vagin associats a la lliure impressió sense límits de bitllets per part del Banc Central.

El desembre del 2011 i el març del 2012 el BCE ha realitzat dues injeccions massives d'un bilió d'euros mitjançant crèdits al sistema bancari europeu (les LTRO en el seu acrònim anglès), que han permès recapitalitzar-lo i que aquest pugui continuar comprant deute públic (en el cas espanyol, la banca disposa dels diners per comprar tot el deute públic espanyol que s'emeti enguany). Per tot plegat el març del 2012 el pes del balanç del BCE sobre el PIB de la zona euro ja arriba a representar el 30%, superant el pes de la mateixa ràtio de la Reserva Federal o del Banc del Japó segons dades del FMI. Les LTRO és el nostre *quantitative easing*, per bé que no és el mateix Banc Central qui du a terme les compres de bons directament.

A mesura que el pes del deute públic va augmentant dins del balanç del BCE, se senten més veus als països nòrdics que avisen que es posa en risc la solvència i la independència del BCE. El *quasi-fiscal role* que està jugant el BCE està forçant els líders europeus a prendre decisions profundes, per tal de posar en marxa la construcció d'un marc de governança econòmica europea reforçada. Aquest embrió d'unió fiscal passa per un major rigor fiscal i per unes reformes estructurals que millorin la competitivitat dels països de la zona euro, així com també en una major coordinació entre els Estats membres. De la mateixa manera, i vista la insuficiència de les reformes realitzades pels països als quals el BCE està comprant els bons, els països nòrdics amb Alemanya al capdavant demanen obertament la

cessió parcial de sobirania fiscal ("interferir en l'elaboració dels pressupost", tal com diu el ministre alemany Schäuble) per tal de continuar autoritzant al BCE les seves compres de bons dels països perifèrics.

Els Estatuts del Banc Central Europeu (BCE) emfatitzen que el seu objectiu principal és la defensa de l'estabilitat de preus, és a dir, del poder adquisitiu de la moneda única. En els darrers mesos veiem com els "socialistes de tots els partits" (una expressió que feia servir Hayek) culpen de la crisi el BCE: segons ells, aquest estaria segrestat per l'ortodòxia monetària alemanya i, per causa de la manca de compres massives de bons dels països perifèrics, la crisi s'estaria allargant i agreujant. La funció d'un banc central, però, no és actuar de manera il·limitada com a prestador d'últim recurs (*lender of last resort*) dels governs.

El BCE s'ha vist forçat a fer de prestador últim del sistema bancari el qual, en alguns països com ara el nostre, s'ha dedicat en els tres darrers anys a fer compres massives de deute públic, fet que ha comportat una caiguda del crèdit al sector privat, en un exemple clàssic de manual d'efecte expulsió (*crowding out effect*). Que el BCE mantingui oberta una aixeta de diners per al sector bancari, sense límit de quantitat, aixeca crítiques a Alemanya: el BCE estaria disminuint els incentius a fer reformes a fons en els sistemes financers i en l'economia dels països intervinguts: "Per què fer reformes si al darrer moment el BCE acabarà comprant tots els meus bons quan estigui a punt de suspendre pagaments?".

Els "socialistes de tots els partits" també diuen que el BCE hauria de comprar quantitats massives de deute, tal com fa la reserva federal nord-americana. Aquestes demandes, però, obliden que els bons nord-americans no perden valor en els mercats, a diferència del que passa amb els bons grecs, italians o espanyols. Posats a comprar bons, el BCE hauria de comprar-ne d'holandesos, finesos o alemanys, que també guanyen valor en els mercats. Així doncs, es fa difícil de rebatre els qui acusen el BCE d'estar convertint-se en un banc dolent (*bad*

Fora de l'euro, una economia com l'espanyola tornaria a jugar durant dècades a segona divisió, en la dels que competeixen a cop de devaluació

bank), a la vista de com va creixent el volum d'actius financers de risc... i més ara que molta gent reconeix que Grècia no podrà fer front a tots els seus compromisos de deute. Als Estats Units, d'altra banda, la Reserva Federal només compra bons federals, no pas deute dels estats.

D'altra banda, no és el mateix fabricar moneda com fan els Estats Units quan el dòlar és la moneda de reserva mundial i el patró del mercat del petroli, que quan es té una moneda tan complexa com l'euro. Espanya pateix una crisi de deute públic perquè, entre altres raons, pateix un excés de deute privat, que és el que ha provocat la recessió en deixar d'alimentar un creixement artificial. A més, a Espanya no funcionen les receptes de Keynes si la inversió pública no té en compte l'anàlisi cost-benefici (AVEs radials per portar gent a Madrid són preferits al corredor mediterrani per exportar mercaderies). Espanya no pot tornar-se a aïllar com tantes altres vegades en la història o equivocar-se d'aliats: fora de l'euro, una economia com l'espanyola tornaria a jugar durant dècades a segona divisió, en la dels que competeixen a cop de devaluació. L'esforç és titànic i inclou un gran canvi cultural, però no és el moment d'hissar la bandera de la sobirania nacional, com va fer Mariano Rajoy a Brussel·les, ni de deixar-se enlluernar per pretesos metges de l'euro que camuflen cirurgians del dòlar.

