

David ROQUET CARRERAS

DEUTE PÚBLIC EUROPEU / ELS EUROBONS

*Treball Fi de Carrera
dirigit per
Joan RIPOLL ALCÓN*

*Universitat Abat Oliba CEU
FACULTAT DE CIÈNCIES SOCIALS
Llicenciatura en Administració i Direcció d'empreses...*

2013

Resumen

En el siguiente trabajo de Fin de Carrera, se explicará el origen y las causas de la crisis de deuda soberana europea. Observaremos también la situación de cada uno de los 17 países que componen la unión monetaria y veremos posibles soluciones a adoptar en el corto, medio y largo plazo. Una vez vistas las posibles soluciones, nos centraremos en los Eurobonos, un instrumento innovador, el cual se está valorando su implantación en la zona euro. Analizaremos sus características, si sería conveniente y qué propuestas se han hecho para que se implanten.

Resum

En el següent Treball de Fi de Carrera, s'explicarà l'origen i les causes de la crisi de deute sobirà europeu. Observarem també la situació de cada un dels 17 països que componen la unió monetària i veurem possibles solucions a adoptar en el curt, mig i llarg termini. Un cop vistes les possibles solucions, ens centrarem amb els Eurobons, un instrument innovador, el qual s'està valorant la seva implantació a la zona euro. Analitzarem les seves característiques, si seria convenient i quines propostes s'han fet perquè s'implantin.

Abstract

The following "Trabajo Final de Carrera", talks about the origin and causes of the European sovereign debt crisis. We will observe the situation of each of the 17 countries that make up the monetary union and we will see possible solutions to be adopted in the short, medium and long term. After reviewing the possible solutions, we will focus on Eurobonds, an innovative instrument which is considering its implementation in the euro zone. We will analyze their characteristics, the desirability and what proposals have been made to implant.

Palabras claves / Keywords

Deute Públic Europeu – Origen de la crisis de deute – Causes de la crisis de deute – Situació dels països - Solucions a la crisis de deute – Eurobons

Sumari

Introducció.....	11
1. La creació de l'euro i l'eurozona.....	15
1.1. Països que han estat rescatats.....	24
1.1.1. Grècia.....	24
1.1.2. Irlanda.....	26
1.1.3. Portugal.....	28
1.1.4. Xipre.....	31
1.2. Països amb problemes de liquiditat.....	33
1.2.1. Espanya.....	33
1.2.2. Itàlia.....	35
1.2.3. Bèlgica.....	38
1.2.4. França.....	39
1.2.5. Holanda.....	40
1.3. Països solvents.....	41
1.4. Síntesi de l'anterior.....	42
2. Com hem arribat fins aquí?.....	45
3. Quines solucions hi ha?.....	55
3.1. Ruptura de l'euro i devaluació de la moneda.....	55
3.1.1. Política innovadora? En que consisteix?.....	55
3.1.2. Beneficis.....	57
3.1.3. Problemes.....	57
3.2. Unificació total d'Europa.....	58
3.3. Reforma parcial de la zona Euro.....	60
3.3.1. Ampliació de les competències del BCE.....	60
3.3.2. Creació d'una Unió Fiscal.....	62
3.3.3. La creació d'una Unió Bancària.....	63
3.3.4. Eurobons.....	64
4. Conclusions.....	77
Bibliografia.....	81

Índex de Gràfics

Gràfic 1: Dèficit Públic respecte el PIB dels països de l'eurozona (2007-2009)	22
Gràfic 2: Evolució del PIB (2007-2009) a l'eurozona	22
Gràfic 3: Deute públic respecte el PIB Grècia vs. Mitjana Europea(en percentatge) 2001-2012	24
Gràfic 4: Deute Públic respecte PIB Irlanda (2001-2012).....	27
Gràfic 5: Deute públic respecte PIB (2001-2012)	29
Gràfic 6: Evolució del Producte Interior Brut (1996-2014)	33
Gràfic 7: Deute Públic respecte PIB Espanya vs. Euro area (2001-2012)	34
Gràfic 8: Evolució de la Prima de risc del bo espanyol respecte a l'alemany a 10 anys (2006-2013).....	34
Gràfic 9: Deute/PIB en percentatge (1995-2011)	35
Gràfic 10: Deute sobre PIB França, Espanya i Euro area (2001-2012).....	39
Gràfic 11: Prima de risc França respecte el bo alemany a 10 anys (2006-2013).....	40
Gràfic 12: Prima de risc del bo holandès respecte al bo alemany a 10 anys (2006- 2013)	40
Gràfic 13: Deute públic respecte al PIB: Holanda, Alemanya i Euro area (2001-2012)	41
Gràfic 14: Deute públic respecte el PIB dels països solvents (2001-2012)	41
Gràfic 15: Comparació Deutes i Dèficits públics Eurozona amb altres països del món	45
Gràfic 16: Comparació prima de risc Espanya i Regne Unit respecte al bo alemany a 10 anys.....	46
Gràfic 17: Evolució de les Primes de Risc d'Espanya i d'Itàlia amb les intervencions del BCE (2006-2013).....	48
Gràfic 18: Evolució de la tinència de bons Grècia (1997-2012)	52
Gràfic 19: Evolució de la tinència de bons Alemanya (1997-2011)	52
Gràfic 20: Rati d'Inversió Pública Japó EEUU i Euro-zona (1960-2012)	66

Índex de Taules

Taula 1: Diferència entre Producte Interior Brut i Deute Públic (2007 a 2009)	23
Taula 2: Percentatge sobre el PIB de la tinença del deute públic (2007-2011)	49
Taula 3: Tipus impositiu IRPF (Espanya i EEUU).....	59
Taula 4: Proposta Eurobons W.Boonstra	69
Taula 5: Proposta Eurobons P. De Grawe i W. Moesen.....	71
Taula 6: Proposta Eurobons Delpla i von Weizsäcker	73
Taula 7: Proposta Eurobons Juncker i Tremonti.....	74
Taula 8: Diferències entre les formes de finançament.....	75

Índex d'il·lustracions

Il·lustració 1: Trilema Política Econòmica a les economies obertes	17
Il·lustració 2: Nou Trilema de la Política Monetària a la zona euro.....	50
Il·lustració 3: Diagrama Ministeri Finances Eurozona.....	62

Introducció

Aquest Treball de Final de Carrera té com a objectiu el d'analitzar la crisi de deute sobirà europeu, des dels seus orígens amb la creació de l'Euro com a moneda única. Posteriorment analitzarem la situació dels 17 països que formen aquesta unió monetària i veurem que ha succeït des de que l'euro es va implantar l'any 2001. A continuació, observarem les causes de la crisi de deute actual i veurem quines solucions s'haurien de prendre focalitzant-nos principalment en els Eurobons observant avantatges i inconvenients de la seva implantació a més de les diferents teories que s'estan estudiant.

A l'hora d'escollir aquest tema, vaig tenir com a interès personal el fet d'estudiar i aprendre què motivava aquests "atacs" cap als deutes públics de cada país i què motivava la sol·licitud dels rescats. D'aquesta manera podia entendre millor la crisi del deute que està sacsejant Europa i saber les conseqüències d'aplicar una solució o una altra.

Cal tenir en compte que, des de la introducció de l'euro com a moneda única, Europa ha passat a tenir un paper protagonista a l'hora de manejar l'economia de tot el continent. Actualment, els Estats membres, poc tenen a dir respecte a la política monetària de l'euro zona, únicament poden fixar la política fiscal. Aquestes competències com veurem, aviat passaran a l'estament superior, així una mateixa organització podrà ajuntar les dues polítiques i combinar-les segons la situació econòmica.

La metodologia aplicada per realitzar la part teòrica del Treball ha estat la recerca, selecció, lectura i comprensió dels documents realitzats per a cadascun dels països i les possibles solucions que es proposaven de diferents diaris, publicacions, etc. Per posteriorment, traduir-los i adaptar-los al treball. Per la part pràctica, la part més numèrica s'ha utilitzat principalment el Fons Monetari Internacional, el Banc Central Europeu, l'Eurostatt, etc. Posteriorment, totes les dades han estat tractades i adaptades al programa Excel per tal de que els gràfics fossin homogenis en fons i forma.

L'estructura del Treball es divideix en tres parts:

En primer lloc parlarem de l'origen de l'euro i la creació de l'eurozona. Els motius que van portar a crear-la, per què hi va haver països que no s'hi van adherir, etc. A partir d'aquí continuarem amb l'anàlisi de la situació dels 17 països que la formen dividint-los en països rescatats, països amb problemes de liquiditat i països solvents.

En segon lloc analitzarem les causes que han portat a l'euro zona a afrontar una situació com l'actual. Veurem les raons i observarem que malgrat el que s'està dient actualment, Europa no té un problema de tipus fiscal.

Per acabar, ens dirírem les possibles solucions que té la zona euro per sortir de la crisi de deute actual. En distingirem 3 tipus i veurem avantatges i inconvenients de cadascuna d'elles. Finalment ens quedarem amb la més probable a curt/mig termini, i analitzarem en què consisteixen els Eurobons, si serien positius pel bon funcionament de l'euro àrea o no, juntament amb les diferents metodologies que s'han proposat fins ara.

Abreviatures

OCA: Optimal Currency Area

ECU: European Currency Unique

PEC: Pacte Estabilització i Creixement

PIB: Producte Interior Brut

FMI: Fons Monetari Internacional

UE: Unió Europea

BCE: Banc Central Europeu

FED: Federal Reserve

X: Exportacions

M: Importacions

IPC: Índice de Precios al Consumo

CDS: Credit Default Swaps

ESM: European Stability Mechanism

NCI: New Community Instrument for Borrowing and Lending

EMU: European Monetary Union

EDA: European Debt Agency

EIB: European Investment Bank

1. La creació de l'euro i l'eurozona

La creació de l'euro i de l'eurozona és una qüestió fortament debatuda ja molt abans de la seva creació. Al 1961, Mundell feia els seus estudis per veure si la Unió Europea seria una àrea monetària òptima (Optimal Currency Area, OCA). Mundell, definia una àrea monetària òptima com una circumscripció territorial dins la qual, les avantatges de tenir una moneda única superen els inconvenients. Mundell aportava 3 criteris que permeten configurar una àrea monetària òptima. Ell comentava que es necessitava flexibilitat, integració i simetria a les diferents zones.

En primer lloc es requereix una elevada mobilitat del mercat de capital i del mercat de treball. D'aquesta manera es possible respondre de manera efectiva a les asimetries de les diferents parts del territori. En segon lloc trobem la integració, és a dir un elevat grau d'obertura comercial. Finalment, en tercer lloc trobem la simetria en el qual s'ha de tenir una diversificació elevada de l'estructura econòmica.

En aquella època, es veia a la Unió Europea com un conjunt de països que creixien de manera diferent. En primer lloc, trobem a Alemanya, França, Dinamarca, Regne Unit, Bèlgica, Holanda i Luxemburg que si que podien constituir una àrea monetària òptima. Per contra, hi havia els països perifèrics com Grècia, Itàlia, Portugal, Espanya i Irlanda que tenien estructures econòmiques diferents i que no podien constituir una àrea monetària òptima.

Tot va canviar al 1973, quan el mateix Mundell publica un nou article on exposa més arguments que justificaven la necessitat de constituir una àrea monetària òptima. Primerament Mundell comenta que una unió monetària afavoreix una major integració financera entre les parts i es converteix en un mecanisme de cobertura implícit contra shocks asimètrics. També comentava que quan hi ha atacs especulatius contra el tipus de canvi, aquest és una font important de perturbacions asimètriques.

Casualment, al 1992 i 1993 hi van haver atacs especulatius contra el Sistema Monetari Europeu. Durant el mes de setembre de 1992, es van haver de retirar diverses monedes com la lira, el franc o la pesseta dels Mercats de Tipus de Canvi ja que estaven cotitzant molt devaluades. Per fer front a aquesta situació els Bancs

Centrals dels diferents països es van veure obligats a vendre moneda nacional i pràcticament, es van quedar sense reserves. Molts d'aquests bancs tenien un objectiu de cotització de les seves monedes i van haver de renunciar-hi per la força dels atacs especulatiu.¹

A part d'aquestes turbulències financeres, durant aquella època emergeix el "monetarisme". Aquesta teoria considera que l'ús actiu de la política monetària expansiva i de la política canviària amb les devaluacions per estimular la economia és una font d'inestabilitat. La política monetària, segons els monetaristes, només ha de focalitzar els seus esforços en controlar la inflació. D'aquesta manera el monetarisme accepta implícitament la creació d'una Unió Monetària Comuna ja que, per ells, la renúncia de la política monetària no té un cost significatiu.

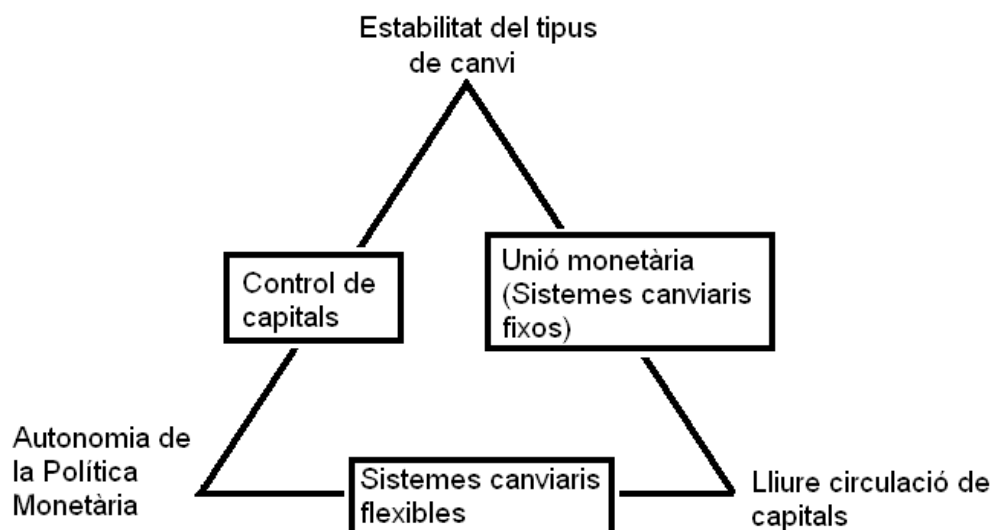
Donades les circumstàncies, van poder comprovar que el Trilema de la política econòmica era cert (Il·lustració 1).

- En primer lloc, van observar que tenien autonomia en la Política Monetària i lliure circulació de capitals però que no hi havia estabilitat en el tipus de canvi.
- En segon lloc, si volien estabilitat en el tipus de canvi i no renunciaven a tenir una política monetària pròpia, havien de prohibir al lliure circulació de capitals.
- En tercer lloc, si requerien una certa estabilitat en el Tipus de canvi i una lliure circulació de capitals, havien de renunciar a l'autonomia de la Política Monetària.

Finalment, donat aquest enfocament més monetarista de l'època que deia que no es podia utilitzar la política monetària per estabilitzar l'economia, van decidir que el millor era renunciar a la política monetària. Això suposava una unió monetària amb un sistema de canvi fix respecte a la moneda anterior.

¹ Universidad Complutense de Madrid
[<http://pendientedemigracion.ucm.es/info/audesco/dt/wp0702.pdf>] (10/01/2013)

II-Il·lustració 1: Trilema Política Econòmica a les economies obertes



Per aquesta raó es crea l'euro el 16 de desembre de 1995 a Madrid en una reunió del Consell Europeu. Constituïa una forma d'unió entre els diferents estats d'Europa i tenia la finalitat última de crear treball i facilitar el comerç entre els diferents països de la Unió Europea. Aquesta nova moneda que s'adoptava substituïa a l'ECU (European Currency Unique), amb una paritat de 1:1.

L'adopció d'una moneda única com l'euro tenia forts avantatges, com per exemple:

- Supressió del risc del tipus de canvi, d'aquesta manera, es pot comerciar entre els diferents països que hagin adoptat l'euro com a moneda única, sense perill de que els costos es desapareixin degut a una devaluació de la moneda del país o un enfortiment de la moneda exterior.
- També s'evitava els costos de conversió o la comissió que s'emportaven els bancs a l'hora de canviar una moneda per una altra. Algunes fonts situen aquesta comissió al voltant del 0.5% del Producte Interior Brut.
- Flexibilitat i liquiditat als mercats financers, fent-los més profunds i competitius. Això produïa una reducció de costos per a les empreses, per als consumidors individuals i també per als inversors borsaris o en deute públic.

Ara bé, per gaudir d'aquests avantatges que tenia l'adopció de l'euro com a moneda única els països havien de complir uns criteris anomenats Criteris de Convergència Econòmica.

Aquests criteris pretenien que el desenvolupament econòmic en el marc de la UEM fos equilibrat i no provoqués tensions entre els Estats Membres. Van ser creats l'any 1991 en el Tractat de la Unió Europea i coneguts popularment com criteris de Maastricht. D'aquesta manera es forçaria a tots els països a harmonitzar la situació econòmica i financera dels països membres (15 a partir de 1995). Aquests criteris tenien com a objectiu final la creació de l'euro com a moneda única.

A partir de 1999 aquests criteris tenen una visió selectiva i determinar així quins són els països que estan capacitats per adoptar una moneda pròpia.

En primer lloc trobem el criteri d'estabilitat de preus. Aquest criteri estableix que els països que vulguin adoptar l'euro com a moneda, hauran de tenir la inflació controlada. Aquesta no podrà superar en una observació que es farà un any abans de l'examen, en més d'1,5% la dels tres Estats membres amb menor inflació.

En segon lloc, hi ha el criteri de tipus d'interès a llarg termini. Aquest criteri ens diu que els tipus d'interès nominals a llarg termini, observats un any abans de l'examen, no podran excedir en més d'un 2% la dels tres Estats membres amb menors interessos.

El tercer criteri ens parla de les finances governamentals. Ens diu que, el dèficit pressupostari de les administracions públiques no pot superar el 3% del PIB al final de l'any. Ara bé, es pot admetre un valor major sempre i quan s'hagi anat reduint durant els últims anys i no superi de massa la xifra objectiu.

El quart criteri també ens parla de finances governamentals, concretament del Deute sobre el PIB. Aquest criteri comenta que el rati de Deute sobre PIB ha d'estar per sota del 60%. No obstant, com en el cas anterior, es pot admetre un país a l'euro zona malgrat tenir un valor superior mentre no superi de massa la xifra objectiu i s'hagi anat reduint al llarg del temps.

Finalment, el cinquè criteri té a veure amb el tipus de canvi. Aquest no ha de tenir cap ruptura en els últims dos anys ni haver sofert tensions greus.

Dels 15 països que hi havia a la Unió Europea 14 els van aprovar, mentre que només 1, Grècia, es va haver d'esperar per entrar a la zona Euro.

Tot i això, a la zona euro només hi van accedir 11 països al 1999, adoptant Grècia l'any 2001.

Hi va haver països com el Regne Unit, Suècia i Dinamarca que malgrat formar part de la Unió Europea van rebutjar l'adopció de l'euro com a moneda única aplicant la causa d'Opting-Out. Aquesta clàusula permetia als països que ho volguessin, romandre fora de la Unió monetària.

Aquests països que van decidir no acceptar l'euro com a moneda pròpia van ser Dinamarca, Suècia i el Regne Unit. Aquests tres països valoraven moltíssim el poder controlar la Política Monetària. Ara bé, tots 3 països van realitzar referèndums per tal de decidir si adoptar l'euro o no.

Per un costat, el referèndum de Dinamarca es va realitzar l'any 2000 i amb una participació del 86% el 53,1% dels votants van decidir continuar amb la corona danesa, exercint així la clàusula d'Opting-Out.

El mateix va passar amb Suècia a l'any 2003, i novament va sortir el no com a resposta amb un 56% dels vots.

Pel que respecta al Regne Unit, els polítics van deduir que l'adopció de l'euro era la primera passa per formar un estat de grans dimensions i que llavors, es suprimiria la capacitat britànica de determinar els tipus d'interès. Això, segons ells, tindria efectes dramàtics sobre la seva economia i sobre l'hegemonia de Londres com a centre financer. Paral·lelament, coexistia i coexisteix, l'opinió contrària ja que el 60% de les exportacions angleses es fan a la Unió Europea i adoptar l'euro reduiria els costos i els riscos del canvi de divisa. Com que hi ha aquest conflicte d'interessos periòdicament es fan enquestes d'opinió als ciutadans anglosaxons i mostren una oposició natural a unir-se al projecte monetari de la Unió.

Malgrat aquestes baixes tan significatives, l'1 de gener de 1999, l'euro es va introduir als mercats financers d'11 països (tots menys Grècia). Ara bé, l'1 de gener de 2002 ja va entrar en circulació a 12 dels 15 països de la Unió Europea (Alemanya, Àustria, Bèlgica, Espanya, Finlàndia, França, Grècia, Irlanda, Itàlia, Luxemburg, Països

Baixos i Portugal). Durant un temps, van estar coexistint l'euro i les monedes nacionals de cada país, però poc a poc, les monedes nacionals es van anar retirant i va quedar únicament l'euro com a moneda única.²

No obstant, l'evolució de l'euro no es va aturar. En anys següents, la quantitat de països que adoptaven l'euro com a moneda única va continuar augmentant. En primer lloc, va ser Eslovènia l'any 2007, Malta i Xipre l'1 de gener de 2008, Eslovàquia el 2009 i finalment Estònia al 2011.

Tots aquests països passaven a formar part de l'EMU (European Monetary Union) que tenia tres branques:

Per una part el Banc Central Europeu per garantir l'estabilitat macroeconòmica de la zona euro, controlant exclusivament la inflació. Així els cicles econòmics estarien donat per canvis en la tecnologia (Shocks d'oferta) o canvis en les expectatives (Shocks de demanda).

La segona branca de l'EMU corresponia a la PEC (Pacte d'Estabilitat i Creixement) que determinava l'ús de la política fiscal com a mecanisme d'ajust a les pertorbacions derivades de les fluctuacions del cicle econòmic. El PEC no contempla la possibilitat de transferències, per aquesta raó, s'exigeix un esforç addicional en la consolidació de les finances públiques. Això vol dir que, s'ha de mantenir el pressupost equilibrat durant tot el cicle econòmic.

La tercera i última branca es basava en reformes estructurals que s'havien de donar per gestionar l'asimetria dels shocks que passava per augmentar la flexibilitat dels mercats especialment, el mercat de treball.

Aquestes tres branques haurien de permetre funcionar sense la necessitat de crear un Super-Estat Europeu. Per contra, hem vist que no és així i que es necessita una major integració política per garantir la sostenibilitat de la unió monetària.

² També van acceptar l'euro com a mitjà de pagament, estats que no disposaven de moneda pròpia però que tenien acords amb països que havien adoptat l'euro, com Mònaco (França) o Ciutat del Vaticà i San Marino (Itàlia).

Un cop contextualitzada la situació de la creació de l'euro i l'euro zona i els motius que van dur a formar-la, ens centrarem a l'evolució que han experimentat aquests països durant aquests anys en matèria de dèficit i deute públic.

Durant els primers 5 anys de la creació de l'euro aparentment no hi va haver cap problema. Del 2002 fins al 2007 van ser temps de bonança i els problemes que després sacsejarien la zona euro estaven ocults.

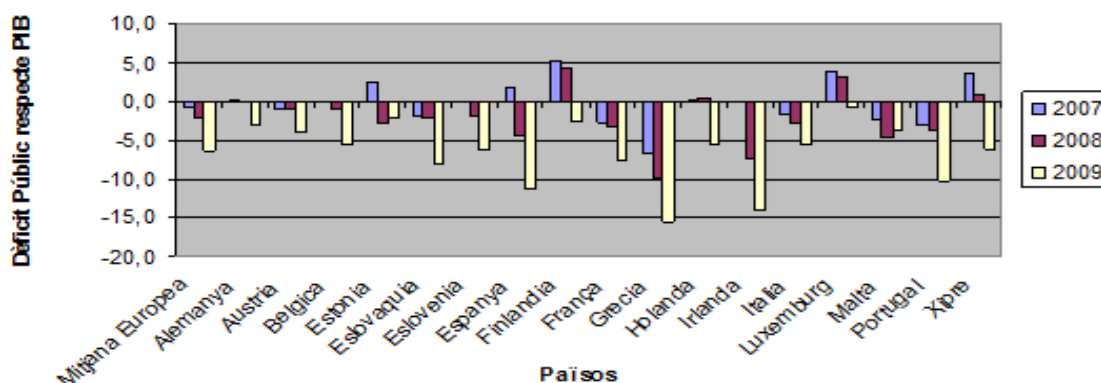
Ara bé, com ja es va avisar des de la mateixa creació, la cessió de la política monetària i canviària, implicava implícitament un control en la disciplina pressupostària tal com diu el 3r apartat del 1r punt del 1r tema del document que es va signar a Madrid el 1995.³ Així les finances públiques han d'estar completament sanejades per tal d'assegurar l'èxit de la Unió Econòmica i Monetària.

A partir de 2007 amb la crisi de Lehman Brothers van començar els problemes per als països de la moneda única. A partir d'aquell moment, i per frenar la caiguda del Producte Interior Brut es va decidir, en alguns països, fer us de la política fiscal i promoure la despesa pública i la reducció d'impostos. Això va fer que s'endeutessin moltíssim i es van començar a desequilibrar els pressupostos com podem veure al gràfic 1.

En ell, podem observar el dèficit públic respecte al Producte Interior Brut dels diferents països de l'euro zona i la tendència a l'alça que té aquest dèficit durant aquesta època. A més, si comparem els diferents països podem veure diferències molt significatives. Per exemple, a països com Grècia, Irlanda o Espanya el rati de dèficit respecte al PIB ha arribat fins a les 2 xifres mentre que països com Alemanya, Àustria, Finlàndia no arriben ni al 5%.

³ Comissió Europea [http://www.europarl.europa.eu/summits/mad1_es.htm]
(24/04/13)

Gràfic 1: Dèficit Públic respecte el PIB dels països de l'eurozona (2007-2009)



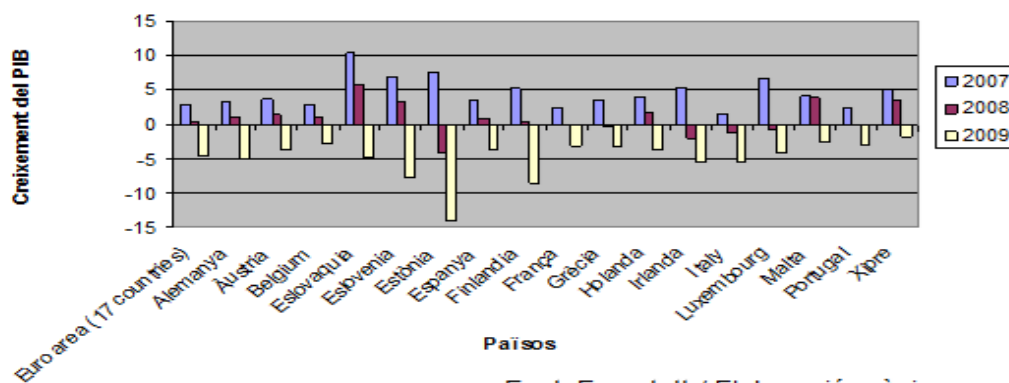
Font: Eurostat / Elaboració pròpia

Malgrat aquesta despesa que van realitzar els diferents països no van poder evitar la caiguda del Producte Interior Brut com podem veure a la taula 2. Casos a destacar són els de Estònia, Finlàndia i Eslovènia els quals tenen un decreixement del Producte Interior Brut de més del 5% i en canvi són dels països que menys despesa pública utilitzen.

No obstant, cal dir que aquest dèficit es causat per dos components, per una part un component cíclic que depèn de la conjuntura econòmica, per tant, hi haurà més dèficit públic en una època de recessió ja que s'haurà de donar més transferències a aturats, es recaptaran menys impostos, etc. Per altra banda, si que hi ha un component estructural que depèn de la Política Fiscal realitzada pels governs.

A destacar el cas d'Estònia que podem veure en la taula següent. Durant l'any 2009 el Producte Interior Brut li cau per valor d'un 12% i el dèficit és només del 2%. Per tant, aquesta descomposició del saldo pressupostari queda en entredit, ja que el component cíclic desapareix en aquest cas o és molt reduït.

Gràfic 2: Evolució del PIB (2007-2009) a l'eurozona



Font: Eurostat / Elaboració pròpia

Ara bé, d'aquests gràfics en podem treure un tercer per veure si compensa utilitzar la política fiscal per evitar o reduir la caiguda del Producte Interior Brut.