La compra de bons per part del BCE, per tant, hauria de ser l'últim recurs, l'última munició en la lluita contra la crisi. Cal saber que, un cop superada la darrera trinxera del BCE, només podem esperar la desfeta de la moneda única. Des del maig del 2010 el BCE està comprant bons als mercats secundaris, però els governs dels països mediterranis encara no han implementat totes les reformes que han de restablir la confiança en les seves economies.

El creixent debat a la premsa econòmica internacional sobre els creixents saldos monetaris que registra el programa TARGET-2 del BCE (fluxos entre bancs centrals dins de l'eurosistema) són una mostra de la tensió dins dels països de la zona euro. Aquest

debat enfronta d'una banda el Bundesbank i economistes alemanys com Hans-Werner Sinn amb pensadors anglosaxons com Paul Krugman, Martin Wolf o George Soros. I és que des del 2008 creix la divergència dins de la zona euro entre els països que generen un sostingut superàvit en el seu compte corrent via superàvit comercial i els països que, via continuats dèficits comercials periòdics, necessiten creixents entrades de capital per finançar-se.

El deute públic de la zona euro, un actiu financer amb risc?

Sense creixement econòmic no serà possible en el futur tornar els diners del deute públic i això és el que descompten els mercats financers en el cas espanyol. Els mercats financers són més defensius que no pas agressius o especulatius: demanen més interès perquè veuen risc creixent en uns actius de deute públic que, per definició, són actius sense risc. Per tot això, el BCE no hauria de comprar deute públic de forma massiva sinó és a canvi, com demanen alguns països nòrdics, de sobirania fiscal.

En realitat el gran gruix dels mercats financers el formen milions de petits estalviadors dels països avançats que, per sobre de tot, miren per no perdre els diners invertits comprant deute públic. En aquest sentit, l'impagament de Grècia als tenidors privats dels seus bons ha representat un canvi de paradigma (i fins i tot de canvi de civilització): el deute públic d'alguns països de la zona euro ha deixat de ser un actiu financer sense risc.

És en aquest nou context en el qual cal interpretar la desconfiança creixent dels grans fons de pensions mundials envers el deute públic europeu, especialment el dels països amb més dificultats. Així, per exemple, alguns eurodiputats irlandesos i portuguesos ja proposen obertament al PE que si Grècia ha impagat una part del seu deute, per què no ho poden fer també els seus països. La hipòtesi del *debt contagion* de què parlen Rogoff i Reinhart (contagi de les reestructuracions del deute públic d'un país als altres) pren forma per primer cop a Europa des del 1945, i n'és una prova el fet que algunes emissions de deute a curt termini a Alemanya o Suïssa s'hagin pogut fer a tipus d'interès real negatius (els inversors arriben a pagar, un cop descomptada la inflació, per garantir que el seu diner els serà retornat).

El recent precedent de la reestructuració del deute grec, d'altra banda, és doblement inquietant per als posseïdors de deute públic europeu tant presents com futurs: que el BCE hagi

quedat exclòs de la quitança grega, que s'ha concentrat sobre els tenidors privats, no és precisament el millor missatge per captar futurs compradors de deute públic europeu. En aquest sentit, que no hi hagi demanda internacional de bons per a un país no pot ser considerat com un "atac especulatiu dels mercats" al país en qüestió. Cal saber atreure els inversors més que no pas espantar-los.

El BCE ara és també responsable de l'estabilitat financera

La Unió Europea necessita un marc europeu per a la preservació de l'estabilitat financera. Avui els mercats financers europeus estan integrats a escala europea i estan dominats per grans grups financers paneuropeus en la majoria dels Estats membres. És per això que aquests mercats financers integrats no poden funcionar correctament si la supervisió financera roman fragmentada a escala estatal. La Unió Europea, fins ara, de les crisis, n'ha fet oportunitats i, en aquest cas, la nova necessitat d'una arquitectura financera europea passa per una nova transferència de competències estatals cap a la Unió Europea: un supervisor europeu dels mercats financers podria haver alertat i actuat davant del creixement insostenible del crèdit, de les bombolles immobiliàries i d'alguns importants dèficits per compte corrent generats en alguns països. La Unió Europea necessita urgentment desenvolupar una competència en la supervisió macroprudencial per detectar riscos sistèmics, és a dir, determinar els riscos per a l'estabilitat financera a escala europea, emetre alertes i garantir-ne el seguiment.