Taula 1: Diferència entre Producte Interior Brut i Deute Públic (2007 a 2009)

	Producte interior Brut			Dèficit Públic			Diferència Producte Interior Brut respecte Dèficit Públic
	2007	2009	Resultat	2007	2009	Resultat	
Euro area (17 països)	3	-4,4	-7,4	-0,7	-6,4	-5,7	-1,7
Alemanya	3,3	-5,1	-8,4	0,2	-3,1	-3,3	-5,1
Àustria	3,7	-3,8	-7,5	-0,9	-4,1	-3,2	-4,3
Bèlgica	2,9	-2,8	-5,7	-0,1	-5,6	-5,5	-0,2
Eslovàquia	10,5	-4,9	-15,4	2,4	-2,0	-4,4	-11,0
Eslovènia	7	-7,8	-14,8	-1,8	-8,0	-6,2	-8,6
Estònia	7,5	-14,1	-21,6	0,0	-6,2	-6,2	-15,4
Espanya	3,5	-3,7	-7,2	1,9	-11,2	-13,1	5,9
Finlàndia	5,3	-8,5	-13,8	5,3	-2,5	-7,8	-6,0
França	2,3	-3,1	-5,4	-2,7	-7,5	-4,8	-0,6
Grècia	3,5	-3,1	-6,6	-6,5	-15,6	-9,1	2,5
Holanda	3,9	-3,7	-7,6	0,2	-5,6	-5,8	-1,8
Irlanda	5,4	-5,5	-10,9	0,1	-13,9	-14,0	3,1
Itàlia	1,7	-5,5	-7,2	-1,6	-5,5	-3,9	-3,3
Luxemburg	6,6	-4,1	-10,7	3,7	-0,8	-4,5	-6,2
Malta	4,1	-2,6	-6,7	-2,3	-3,7	-1,4	-5,3
Portugal	2,4	-2,9	-5,3	-3,1	-10,2	-7,1	1,8
Xipre	5,1	-1,9	-7	3,5	-6,1	-9,6	2,6

Font: Eurostat / Elaboració pròpia

La taula anterior és un exemple molt il·lustratiu de la situació que es va donar al 2009 quan els inversors van començar a dubtar del deute públic europeu. Curiosament, els països que van utilitzar més deute públic per frenar la caiguda del PIB (marcats en vermell) han estat els països rescatats que analitzarem en el següent punt. No obstant, podem observar una excepció ja que Espanya no ha estat rescatada i està marcada en vermell. Posteriorment veurem els motius que han fet que no hagi estat rescatada i els altres països si que ho hagin estat. A continuació distingim un altre grup de països (els que estan marcats en groc) que són els que estan a la mitjana i que poden ser potencialment insolvents i tenir problemes de liquiditat i per últim trobem els països marcats en verd, països que han deixat actuar la economia, han mantingut estables els seus pressupostos i són solvents.

A partir d'aquest moment utilitzarem aquesta classificació que ens ha donat la taula anterior i diferenciarem entre els Països rescatats, els Països potencialment insolvents i possiblement rescatats en un futur i els països solvents.

1.1. Països que han estat rescatats.

Per tal d'entrar en matèria, primerament veurem els països que han estat rescats. Analtzarem si hi havia motius perquè hi hagués aquest rescat i si ha servit d'alguna cosa.

1.1.1. Grècia

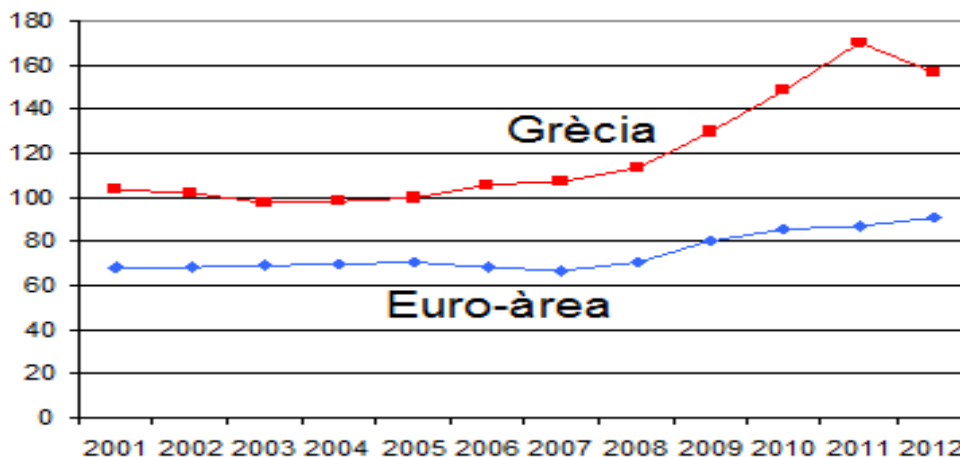
Tota aquesta crisi del deute que està sacsejant la zona Euro va començar amb Grècia. Aquest país mostra uns grans problemes estructurals com evasió fiscal, corrupció, un sistema de pensions deficient, falta de competitivitat, rigidesa del mercat del treball, etc.

Veient que la seva economia havia estat sacsejada d'una manera brutal a causa de la crisi de les hipoteques "sub-prime". A partir de 2007 Grècia va començar a emetre molt deute públic per tal de reactivar l'economia.

Ajuntat això, amb els problemes que hem comentat abans, el deute públic respecte el Producte Interior Brut va començar a pujar d'una manera brutal. A més a més, al 2009 es va descobrir que s'havien falsejat els comptes públics i que, el veritable valor era molt superior al que es tenia coneixement.

Tal com veiem en el gràfic que trobem a continuació el deute respecte el PIB va pujar un 50% de 2008 a 2010. Va ser llavors quan va esclatar la Crisi grega de deute que acabaria contagiada tota l'euro àrea.

Gràfic 3: Deute públic respecte el PIB Grècia vs. Mitjana Europea(en percentatge) 2001-2012



Font: Eurostatt / Elaboració pròpia

Donat aquest increment els inversors els demanaven més interès ja que el risc era més que evident. El 23 d'abril de 2010, la situació va ser insostenible i es va veure obligada a formalitzar el primer rescat per valor de 110.000 milions d'euros, 30.000 per part del FMI i 80.000 per part de la zona euro.⁴

Per fer-se efectiu es posava la condició que hi hagués mesures d'ajustament, reducció de la despesa pública, limitació a les prestacions d'atur i jubilació, etc.

Malgrat els esforços duts a terme per part dels dirigents i per la Troika per part de reduir el deute públic, Grècia es va veure obligada a demanar un 2n rescat a l'estiu de 2011 per valor de 109.000 milions d'euros. Tot i això, i com hem pogut veure al gràfic anterior el deute públic grec ha continuat pujant fins al 170,6% del PIB comparat amb el 80% que té de mitjana la zona Euro.

Finalment, hi ha hagut un tercer rescat a finals de novembre de 2012 per valor de 43.700 milions d'euros per part de l'Eurozona i del FMI. Malgrat que Grècia està fent els deures imposats per Europa i l'FMI, el seu deute públic no ha parat d'augmentar tal com hem vist en el gràfic anterior. Grècia actualment té el major atur de la seva història situat en el 27% de la població. A més, l'índex de suïcidis ha augmentat un 37% de 2009 a 2011. Aquests fets, fan pal·les que la situació grega és bastant insostenible.⁵

Vista la gravetat de la situació, el Fons Monetari Internacional, ha flexibilitzat una mica els objectius de dèficit i l'objectiu marcat és que, a l'any 2020 el percentatge de deute públic sobre PIB sigui del 124%, cosa que serà impossible si no es fan quites o es posposa el pagament dels bons que vencin.

⁴ EITB.com (09/06/2012) ¿Cuánto costaron los rescates de Grecia, Irlanda y Portugal? [<http://www.eitb.com/es/noticias/economia/detalle/902774/rescate-espana-que-costo-rescatar-grecia-irlanda-portugal/>] (15/11/2012)

⁵ RTVE.es (2009-2012) Diversos autores. Cronología de la crisis de Grecia. [<http://www.rtve.es/noticias/20121127/cronologia-tesis-grecia/329528.shtml>] (06/12/2012)

Per la qual cosa, podem dir que la situació grega ha arribat en un punt en el qual s'haurien de prendre mesures dràstiques i qui sap si una sortida de l'euro podria ser una bona solució pel país hel·lè.

1.1.2. Irlanda

Després de Grècia, va ser Irlanda la que va suscitar l'interés dels mercats gràcies a la composició del seu Producte Interior Brut, basat principalment en l'exposició al sistema bancari i a la construcció. D'aquesta manera començava "l'efecte contagi" que va afectar als països amb més problemes de la Unió.

Al 2007, quan va esclatar la crisi de les hipoteques "sub-prime" i de Lehman Brothers, els bancs irlandesos perdien uns 100.000 milions d'euros en crèdits no retornats. Malgrat això, es va intentar seguir sense la necessitat d'un rescat però el deute públic es disparava, tal com podem veure en el gràfic següent. Els bancs havien adquirit molta grandària i feia inviable la continuació del país sense un rescat financer.

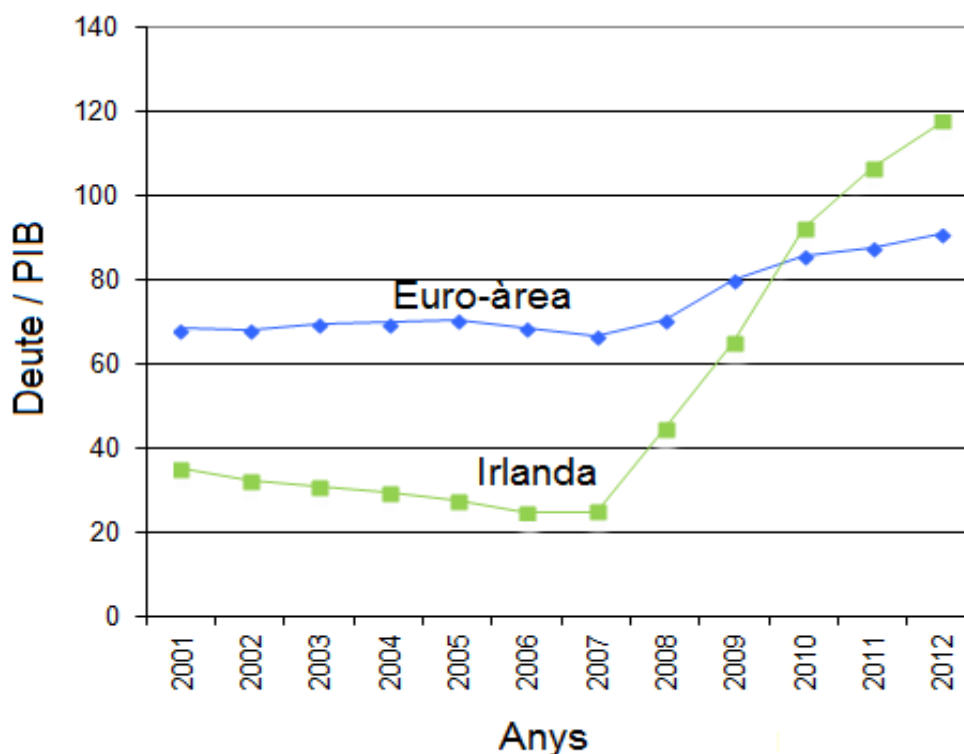
Els dubtes van continuar, més encara quan Irlanda va dir que es faria càrrec dels passius dels bancs. Aquest passiu per tant, es convertia en deute a pagar si els bancs fessin fallida.

Finalment, el 21 de Novembre de 2010 la UE va haver d'intervenir ja que les pèrdues de la banca s'anaven engrandint i el cost de finançament era molt elevat. Aquest rescat va tenir un valor de 85.000 milions d'euros dels quals 22.500 milions van procedir del FMI i 62.500 de l'Euro zona.⁶

Aquesta ajuda combinada juntament amb una forta política fiscal restrictiva ha permès a Irlanda evitar la suspensió de pagaments.

⁶ EITB.com (09/06/2012) ¿Cuánto costaron los rescates de Grecia, Irlanda y Portugal? [<http://www.eitb.com/es/noticias/economia/detalle/902774/rescate-espana-que-costo-rescatar-grecia-irlanda-portugal/>] (15/11/2012)

Gràfic 4: Deute Públic respecte PIB Irlanda (2001-2012)



Font: Eurostatt / Elaboració pròpia

Actualment, i dos anys després d'haver sol·licitat el rescat, Irlanda ha hagut de fer front a reformes i a mesures d'austeritat que encara continuen. Durs ajustos que poden permetre que Irlanda pugui abandonar el programa marcat pel FMI a finals de 2013, després d'haver estalviat 6.000 i 4.200 milions d'euros. Aquests ingressos han vingut principalment de reduccions en el cost social, pujada d'impostos i rebaixes salarials. Segons Howlin B., actual ministre de despesa pública i reforma, el govern irlandès està complint els seus propòsits referents a consolidació fiscal. D'aquesta manera diu, es reduirà el dèficit públic del 7,5% al 2013 arribant fins al 3% al 2015.

A més a més, aquestes mesures fiscals no estan afectant en excés al creixement del producte Interior Brut ja que es preveu també una crecuda segons Howlin B. del voltant de l'1,5%, un 0,75% menys del que s'esperava. Aquesta situació és innovadora ja que en la majoria de països que s'estan fent ajustos el Producte Interior Brut tendeix a baixar. Aquest fet és molt positiu per l'economia Irlandesa.

Per acabar, l'últim punt que s'ha de tenir en compte, és el deute bancari. Irlanda voldria que es desvinculés el deute bancari del deute de l'estat ja que això perjudica

greument a la seva prima de risc. No obstant, com veurem en propers punts, estats i bancs estan fortament vinculats, això fa que siguin dependents l'un de l'altre i en aquest cas, és molt perjudicial.⁷

Actualment, i observant que Irlanda ha aconseguit assolir amb èxit els objectius del FMI, s'està plantejant un augment de les condicions dels préstecs allargant-los fins als 7 anys. D'aquesta manera se'ls facilitaria novament l'accés als mercats de finançament. Els interessos serien els mateixos però amb un major termini per pagar-los. Aquesta sortida als mercats està prevista que es produeixi a finals de 2013.⁸

1.1.3. Portugal

El cas de Portugal és ben diferent al d'Irlanda. El govern d'aquest país s'havia dedicat a promoure l'endeutament i la despesa pública. Això, juntament amb la corrupció existent, van fer encarir moltíssim el preu d'Obres públiques i el sou dels màxims responsables. Per aquestes raons el Deute públic, tal com podem veure en el gràfic 4, va començar a pujar i actualment es troba en nivells superiors al 120%.

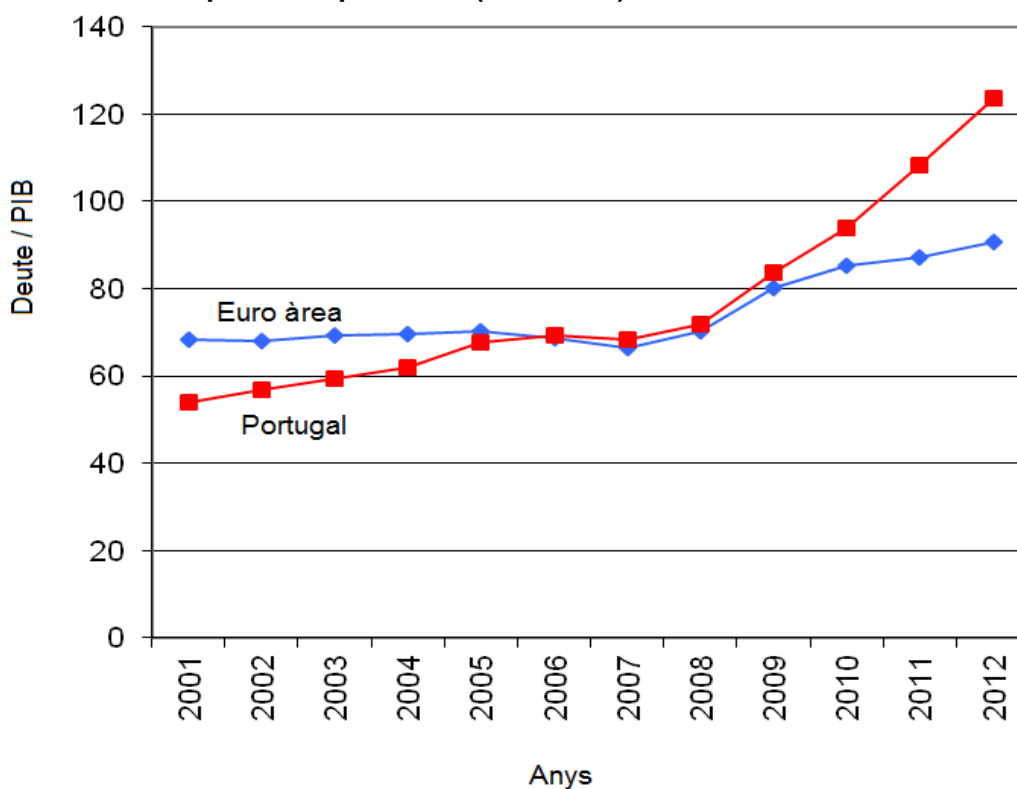
Això, juntament amb el contagi de la crisi grega i irlandesa fa que la prima de risc comenci a pujar fins a nivells insuportables per Portugal.

No obstant, podem observar que no sempre ha estat així, en els anys anteriors, del 2001 al 2006, Portugal, havia tingut el deute molt controlat sempre per sota de la mitjana europea.

⁷ Aja, J (2012) Dos años bajo un plan de rescate: Irlanda, ¿ejemplo para el resto de socios europeos? [<http://www.eleconomista.es/interstitial/volver/orangesubv/economia/noticias/4416368/11/12/Irlanda-dos-anos-despues-de-pedir-el-rescate-continua-con-los-recortes.html>] (7/11/2012)

⁸ El Economista [<http://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/4734918/04/13/Los-prestamistas-evaluan-dar-siete-anos-mas-a-Irlanda-y-Portugal.html>] (10/04/2013)

Gràfic 5: Deute públic respecte PIB (2001-2012)



Font: Eurostat / Elaboració pròpia

Aquesta divergència va fer que els inversors cada cop demanessin uns interessos més alts a Portugal fins que, finalment, van haver de sol·licitar el rescat a la Unió Europea i al Fons Monetari Internacional el 16 de Maig de 2011. Aquesta ajuda va tenir un cost de 78.000 milions d'euros però amb la condició d'aplicar un fort programa d'ajustos. D'aquests 78.000 milions, 52.000 milions finançats per la zona euro i 26.000 pel fons monetari internacional.⁹

Aquestes ajudes però, requerien una sèrie d'ajustos a fer per la societat portuguesa. Primerament s'han congelat totes les pensions. Posteriorment, s'ha despatxat part del personal de l'administració pública i s'han congelat els salaris del personal que manté encara el seu lloc de treball. També s'ha reduït la despesa en el sistema sanitari i el sistema educatiu. A més a més, s'han dut a terme reformes estructurals

⁹ EITB.com ¿Cuánto costaron los rescates de Grecia, Irlanda y Portugal? [<http://www.eitb.com/es/noticias/economia/detalle/902774/rescate-espana--que-costo-rescatar-grecia-irlanda-portugal/>] (09/06/2012)

com en el mercat laboral i el sistema financer. I per acabar s'ha privatitzat una sèrie de companyies públiques per tal de donar més liquiditat al govern central.¹⁰

De moment sembla que totes les mesures que ha anat fent Portugal i malgrat que el PIB ha baixat fins al 3,4%, el Fons Monetari Internacional i l'euro grup estan contents amb els esforços que està fent Portugal i xifren que el deute respecte el PIB s'anirà reduint poc a poc gràcies a les mesures que esta duent a terme el govern central.

No obstant, i quan tot semblava que anava bé, una sentència sense precedents del Tribunal Constitucional ha fet que tornin els dubtes sobre la sostenibilitat de l'economia portuguesa. Aquest Tribunal, ha considerat algunes retallades pressupostades en els pressupostos de 2013, com a inconstitucionals. Entre elles es troba la supressió de la paga extra a funcionaris i jubilats, la retallada en les pensions dels aturats i persones dependents, etc.¹¹

Això provocarà un canvi en aquests pressupostos i farà que s'hagin de reduir significativament les despeses de l'executiu. Aquest forat provocat per la decisió del Tribunal Constitucional es xifra en 1.300 milions d'Euros que es retallaran principalment d'educació i sanitat. Aquests ajustos desbloquejarien el següent tram d'ajuda per valor de 2.000 milions d'Euros i possiblement un allargament dels venciments del deute fins a 7 anys aproximadament. D'aquesta manera es facilitaria el retorn als mercats per buscar finançament i s'ajudaria a minvar la càrrega a les nacions.¹²

¹⁰ RTVE.es (2011) Agències. El rescate obligará a Portugal a pagar la mitad de paro y a bajar las pensiones. [<http://www.rtve.es/noticias/20110504/rescate-obligara-portugal-reducir-mitad-paro-bajar-las-pensiones/429983.shtml>] (10/10/2012)

¹¹ El Economista [<http://www.eleconomista.es/europa/noticias/4727798/04/13/El-Gobierno-de-Portugal-acato-el-fallo-del-Tribunal-Constitucional-.html>] (10/04/2013)

¹² El Economista [<http://www.eleconomista.es/economia/noticias/4739651/04/13/El-Eurogrupo-espera-que-Portugal-detalle-manana-los-nuevos-recortes-para-cuadrar-el-deficit.html>] (15/04/2013)

Si no és així, Portugal es convertiria en una segona Grècia, ja que no es podria refinançar el deute i es proposaria una quitança a la deuta pública emesa, sent-ne el principal perjudicat Espanya.¹³

1.1.4. Xipre

Un altre cas de vulnerabilitat financera és el que es dona a Xipre. Aquest país mediterrani es dedica principalment al sector serveis i al turisme. No obstant té un sistema bancari bastant gran on el 42% dels dipòsits supera els 100.000€. Aquests dipòsits pagaven un tipus d'interès bastant alt, sobre un 4,45% per un dipòsit menor a 2 anys. Aquest interès permet atraure grans capitals que busquen un interès superior al que ofereixen altres països de la zona euro on el tipus oficial del diner és del 0,75% i els dipòsits ronden aquestes xifres.¹⁴

Xipre oferia molt bones condicions als inversors i possibilitats de blanqueig de capital. Aquesta sobre dimensió del sistema bancari ha fet que es centralitzés molt el risc en deute grec i la quitança de Grècia ha fet que els 2 majors bancs xipriotes perdessin 4.500 milions d'euros mentre que el PIB de Xipre és de 21.000 milions de dòlars (25% del PIB aproximadament). Això ha provocat que Xipre hagi hagut de demanar diners a la Unió Europea i al Fons Monetari Internacional per tal de fer front a aquestes pèrdues.

Finalment, el 16 de març de 2013 s'arriba a un acord entre l'Euro zona, FMI i Xipre. Aquest acord consisteix en injectar 10.000 milions d'euros al sistema bancari xipriota (50% del PIB del país). D'aquests 10.000 milions, 5.800 s'hauran de recaptar mitjançant un impost bancari per part del país dels 7.000 milions que ha d'aportar el govern xipriota. Els altres 3.000 seran aportats per l'eurogrup i l'FMI.

¹³ El Economista [http://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/4734918/04/13/Los-prestamistas-evaluan-dar-siete-anos-mas-a-Irlanda-y-Portugal.html] (10/04/2013)

¹⁴ El Economista [http://www.eleconomista.es/economia/noticias/4690665/03/13/Dijsselbloem-La-gran-mayoria-de-depositos-en-Chipre-son-de-inversores.html] (15/04/2013)

Al principi, es volia fixar una taxa del 6,75% als dipòsits inferiors a 100.000€ i un 9% als superiors a aquesta quantia però això incomplia els estatuts de la zona euro, que diuen que els imports inferiors a 100.000€ s'han de garantir íntegrament. D'aquesta manera, s'havia de tornar a negociar un acord per a recaptar aquests 5.800 milions que han de provenir dels inversors amb més de 100.000€. Durant aquests dies, es manté un "corralito" per evitar la fuga de capitals i només es deixa treure 100€ x dia als caixers automàtics. Finalment, el 28 de març, i després de 13 dies tancats, reobren els bancs xipriotes amb llargues cues de ciutadans però sense incidents destacables.¹⁵

El dia 25 de març, finalment, s'arriba a un acord entre totes les parts i s'acorda que, el Cyprus Bank es salvarà de la liquidació malgrat que amb fortes reestructuracions i el Laiki Bank, el segon banc del país, si que desapareixerà i es dividirà en dos bancs.¹⁶ El banc bo on hi haurà els actius sanejats i els dipòsits de menys de 100.000 euros, i que passarà a formar part del Cyprus Bank. I el banc dolent, que englobarà la resta d'actius, dipòsits de més de 100.000 euros, accions i deute emès pel banc. Aquests actius quedaran congelats i estan a l'espera de que es fixi la quantia que se'ls aplicarà. Aquest acord és immediat i no requereix l'aprovació del parlament xipriota.¹⁷

Malgrat tot, cal dir que amb aquest tracte es protegirà als inversors minoristes que disposin de menys de 100.000€, principal conflicte que s'ha tingut després del primer acord que es va arribar.

Cal dir que aquesta és una situació nova, comparada amb els altres rescats que s'han vist fins ara. És el primer cop que es fa pagar part del rescat directament als inversors i no a l'estat com fins ara. Això es degut al tipus d'economia de Xipre,

¹⁵ RTVE.es [<http://www.rtve.es/noticias/20130401/cronologia-del-rescate-europeo-chipre/620440.shtml>] (20/04/2013)

¹⁶ El Economista [<http://www.eleconomista.es/videos/noticias/4699122/03/13/La-UE-alcanza-un-principio-de-acuerdo-sobre-el-rescate-de-Chipre-.html>] (20/04/2013)

¹⁷ El Economista [<http://www.eleconomista.es/flash/noticias/4709684/03/13/Chipre-fijara-la-quita-a-los-depositos-superiores-a-100000-en-un-375-Medios.html>](20/04/2013)

basada en l'oferiment d'avantatges tant fiscals com de rendiment als inversors, respecte als altres països de la Unió.

1.2. Països amb problemes de liquiditat

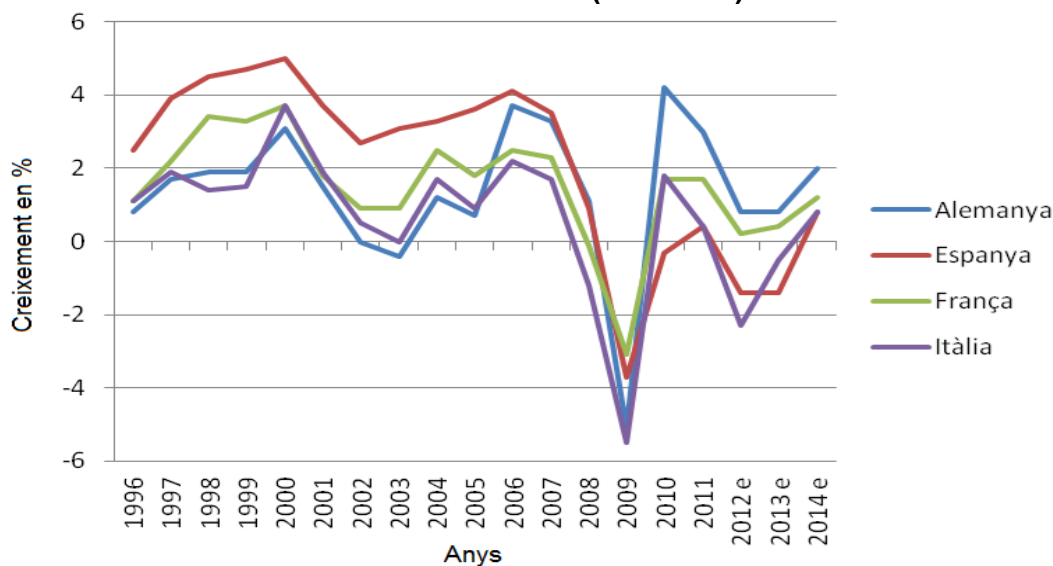
A continuació veurem els països que estan passant per dificultats i que podrien sofrir un efecte contagi si les coses van malament.

Entre ells es troben Bèlgica, França, Itàlia i Espanya.