Encara que altres crisis financeres seran inevitables en el futur, els seus efectes econòmics i socials haurien de ser menys perjudicials que en el nostre present, tal com ha passat amb la crisi actual en comparació amb els efectes reals de la Gran Depressió. Europa necessita un marc legislatiu i institucional per resoldre la insolvència de les entitats financeres d'importància sistèmica. És per això que el Parlament Europeu va votar el 2010 la creació un nou òrgan de supervisió macroprudencial, la Junta Europea de Risc Sistèmic (JERS), i un nou òrgan de supervisió microprudencial, el Sistema Europeu de Supervisió

Financera (SESF), integrat per tres noves agències europees: la bancària (seu a Londres), la de valors i mercats (seu a París) i la d'assegurances i pensions (seu a Frankfurt). La seva eficàcia quedarà vinculada i lligada directament al Banc Central Europeu (BCE), ja que el Parlament Europeu va vèncer finalment les reticències del Consell i va aconseguir que el president del BCE fos automàticament també president de la JERS.

En els darrers anys, una política monetària de baixos tipus d'interès ha propiciat bombolles en els preus d'alguns actius físics i financers que, en esclatar, han provocat la crisi que avui coneixem. L'objectiu últim de la nova arquitectura de supervisió financera europea és evitar aquest tipus de situacions en el futur, garantir l'estabilitat financera i protegir els consumidors. La prevenció o l'atenuació del risc sistèmic, tant de suspensió de pagaments com de fallida d'una part significativa del sector financer, ha de reduir les repercussions de les properes crisis en l'economia real.

La política monetària a Europa durant les dues últimes dècades ha revelat la seva eficàcia en la lluita contra la inflació. La clara visualització de l'objectiu d'estabilitat de preus (en el cas de la zona euro, per exemple, un objectiu clar d'assolir una taxa d'inflació anual del 2%), també ha estat associada a un clar instrument poderós de gestió de la política monetària: el tipus d'interès. De la mateixa manera, l'expansió del lliure comerç i la generalització de les xarxes mundials de producció a tot el planeta en els darrers 20 anys han contribuït també, en exercir una pressió deflacionista, a la moderació dels preus en els països desenvolupats.

De fet, es podria discutir si potser han estat uns tipus d'interès artificialment baixos per part dels bancs centrals, mantinguts durant molts anys en uns nivells possiblement massa baixos (en relació amb els tipus d'interès de mercat que haurien determinat lliurement l'oferta de crèdits i la demanda d'inversió), una de les principals causes de l'actual crisi econòmica: aquests tipus haurien distorsionat les expectatives dels agents econòmics, fins al punt de convidar-los a un endeutament excessiu per finançar un consum i una inversió també excessives. Però en tot cas hi ha un ampli consens al voltant de l'eficàcia de la política monetària en el control de la inflació en les dues darreres dècades en els principals països desenvolupats.

La globalització econòmica de les dues darreres dècades, que ha estat especialment intensa pel que fa als moviments de

capital, ha modificat profundament els mercats financers. Els bancs centrals han seguit concentrats en el manteniment del seu objectiu tradicional, el control de la inflació, i per a tal fi feien servir el seu potent instrument, el tipus d'interès. Però la llibertat de moviments de capitals ha reforçat extraordinàriament les relacions entre el sector monetari i el sector financer. Aquesta nova situació ha anat obligant els bancs centrals a incorporar de manera creixent un nou objectiu a la seva agenda: l'estabilització dels mercats financers.

Ara bé, haver d'aconseguir simultàniament dos objectius (estabilitat de preus i estabilitat dels mercats financers) és impossible només amb un instrument, el tipus d'interès, per més potent que aquest instrument sigui. El tipus d'interès ha estat eficient per controlar la inflació, però no ha servit per evitar la generació de bombolles en els preus de diferents actius físics o financers en diferents països.

Els bancs centrals necessiten un nou instrument i s'ha anat forjant un ampli consens en els dos darrers anys al voltant del fet que aquest instrument ha de ser la regulació i, més especialment, la supervisió del sistema bancari i del sistema financer. Tot i que fa molts anys que existeixen la regulació i la supervisió financera, aquesta s'ha mostrat en la globalització inadequada i insuficient. De fet, és l'única gran competència que els bancs centrals nacionals es van reservar a escala nacional després de la creació de l'euro. Així doncs, avui es constata la necessitat i la conveniència de millorar la regulació donant-li també una dimensió europea.