1.2.1. Espanya

El cas d'Espanya és un cas peculiar ja que, segons hem pogut veure en la Taula 1, és un país que ha emès molt deute públic per mitigar els efectes de la crisi de les hipoteques "sub-prime" i de Lehmann Brothers. No obstant, aquests esforços del govern central per incrementar el Producte Interior Brut van ser ineficients, tal com podem veure en el gràfic següent.

Gràfic 6: Evolució del Producte Interior Brut (1996-2014)

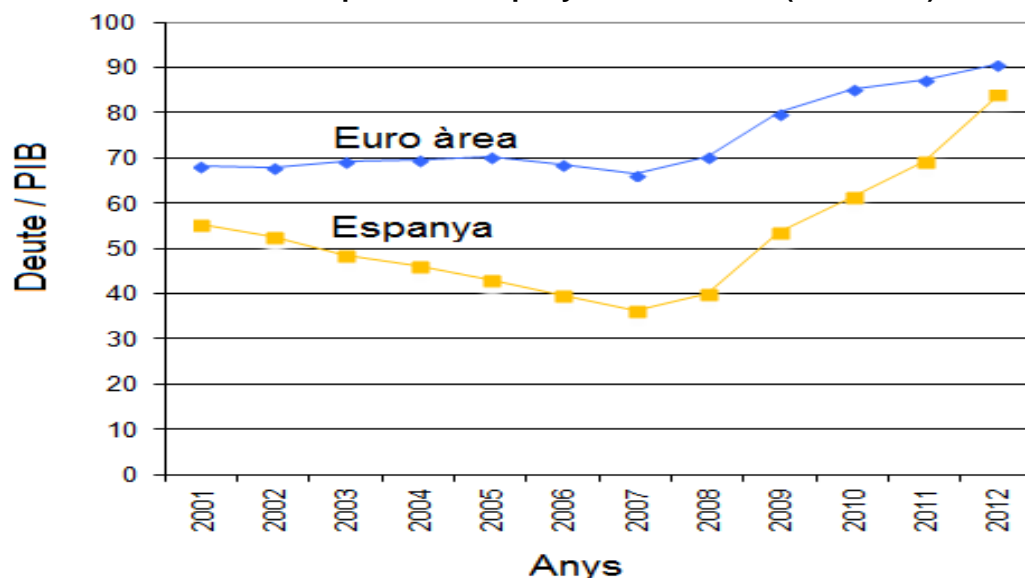


Font: Eurostat / Elaboració pròpia

Aquesta ineficiència va provocar un efecte multiplicador en el rati de Deute sobre PIB ja que cada cop es generava més deute públic que no podia compensar la baixada del Producte Interior Brut.

No obstant, abans de 2007 Espanya, tenia un dels deutes sobre PIB més baixos de l'Euro zona. Això ha fet que, malgrat aquesta gran despesa del govern entre 2007 i 2009, s'hagi pogut controlar el Deute i aquest rati encara es trobi per sota la mitjana europea com podem veure en el gràfic 7.

Gràfic 7: Deute Públic respecte PIB Espanya vs. Euro area (2001-2012)



Font: Eurostat / Elaboració pròpia

Ara bé, és possible que en els propers anys, els interessos juntament amb la baixada del Producte Interior Brut, facin que el deute públic espanyol respecte el PIB superi el de la mitjana de la zona euro. En el gràfic següent podem veure la prima de risc del bo espanyol respecte a l'alemany a 10 anys en punts bàsics.

Gràfic 8: Evolució de la Prima de risc del bo espanyol respecte a l'alemany a 10 anys (2006-2013)



Font: Datos Macro

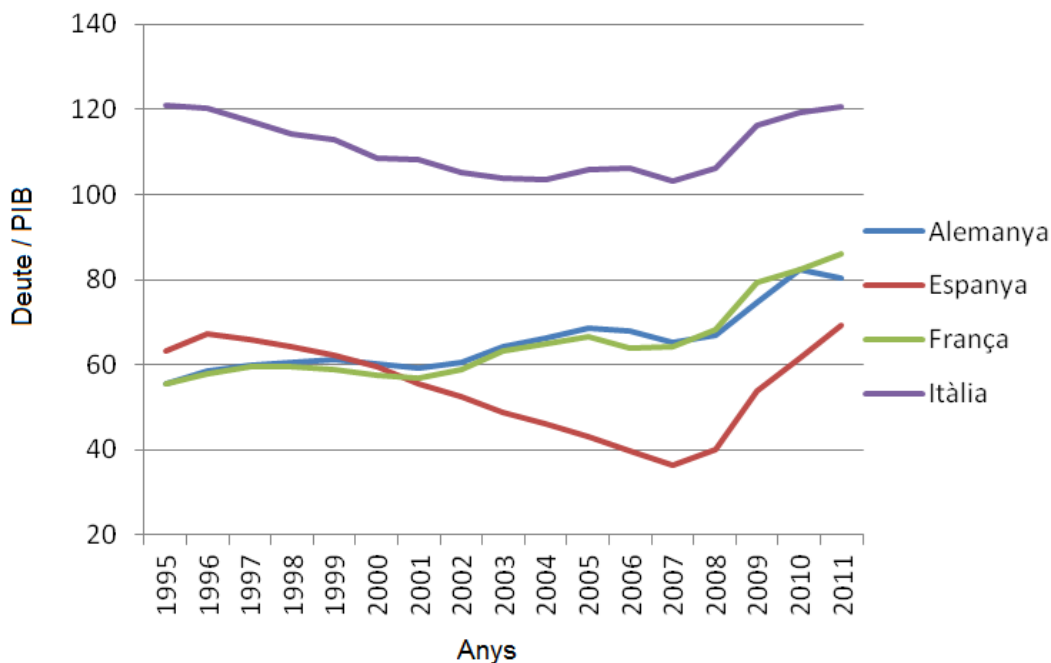
Tal com veiem en el gràfic anterior, Espanya ha hagut de pagar uns interessos que teòricament, i donada la quantitat del seu deute públic no li correspondrien. Aquest diferencial que actualment, s'ha normalitzat, ha provocat l'augment exponencial del deute a pagar. Si s'hagués mantingut durant molt de temps la situació que es va donar l'estiu passat amb la prima de risc per sobre dels 400 punts, llavors si que s'hagués procedit al rescat del país.

Ara bé, en principi, i mentre no s'agreugi el problema, Espanya no necessita demanar el rescat a les institucions europees.

1.2.2. Itàlia

Itàlia és un país que s'ha endeutat moltíssim respecte al PIB. En el gràfic que veiem a continuació, veiem que en els últims 15 anys sempre ronda el 120% de deute respecte el PIB, una quantitat molt gran si es compara amb Alemanya, Espanya, França o d'altres.

Gràfic 9: Deute/PIB en percentatge (1995-2011)



Font: Eurostat / Elaboració pròpia

No obstant, aquest pes del deute respecte al Producte Interior Brut ja fa molt temps que Itàlia l'arrossega. Actualment, té un dèficit públic pressupostari semblant al

d'Alemanya, o inclús inferior al d'Anglaterra. Fins i tot cal destacar que si, Itàlia no pagués els interessos del seu deute, tindria superàvit primari. És a dir, la despesa pública seria inferior als ingressos de l'estat. Donada aquesta especial situació, en la qual, a països com Grècia o Portugal, els feia demanar automàticament el rescat, Itàlia ha pogut mantenir els interessos bastant estables.

No obstant això, Itàlia no s'ha salvat dels ajustaments. Primerament va ser Silvio Berlusconi que va apujar els impostos a les rentes més riques, va aprovar una reducció de costos de la política i finalment una reducció dels costos administratius que consistien en la reducció de províncies minorant així el nombre de treballadors de l'estat.¹⁸

Aquests ajustos van ser tan severos que van propiciar la dimissió del fins a llavors Primer Ministre, Silvio Berlusconi el 12 de novembre de 2011. Aquesta dimissió va ser provocada ja que el seu partit va perdre una votació al Parlament que s'havia pres com una mostra de confiança, però que els seus socis no van donar suport.¹⁹

Posteriorment, va entrar al govern Mario Monti, economista tecnòcrata ex comissari europeu de la Competència. Així doncs, Itàlia passava a tenir un govern sense cap partit al capdavant i dirigit per un economista al qual li importava el bé del país i no el fet de quedar bé enfront els seus conciutadans.

En aquest període Mario Monti, ha continuat amb les polítiques de retallades que va començar Berlusconi. El passat juliol de 2012 es van introduir noves polítiques d'austeritat com per exemple la reducció a la meitat de les províncies, la reducció del 20% dels alts càrrecs de l'administració pública i del 10% en els altres nivells. Una retallada a l'exèrcit d'un 10%. A més, es limitarà les despeses en cotxes oficials i s'enduriran els processos de revisió per la compra de béns i serveis per part de l'administració. I finalment, al sector sanitari, es reduirà la despesa en la compra de

¹⁸ La prensa (2011) Redacción. Italia adopta medidas drásticas contra la crisis [<http://archivo.laprensa.hn/Internacionales/Ediciones/2011/08/12/Noticias/Italia-adopto-medidas-drasticas-contra-la-crisis>] (15/12/2012)

¹⁹ Hernández Velasco, Irene. (2011) Berlusconi dimite y deja paso a otro gobierno para evitar la quiebra de Italia [<http://www.elmundo.es/elmundo/2011/11/12/internacional/1321115211.html>] (15/12/2012)

béns i serveis i rebaixes en la despesa farmacèutica i també en educació, reduint el nombre d'escoles i fent més eficients les actuals.²⁰

Aquesta pel·lícula va viure un nou episodi el dissabte 8 de desembre de 2012 quan Mario Monti va anunciar que es veia incapaç d'acabar el seu mandat i que dimitia després dels pressupostos generals de l'any 2013. Aquest fet va produir-se quan va fer el seu discurs Angelino Alfaro, secretari general del Pueblo de la Libertad (PDL). Aquest discurs va fer veure a Monti que s'estava retirant la confiança al seu govern i a la seva línia d'acció.²¹

No obstant això, es va acordar un "full de ruta" entre els diferents partits polítics, per aprovar els pressupostos i acabar la legislatura sense caure en el caos. Si no s'hagués pactat aquest "full de ruta", el col·lapse del govern italià hagués provocat una sèrie de conseqüències molt greus a nivell europeu i un possible contagi als altres països en el punt de mira. A canvi de l'acord, Monti es comprometria a avançar les eleccions al 24 i 25 de febrer de 2013.

Aquesta sortida inesperada endarrereix els canvis socials i polítics que s'haurien de fer. Així, l'esperada reforma de la llei electoral i d'altres reformes que s'han de fer, queden posposades per al nou govern entrant.

Va ser e dilluns 10 de desembre de 2012 quan es va saber la notícia en els mercats. Aquest dia la prima pujava 28 punts (2,35%) i la borsa de Milan va caure un 2,2% arribant al 3,5% en diversos moments del dia.²²

²⁰ Efe (2012) Roma. Monti aprueba un nuevo paquete de recortes en Italia para aplazar la subida del IVA [http://www.elmundo.es/elmundo/2012/07/06/economia/1341535593.html] (15/12/2012)

²¹ Libertad digital [http://www.libertaddigital.com/internacional/europa/2012-12-08/monti-presentara-su-dimision-tras-la-aprobacion-de-los-presupuestos-1276476397/] (15/12/2012)

²² El Economista [http://www.economista.es/economia/noticias/4460373/12/12/La-prima-de-Italia-sube-28-puntos-y-la-Bolsa-de-Milan-cae-un-22.html] (15/12/2012)

Aquest moviment ens fa entendre que als mercats volen que Monti prossegueixi amb les seves reformes. Així, els polítics de centre-dreta estan intentant que es torni a presentar com a candidat a les properes eleccions però Monti només està centrat en acabar bé la legislatura i en dur a terme les reformes actuals.²³

Finalment, Monti va acceptar presentar-se a les eleccions com a candidat d'un nou partit anomenat "Con Monti per l'Italia". No obstant, Monti no va estar sol, l'exprimer ministre Silvio Berlusconi també es va presentar a les eleccions amb el partit "El pueblo de la libertad". Berlusconi sempre ha estat molt crític amb Alemanya i ha denunciat la seva estratègia durant la crisi de l'Euro. També ha comentat que la prima de risc és un engany ja que abans no se'n parlava i que ha estat infundada pels alemanys per tal de tenir una excusa i fer aquestes retallades.²⁴

Després de les eleccions generals realitzades durant aquest 2013, el país va quedar molt dividit, guanyant en el parlament, el partit democràtic i en el senat, el partit de la llibertat. Pel que respecta al parlament, el partit democràtic de Pier Luigi Bersani va guanyar clarament amb 340 escons (29,5% dels vots) per només 124 escons del partit de la llibertat de Silvio Berlusconi (29,1% dels vots). En canvi, pel senat, les coses van canviar completament i va ser el partit de Silvio Berlusconi el que va guanyar amb 116 escons per 113 del partit de Pier Luigi Bersani.

1.2.3. Bèlgica

En el cas de Bèlgica podem dir que el principal problema del país ha estat i serà la estabilitat del país ja que en les últimes eleccions generals cap partit polític va aconseguir formar govern. A més a més, el seu deute respecte al PIB és el 3r més gran d'Europa després de Grècia i Itàlia, però, al ser un país petit i gràcies a la mentalitat estalviadora dels belgues que compren pràcticament tots els bons que emet el país fan que s'hagi estabilitzat el "risc-país".

²³ <http://www.eleconomista.es/economia/noticias/4460781/12/12/FT-Monti-esta-en-conversaciones-para-presentarse-a-las-elecciones-.html> (03/03/2013)

²⁴ <http://www.eleconomista.es/economia/noticias/4461306/12/12/Berlusconi-asegura-que-Monti-deja-Italia-mucho-peor-y-denuncia-una-estrategia-alemana-tras-la-crisis.html> (03/03/2013)

Finalment, l'1 de Desembre de 2011 es va aconseguir formar un nou govern. El qual, es va comprometre a reduir el dèficit fiscal fins al 2,8% el 2012 i una balança equilibrada el 2015.

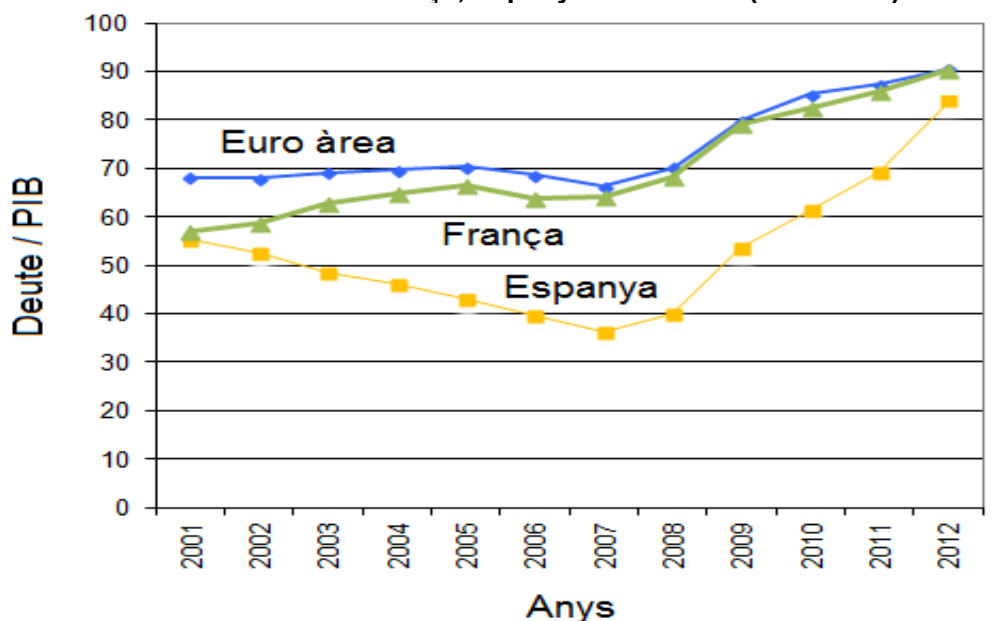
Al ser un país més petit que els que hem comentat abans, no té tant atractiu pels inversors. Es per això que, si fos necessari, se li prestaria diner però en quantitats inferiors a les que hem parlat anteriorment. Així que, una petició de rescat per part de Bèlgica no afectaria massa als països de la Unió.

1.2.4. França

El cas de França és un cas peculiar, ja que podríem dir que té problemes de liquiditat però, malgrat això, s'està finançant a uns tipus d'interès molt baixos, comparats amb països amb un deute públic similar o inclús menor.

Tal com podem veure en el gràfic següent, França té un deute públic respecte el PIB que està a la mitjana dels països de l'euro àrea.

Gràfic 10: Deute sobre PIB França, Espanya i Euro area (2001-2012)



Font: Eurostatt / Elaboració pròpia

Malgrat que el deute sobre el PIB es troba a la mitjana de la zona euro, sembla clar que s'està finançant a uns tipus d'interès molt menors a la mitjana de la zona euro. La seva prima de risc és d'únicament 60/70 punts bàsics, respecte al bo a 10 anys alemany, tal com podem veure en el gràfic 11. Ara bé, podem veure que durant el 2011, i bona part de 2012 la seva prima de risc va estar per sobre dels 100 punts bàsics. Actualment, però, ha minvat la percepció de risc per part dels inversors i es troba als 50 punts bàsics, aproximadament.

Gràfic 11: Prima de risc França respecte el bo alemany a 10 anys (2006-2013)

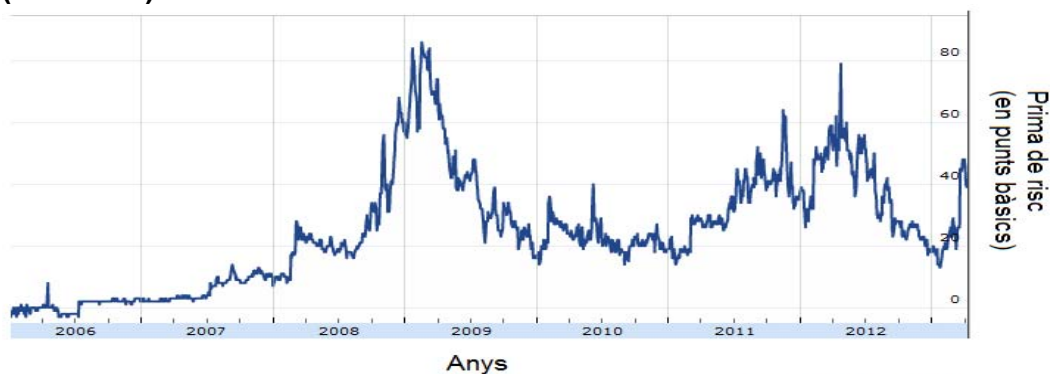


Font: Datos Macro

1.2.5. Holanda

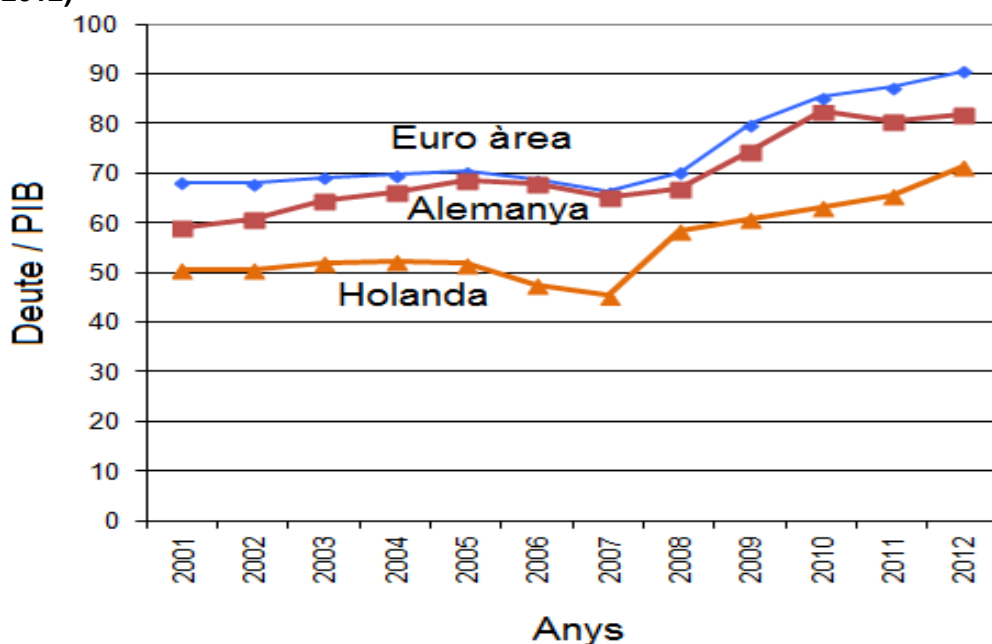
Holanda és un país que malgrat que va gastar una mica més de la mitjana europea per fer front a la crisi de les hipoteques sub-prime, no té cap problema de deute públic, tal com podem veure en el gràfic següent. Es troba a un 20% de la mitjana europea i millor, en termes relatius que Alemanya. Ara bé, pel que fa a la prima de risc, respecte al bo alemany a 10 anys encara hi ha diferència, a causa de la major capacitat de generar producció d'Alemanya.

Gràfic 12: Prima de risc del bo holandès respecte al bo alemany a 10 anys (2006-2013)



Font: Datos Macro

Gràfic 13: Deute públic respecte al PIB: Holanda, Alemanya i Euro area (2001-2012)

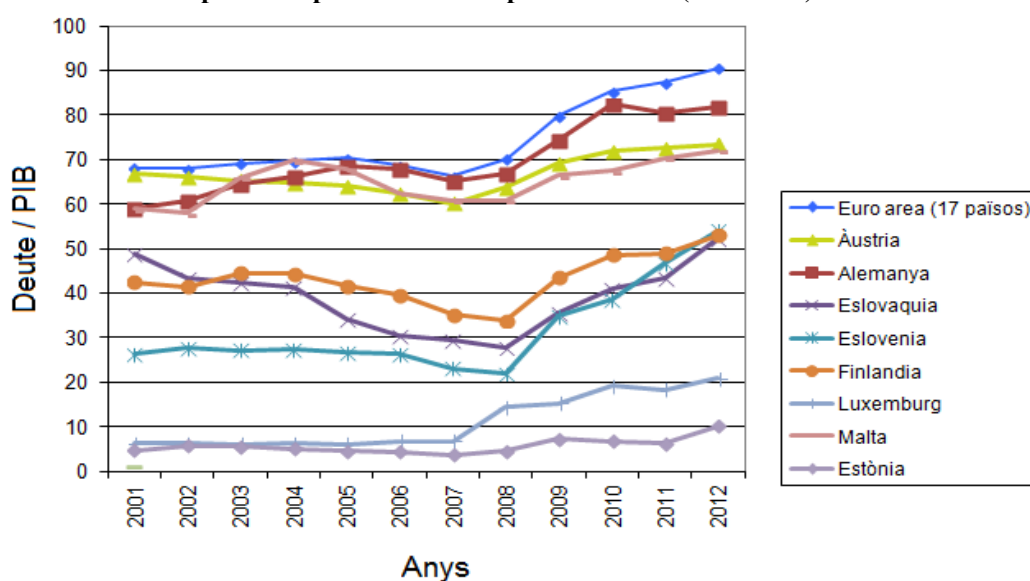


Font: Eurostat / Elaboració pròpia

1.3. Països solvents

Per acabar aquest apartat, parlarem dels països que no tenen cap tipus de problema amb el seu deute públic i que han evitat al màxim l'endeutament tal com podem veure en el gràfic següent. Entre ells trobem Àustria, Alemanya, Estònia, Eslovènia, Eslovàquia, Finlàndia, Luxemburg i Malta.

Gràfic 14: Deute públic respecte el PIB dels països solvents (2001-2012)



Font: Eurostat / Elaboració pròpia

Com podem veure, l'estat que té més deute públic és Alemanya, i és considerat el país més solvent. Aquest fet demostra lo bé que estan aquests països en termes de deute. Alguns com Estònia, per exemple, durant 2007 i 2009, com podem veure a la taula 1, el Producte Interior Brut va passar de créixer un 7% a decreïxer un 14% i el dèficit sobre el PIB va passar del 2,4 al -2%. Aquest fet demostra la consciència de països com Estònia per mantenir el Deute públic sota control.

No obstant, hi ha països solvents que poden tenir problemes a causa de la composició de la seva economia. Per exemple, i comparat amb el rescat de Xipre, es posa en quarantena països com Malta o Luxemburg, països amb un sistema bancari sobre dimensionat.

Per exemple, el sistema bancari de Luxemburg és 20 vegades més gran que el PIB del país. Això, segons Durao Barroso és insostenible i aquests sistemes bancaris s'haurien d'adaptar a les dimensions del país. Ara bé, tampoc es pot fer res quan disposes d'aquests sistemes bancaris tant enormes. L'única possibilitat és sanejar els balanços i reduir els riscos i controlar que no es fiquin en problemes segons Dijsselboem. Des dels països afectats es defensen que no importa la grandària si no de com s'utilitzin els diners, i si que importa la qualitat dels professionals que els gestionin. Descriuen els seus sistemes bancaris com a sistemes amb una base de clients molt diversificada, uns mecanismes de supervisió eficients i un rigorós respecte a les directrius internacionals.²⁵

1.4. Síntesi de l'anterior

Un cop classificats tots els països de la zona euro podem observar que hi ha la mateixa quantitat de països amb problemes, ja siguin rescatats o no, que països que no en tenen. Aquesta igualtat fa que els avantatges que tenen els països solvents pel que respecta a la facilitat d'obtenir uns tipus d'interès més baixos, quedin compensats pels inconvenients que tenen els països amb problemes per obtenir uns interessos adequats. Per tant, en aquesta situació, la zona Euro no té cap tipus de benefici per si mateixa.

²⁵ http://www.huffingtonpost.es/2013/03/27/los-otros-chipre-luxemburgo-chipre-malta-sectores-bancarios-gran-tamano_n_2966187.html

Aquí trobem el primer conflicte d'interessos entre països solvents i països amb problemes ja que, als països solvents els va bé tenir altres països que no siguin tant solvents com ells i poder beneficiar-se d'interessos més baixos, cosa que, en igualtat de condicions no passaria.

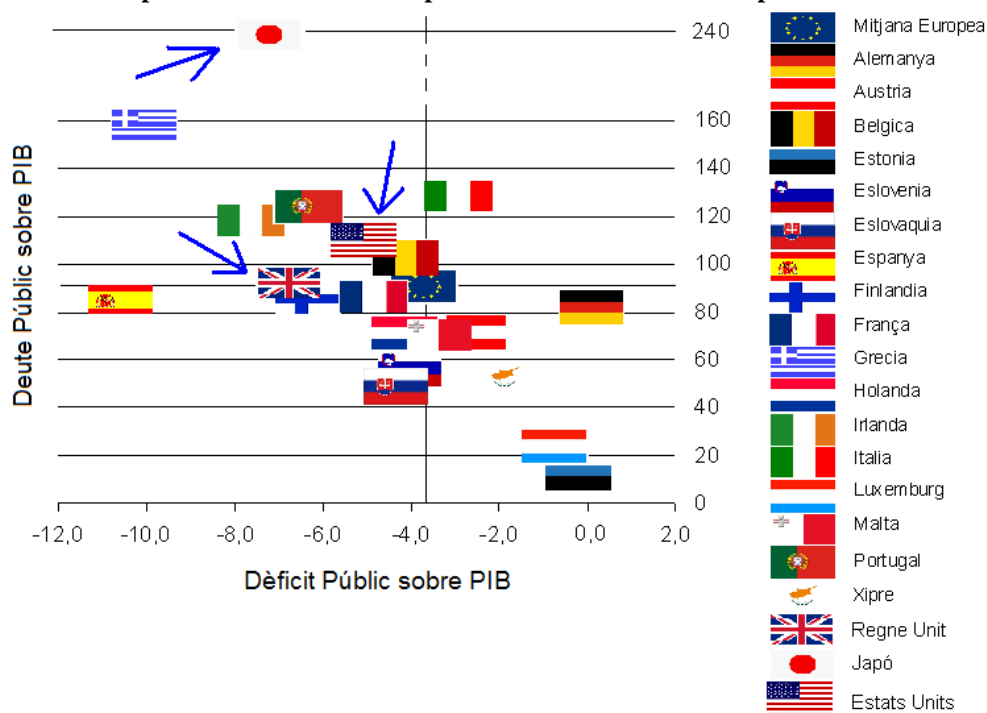
Ara bé, alguns països insolvents, ni pagant més, tenen accés al mercat. Per aquesta raó, la posició d'insolvència es complica encara més, ja que han de ser els mateixos països solvents els que els financin i els que han d'assumir un risc de crèdit.