El president del BCE, en una conferència l'any 2005, va ser preguntat per la generació de bombolles en els preus dels actius físics o financers. Jean Claude Trichet va respondre que es podia suposar la seva existència quan, per exemple, un tipus de crèdit o el preu d'un actiu es començava a desviar significativament de la seva trajectòria secular, i es va mostrar partidari de fer servir la pujada de tipus d'interès per frenar la generació d'aquestes bombolles. El cost que això suposava va ser definit com una prima d'assegurances que evitava mals majors.

La supervisió del sector financer a escala europea és la qüestió clau de l'eficàcia de les bones pràctiques de regulació

Aquesta mesura semblava una proposició sensata però, a la vista de la recent crisi financera, sembla menys adient: el sistema financer es pot adaptar als canvis en els tipus d'interès, per exemple, canviant les condicions dels contractes de crèdit (en els crèdits hipotecaris es pot allargar el període d'amortització de les hipoteques, modificar la relació entre el pagament inicial i el preu de l'actiu...). En aquestes circumstàncies modificar el valor del tipus d'interès serveix poc per desinflar les bombolles: si no s'augmenten significativament els tipus d'interès, cosa que perjudicaria tota l'economia, encara subsistiria el fet d'uns tipus d'interès artificialment baixos que continuarien alimentant les bombolles. Per tant, cal una molt millor supervisió.

Així, per exemple, el sistema de provisions dinàmiques del Banc d'Espanya (acumular reserves bancàries en els anys expansius del cicle econòmic) ha salvat de les pèrdues bancàries en els anys 2008 i 2009 a la banca espanyola, però no ha evitat en canvi la generació d'una gegantina bombolla immobiliària a Espanya equivalent al 30% del seu PIB l'any 2009 (325.000 milions d'euros era el deute acumulat dels promotors immobiliaris amb la banca espanyola a 31 de desembre del 2009). Aquestes provisions estaven calculades sobre la base de les pèrdues històriques esperades, però no examinaven com els riscos es poden incrementar quan s'està generant una bombolla (i més en el cas de l'habitatge, que és un col·lateral que sustenta un gran volum de crèdit i que està destinat a baixar de valor en esclatar la bombolla).

Per aquest motiu la nova regulació necessita flexibilitat per poder reduir el grau de palanquejament davant de determinats senyals d'alarma. Algun semàfor de color taronja o vermell, per exemple, hauria d'haver saltat als primers anys del període 1996-2006, quan a l'Estat espanyol el crèdit bancari al sector immobiliari creixia intensament, molt per sobre del PIB nominal, a un ritme del 20% anual. En aquest cas caldria haver actuat contra les entitats financeres (grans o petites) que més s'exposaven al crèdit immobiliari, tot imposant-los un límit al seu palanquejament.

D'altra banda, la supervisió del sector financer a escala europea és la qüestió clau de l'eficàcia de les bones pràctiques de regulació, tenint en compte el fracàs de les anàlisis nacionals dels diversos índexs de crisi. Com va assenyalar el novembre del 2008 el president del BCE, a la V Conferència de Bancs Centrals del BCE: "[...] hi havia senyals alarmants, fins i tot ja el 2006, que els mercats mundials es trobaven funcionant a la seva màxima capacitat i que la mínima modificació de les condicions podria pertorbar seriosament els mercats financers. [...] Sabiem que creixia la tempesta, però, siguem sincers, no sabíem exactament on. Ni tampoc les seves causes ni quan es produiria".

En aquest sentit, la Secretaria del Comitè Europeu de Risc Sistèmic tindrà un paper important en aquest aspecte, vetllant per l'intercanvi ràpid i eficaç de dades entre els diferents actors, garantint-ne la seva necessària confidencialitat. Des de la seva concepció, el SESF i la JERS constitueixen una unitat i han de treballar en estreta cooperació. Amb aquest nou sistema la Unió Europea hauria de poder reaccionar més ràpidament si veu que s'acosten nuvolades. Si més no, ara el BCE està autoritzat també a actuar en el camp de la supervisió financera a escala europea, si creu que algun banc central nacional no és prou diligent en aquest sentit, talment un cos de policia federal pot complementar la feina d'un cos de policia local en la desincentivació de conductes de risc excessiu. Que així sigui.

Conclusió

Els arquitectes de l'euro van fer la unió monetària tot coneixent la inestabilitat que generaria una moneda comuna en països amb estructures econòmiques i productives tan diferents. Possiblement van pensar que els passos envers una més gran unió política arribarien quan la necessitat d'aquesta fos imperiosa. Amb l'actual crisi de l'euro, en la meua opinió, aquest moment ja ha arribat. ■