2. Com hem arribat fins aquí?

Durant aquests 10 anys d'existència de l'eurozona, s'ha sofert una falta evident de disciplina fiscal. Així ho diuen els continus incompliments del Pacte d'Estabilització i Creixement (PEC) que hem explicat en la primera part. Entre el 1999 i el 2008, 6 dels 12 països que integraven la zona euro han incomplert el Pacte d'Estabilització i Creixement, entre ells es troben Alemanya, França, Holanda, etc. Aquests països malgrat haver-lo incomplert gaudeixen d'una prima de risc molt baixa. Per altra banda, Espanya i Irlanda que mai l'han incomplert es troben amb uns diferencials força significatius.

A més a més, i com podem veure en el gràfic següent, l'eurozona en sí, no té cap problema en termes fiscals ja que dèficits i deutes públics dels països de la zona euro són inclús més baixos que els d'altres països del món (senyalats amb una fletxa).

Gràfic 15: Comparació Deutes i Dèficits públics Eurozona amb altres països del món

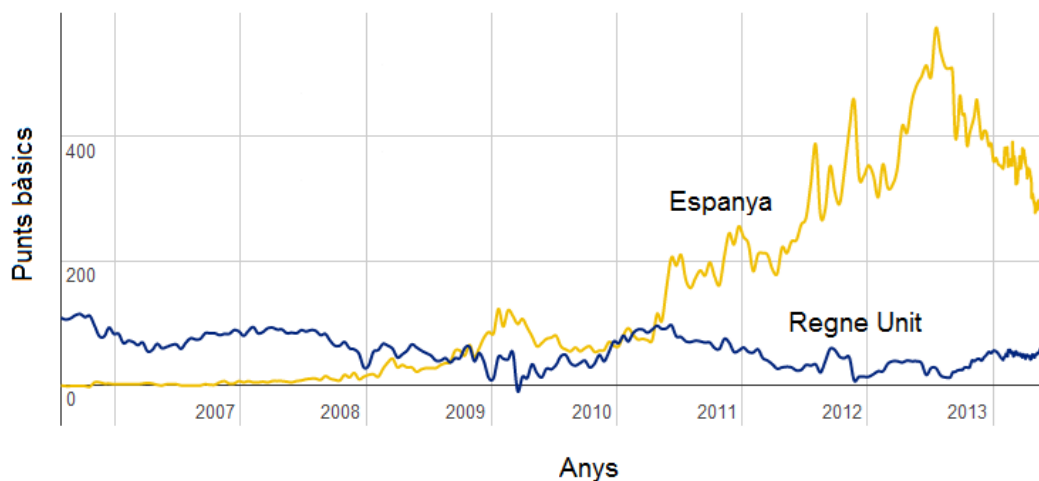


Font: Elaboració pròpia amb dades de Eurostat i Datos Macro

Segons De Grawe (2011) aquests costos superiors de finançament que tenen els països de la zona euro en comparació als altres països del món posa de manifest

que la pertinença a un àrea monetària com l'Eurozona penalitza el finançament dels països membres com podem veure en el següent gràfic en el que es compara la prima de risc de països semblants en termes de deute sobre PIB com Espanya i el Regne Unit.

Gràfic 16: Comparació prima de risc Espanya i Regne Unit respecte al bo alemany a 10 anys



Font: www.datosmacro.com

Per aquestes raons podem dir que la causa principal de la crisi de deute públic que està patint l'eurozona no es deu principalment a causes fiscals.

Per tant, el fet d'intentar solucionar la crisi de la zona euro amb mesures fiscals és gairebé impossible.

Si la crisi no ve donada per mesures fiscals, quines raons hi ha?

- En primer lloc trobem la no coresponsabilitat del deute públic sobirà (no bail-out). Això significa que els governs de la zona euro són responsables directes del deute públic emès. Es prohibeix explícitament que la Unió Europea, el Banc Central o un altre país es faci càrrec del deute que ha emès un altre país. Aquesta mesura serveix per evitar el risc moral (moral hazard) i proporcionar als governs uns incentius clars pel que fa a disciplina fiscal.²⁶

²⁶ Debating Europe (2012) InfoBox: Arguments For and Against Eurobonds [<http://www.debatingeurope.eu/arguments-for-against-eurobonds/>] (15/03/2013)

No obstant, en cap tractat de la Unió Europea es va preveure que els països poguessin perdre l'accés als mercats de capitals. Ara bé, s'entenia que si els països no eren capaços d'obtenir finançament, els governs tenien la opció de reestructurar el seu deute, declarar-se en "default" i acollir-se als mecanismes de finançament del Fons Monetari Internacional o crear un instrument de finançament/assistència temporal propi.

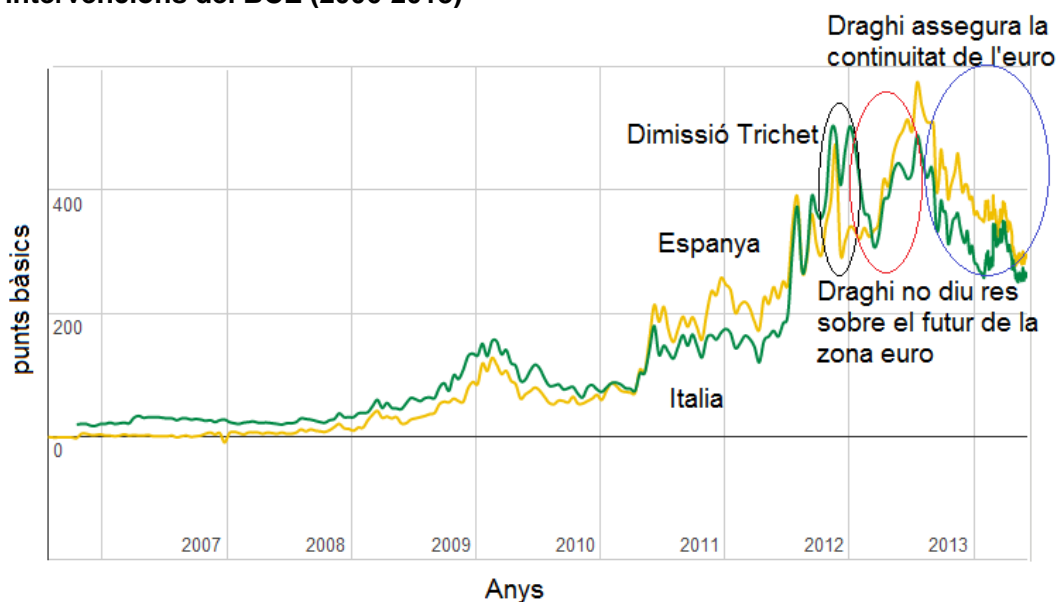
- D'aquesta manera ens trobem en una situació nova no prevista i en la qual, faltin mecanismes de finançament pel deute sobirà i finançament bancari. D'aquesta manera no només es donaria cobertura al deute dels estats membres sinó que, a més a més, s'evitaria la presència d'equilibris múltiples.

Ara bé, com hem comentat en el primer apartat, amb la zona euro es va renunciar a la Política Monetària com a potenciador de l'economia i el Banc Central Europeu no conta amb un objectiu explícit com té la Reserva Federal Americana, de fomentar el creixement. Segons els seus estatuts, el BCE es dedica únicament a controlar la inflació i en principi, no té el poder d'intervenir en els mercats de capitals.

Aquest fet es donà moltíssim, durant els primers anys d'aquesta crisi de deute sobirà quan, amb Jean-Claude Trichet al capdavant, el BCE es va mantenir molt al marge de la crisi de deute i pràcticament no practicava una política monetària expansiva. Tot això va provocar que cada vegada pugessin més les primes de risc. Semblava que el Banc Central Europeu no veiés el perill real de la ruptura de l'euro.

Finalment el 31 d'octubre de 2011 Jean Claude Trichet dimiteix com a president del Banc Central Europeu. El relleu el va agafar l'economista italià i ex-governador del Banc d'Itàlia, Mario Draghi. Quan Draghi va entrar al poder els inversors van relaxar les seves pressions cap a la prima de risc dels diferents països de l'euro àrea. Poc després, per això, i com podem veure en el gràfic següent, la prima va tornar a escalar ja que des del Banc Central no s'assegurava la viabilitat de la zona euro. Per contra, tot va canviar el 6 de setembre de 2012 quan Draghi, va anunciar que si era necessari, i per garantir el futur de l'euro, compraria bons dels estats que demanessin el rescat a la UE. Aquest fet va calmar als inversors i des de llavors la prima de risc ha iniciat una tendència a la baixa.

Gràfic 17: Evolució de les Primes de Risc d'Espanya i d'Itàlia amb les intervencions del BCE (2006-2013)



Font: www.datosmacro.com

- Finalment, l'últim punt que explicarien les causes no fiscals de la crisi és la interdependència entre crisi bancària i crisi sobirana. Aquest fet es dona ja que els estats són responsables individuals del rescat del seu sistema bancari i de les seves jurisdiccions. Per contra, els bancs també estan exposats a l'acció dels seus estats ja que són responsables de comprar el deute públic emès.

Segons Merler i Pisani-Ferri ²⁷, hi ha dos raons perquè els bancs tinguin tant deute públic. Primerament, cal dir que Europa és un sistema molt "bancaritzat" en el qual, el banc juga un paper d'intermediari i en el qual els bons són indicadors de la grandària del banc. A més, els acords de Basilea per certificar la solvència del sistema bancari i mesurar l'exposició en actius de risc que tenen en el seu balanç acorden que els bons sobirans del propi país té un risc zero. Aquest fet és molt important ja que se'ls exigiran menys provisions i podran utilitzar més capital per obtenir beneficis.

Aquesta situació és molt estranya ja que, si un banc espanyol compra deute del estat, no fa falta que aprovisioni res ja que es considera que el deute és segur. Per

²⁷ Brugel Policy Contribution Febrer 2012 (article) (15/03/2013)

altra banda, si el mateix banc espanyol vol invertir en bons italians, si que haurà de fer una provisió. Aquest fet perjudica el principi de la diversificació en les inversions financeres i multiplica el risc de fallida del banc si l'estat deixa de pagar el seu deute.

Amb aquest tipus de política l'únic que s'aconsegueix és que els bancs d'un país i el país en si, estiguin cada cop més lligats tal com podem veure a la taula següent.

Taula 2: Percentatge sobre el PIB de la tinença del deute públic (2007-2011)

	Bancs Domèstics		Banc Central		Banc Central Europeu		Altres Institucions Públiques		Altres residents		No residents		Total PIB	
	2011	2007	2011	2007	2011	2007	2011	2007	2011	2007	2011	2007	2011	2007
Grècia	16,1	10,5	2,2	1,4	19	0	8,4	11,2	5,4	2,9	31,9	73,2	82,9	99,1
Irlanda	9,6	0,4	n/a	n/a	9,2	0	0,5	0,1	1,4	0,6	36,3	15,2	57	16,3
Portugal	20,8	6,2	0,7	0	10,4	0	0	0	12,6	10,2	48,4	51,8	92,9	68,3
Itàlia	16,9	10,3	4,8	3,9	6,5	0	0	0	29,7	29,1	43,3	41,8	101,1	85,2
Espanya	15,9	7	1,9	0,9	3,2	0	6	2,5	11,8	7	20,2	15,8	59	33,2
Alemanya	15,7	18,8	0,2	0,2	0	0	0	0	9,7	13,1	43	31,4	68,7	63,4
França	6,2	4,4	n/a	n/a	0	0	0	0	12,9	10,9	25,3	18,7	44,3	33,9
Holanda	5,5	3,3	n/a	n/a	0	0	0,6	0,2	10,9	7,8	34,1	25,3	51,1	36,5
Regne Unit	7,5	0,6	13,6	0,2	0	0	0,1	0,1	27,6	24	21,1	11,4	69,9	35,1
Estats Units	1,9	0,9	10,7	5,4	0	0	33,8	32,8	18,9	9,8	29,9	16,8	95,2	65,8

Font: Bruegel Policy Brief / Elaboració Pròpia

A part d'això cal tenir en compte també que els bancs nacionals treuen beneficis d'aquesta intermediació. Per una banda estan rebent diners per part del Banc Central Europeu a un tipus d'interès del 0,50% i els estan prestant posteriorment al país en qüestió per una suma superior. Per exemple el 0,994% a 1 any segons l'última subhasta o el 4,612% si considerem el bo a 10 anys, punt en el qual es calcula la prima de risc (actualment el 05/06/2013 a 289 punts basics, en relació al deute alemany.)²⁸

D'aquesta manera em ve al cap la pregunta següent:

- S'està mantenint "artificialment" la prima de risc alta per tal de que aquest "carry-trade" (operacions en les quals primer t'endeutes i després inverteixes aconseguint un benefici per la intermediació) sigui profitós?

²⁸ Tesoro Público [<http://www.tesoro.es/SP/index.asp>] (05/06/2013)

Actualment aquest “carry-trade” ja no es dona tant perquè la prima de risc ha baixat uns 300 punts bàsics dels seus màxims històrics. No obstant, podem observar que fer aquesta intermediació encara surt a compte.

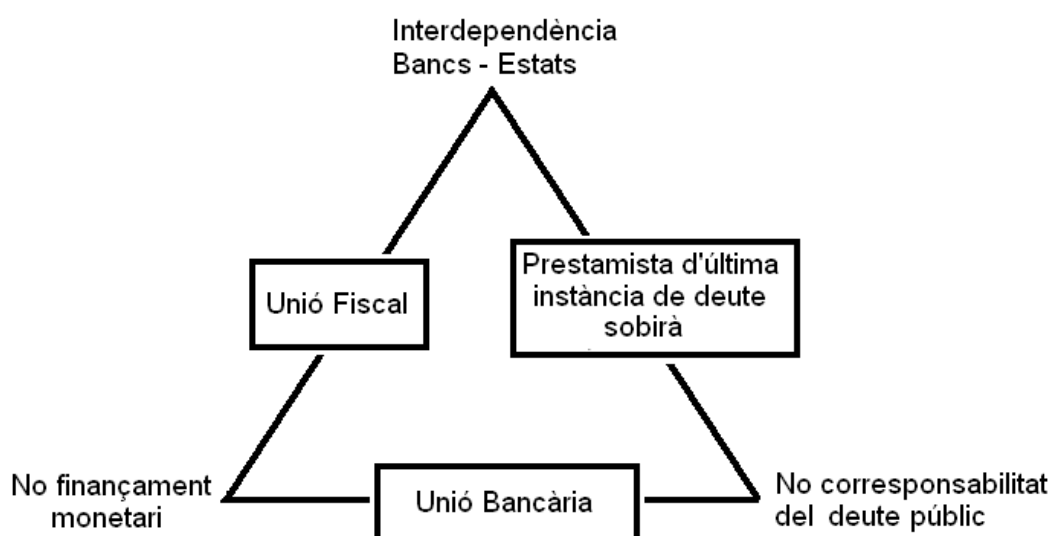
Ara bé, si la prima baixés encara més, al voltant d'uns 100 punts bàsics (3,612% a 10 anys), imaginem que a 1 any estaria al 0,75%, únicament guanyarien un 0,25% en un any, una rendibilitat molt baixa comparada amb el risc que s'assumeix i que no compensaria la inflació.

A més a més, cal tenir en compte l'escenari en el qual l'estat no pot fer front als seus pagaments i fa fallida. Segurament, els bancs, com no pot ser d'altra manera (dins dels lligams que tenen amb els estats) seran segurament salvats i finançats. Però, i si no fos així, i finalment la Unió Europea decidís, com ja van fer els Estats Units al 2008 amb Lehman Brothers, deixar caure algun banc nacional?

Per aquesta raó, seria bo que els bancs diversifiquessin les seves inversions per tal de ser sostenibles i reduir el risc de crèdit per part dels emissors.

Tots aquests arguments ens porten a considerar un nou trilema de l'eurozona que podem veure seguidament en la il·lustració 2.

II-Il·lustració 2: Nou Trilema de la Política Monetària a la zona euro



Font: Pisani Ferry (2012)

Aquest trilema, ocult en èpoques de bonança, expliquen els problemes de la unió monetària que ja va comentar Mundell I, l'any 1961.

Com hem comentat en el primer punt, els criteris que permeten configurar una àrea monetària òptima (OCA) són tres: simetria, flexibilitat i integració. Per comprovar si es complien es van realitzar estudis i es va constatar que no hi havia una correlació en el ritme de les economies. Malgrat això, es va adoptar l'euro com a moneda única i, després d'uns primers anys molt bons on aquests problemes estaven ocults, a partir de 2009 amb el rescat de Grècia s'ha observat l'existència d'aquest nou trilema.

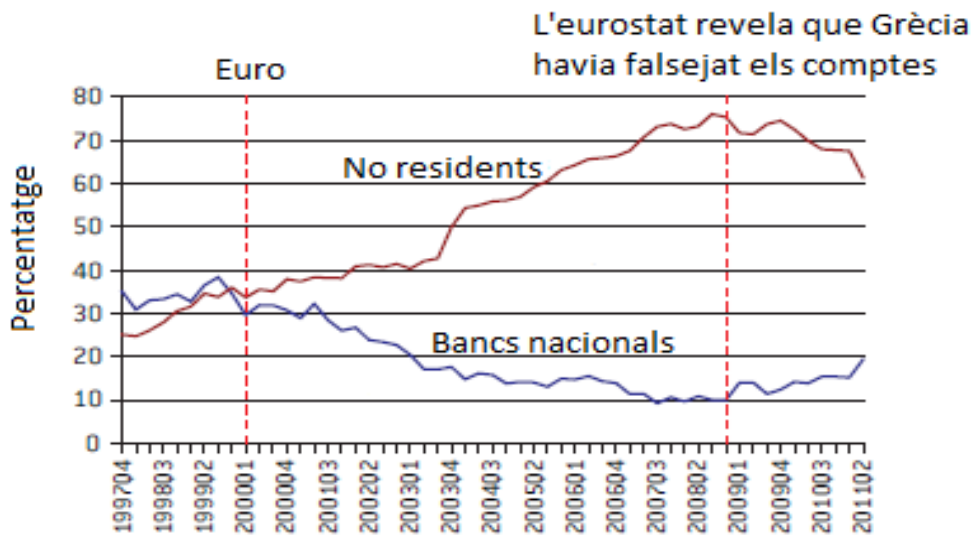
Durant els primers anys de la introducció de l'euro, el mercat de bons comença a augmentar en volum, fent-lo més global. D'aquesta manera amb l'euro com a moneda única s'eliminava un component de risc en la inversió de bons sobirans, el risc moneda. Aquest fet va provocar un auge en la contractació de bons per part de no residents.

Tal com podem observar en el gràfic 18 i 19, la compra de bons per part dels bancs nacionals va decreixent progressivament passant del 35% del total del deute emès a Grècia al 1997 al 10% al 2009. Una situació semblant li va passar a Alemanya, que ha passat del 55% del total a només un 28% aproximadament.

Tot i aquesta reducció, el percentatge de deute públic que tenen els bancs nacionals respecte al total segueix sent bastant elevat si el comparem amb països com Estats Units o el Regne Unit on els bancs nacionals gairebé no tenen deute públic. En canvi, els països de la zona euro, com Alemanya, Itàlia i Espanya, els bancs nacionals tenen més d'un 25% del total del deute públic emès, un 10% a Grècia, França, Holanda i Portugal, etc.

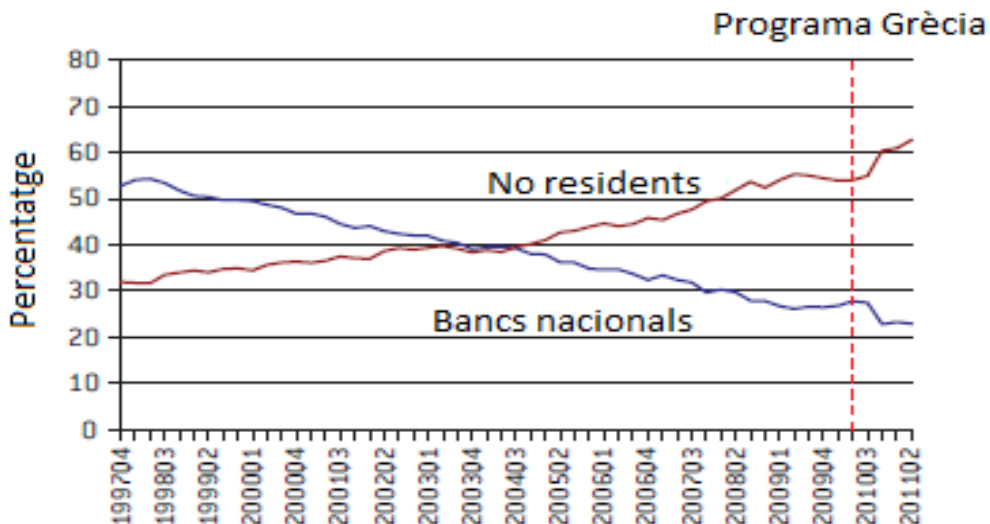
Aquest deute que ja no era adquirit pels bancs nacionals, el compraven persones no residents que, tal com podem veure en els gràfics posteriors passen d'adquirir el 30% del deute alemany, abans de la creació de l'euro area, al 62% del total del deute alemany a finals de 2011. El cas grec és molt similar, l'evolució de la tinència de bons de persones no residents passa del 25% del total, al 73% a mitjans de 2009, quan es va descobrir que s'havien falsejat els comptes nacionals.

Gràfic 18: Evolució de la tinència de bons Grècia (1997-2012)



Font: Bruegel Policy Brief

Gràfic 19: Evolució de la tinència de bons Alemanya (1997-2011)



Font: Bruegel Policy Brief

No obstant, aquest creixement de la tinença de bons per part dels no residents es va estancar l'any 2009. En aquell moment, la percepció de risc era molt baixa, totes les agències de qualificació donaven uns ràtings molt elevats a actius molt dubtosos de ser pagats. Per aquesta raó, molts inversors i institucions financeres van estar acumulant molts actius de risc al seu balanç.

A partir de l'agost de 2009, els inversors van començar a tenir dubtes dels països de la zona Euro i de les seves finances públiques. Tot això, va ser causat pels dèficits públics que hem pogut veure a la taula 1, que intentaven frenar la caiguda del Producte Interior Brut però rarament s'aconseguia.

A més, durant aquella època es van produir una onada de degradacions creditícies per part de les agències de qualificació (Moody's, Fitch i Standard & Poor's) que van provocar una venda massiva d'actius de risc (bons grecs, bons irlandesos, bons portuguesos, bons espanyols, bons italians) cap a actius amb menor risc, com poden ser els bons alemanys, el bons americans o els bons francesos.

Aquesta decisió de molts agents financers, va provocar que la prima de risc dels països perifèrics pugés a l'haver-hi molta oferta i molt poca demanda. En aquells moments es va fer pal·les una crisi de liquiditat per a determinats països al no haver-hi contrapartida per la gent que volia vendre.

D'aquesta manera comença la "Crisi del deute públic europeu" o "Crisi del Deute sobirà". Primerament, és Grècia la que es veu obligada a demanar el rescat a causa del falsejament dels comptes públics. A partir d'aquí, comença l'efecte dominó i la segueixen Irlanda, Portugal i més recentment, Xipre.

A conseqüència d'això, els bancs nacionals van haver de augmentar encara més la seva exposició al deute públic en països com Grècia, Irlanda, Portugal, Espanya i Itàlia.

Ara bé, a part d'alguns països com Grècia i possiblement Portugal, aquesta crisi del deute sobirà no té una causa pròpiament fiscal. Els països que l'estan sofrint i que estan tenint problemes de liquiditat temporal, pateixen un augment progressiu dels tipus d'interès a causa del sentiment de por instaurat en el mercat.

Aquest auge dels "spreads de crèdit" creen una percepció de que és possible un default en aquests països i les polítiques fiscals no tenen efecte. Tal com diuen Giavazzi i Pagano (2006), quan els agents financers perceben una crisi, incrementen els estalvis i el creixement de la inversió que s'hauria de donar amb una pujada de deute públic o baixada d'impostos, no es dona. Aquesta situació es causada per la por i per les expectatives dels agents financers i és molt difícil canviar-la.

Tot això provoca un augment exponencial del dèficit i del deute públic a països sense cap motiu aparent. Per aquesta raó, i com hem demostrat abans, som capaços d'afirmar que aquesta crisi del deute sobirà, no té una causa pròpiament fiscal.

D'aquesta manera trobem que, per sortir de la crisi i establir la prima de risc assegurant la continuïtat de l'euro i l'euro àrea, s'hauria de solucionar el nou trilema de la il·lustració número 2.

3. Quines solucions hi ha?

Les solucions que es presenten són principalment dues i una tercera que ha de servir com a solució temporal per aconseguir la segona.

En primer lloc, trobem la ruptura de l'euro. Aquesta opció és la menys acceptada pels polítics ja que suposaria un pas enrere en la política comunitària de la Unió Europea. Suposaria una tornada al passat i admetre que va ser un error l'adopció de l'euro l'any 2001. A més, aquest fet deixaria trontollant aquesta unió que es pretenia quan es va voler unificar tots els territoris d'Europa aplicant unes polítiques conjuntes a tot el territori, evitant aranzels, intentant que Europa fos com un país però amb independència de decisió a cada estat envers les polítiques econòmiques a aplicar en matèria fiscal.

En segon lloc trobem l'opció continuista, la de fer més forta Europa en tot el conjunt i cedint la sobirania dels Estats a la seu central de la Unió. En un símil d'un país actual seria com els "Estats Units d'Europa". Tot un país amb governs federals però totalment controlats per la seu central.

Finalment, en últim lloc trobem la opció dirigida més cap al curt termini i com a pas previ per a la creació d'un Estat Federal.

3.1. Ruptura de l'euro i devaluació de la moneda

3.1.1. Política innovadora? En que consisteix?

Primer de tot, cal dir que aquesta no és una solució innovadora. Aquesta modificació de la paritat monetària ha estat la solució en la majoria de crisis que ha tingut Espanya durant els últims 30 anys.

Antigament, i parlo de quan España tenia la seva pròpia moneda i veia que hi havia una contracció en l'economia per tal de reactivar-la es devaluava la moneda modificant així el tipus de canvi entre les diferents divises. D'aquesta manera, la balança comercial, s'ajustava minorant les importacions (ja que en preu de la moneda del país, el producte era molt més car que abans de la devaluació). A més,

es millorava les exportacions ja que es necessitaven menys monedes d'un altre país per poder comprar producte.

Per exemple, suposem que el tipus de canvi és de 100 pessetes per dòlar i Espanya decideix devaluar la seva moneda un 100%. El tipus de canvi si Estats Units no actua passaria a 200 pessetes per dòlar.

Això suposa que un producte americà que costava 2 dòlars i que s'exportava a Espanya:

- Abans de la devaluació el producte valia 200 pessetes ($2 \text{ dòlars} \times 100 \text{ pessetes/dòlar} = 200 \text{ pessetes}$)
- Després de la devaluació el producte val 400 pessetes ($2 \text{ dòlars} \times 200 \text{ pessetes/dòlar} = 400 \text{ pessetes}$)

Donat l'encariment del producte molta gent el deixaria de comprar i apostaria per productes espanyols.

El cas contrari també serà cert: si ens trobem un producte espanyol que valia 500 pessetes abans de la devaluació i s'exportava a EEUU:

- Abans de la devaluació el producte valia 5 dòlars ($500 \text{ pessetes} \times 100 \text{ pessetes/dòlar}$)
- Després de la devaluació el producte valdrà 2,5 dòlars ($500 \text{ pessetes} \times 200 \text{ pessetes/dòlar}$)

Donada la rebaixa del preu, molts americans accediran a comprar el producte espanyol.

Això però, és una mesura que no es pot mantenir durant molt temps ja que, les empreses es creuen competitives en preus quan realment es veu tot donat per la moneda.

3.1.2. Beneficis

Actualment, hi ha estudis que comenten que la població espanyola necessitaria un 30/35% de devaluació de la seva moneda (si es que en tingués una) per tal de tornar a ser competitiu i per tenir una balança comercial.²⁹

Aquesta devaluació de la moneda suposaria que els productes estrangers fossin molt més cars que els productes d'aquí i podria modificar un canvi en els hàbits de consum passant a consumir-se més productes del país. Això provocaria un augment del consum intern que alhora suposaria un creixement del Producte Interior Brut i una reducció de l'atur, ja que els empresaris haurien de fabricar més i per tant necessitarien més mà d'obra. A part d'aquest benefici en el consum intern, hem de contar que les exportacions es veurien molt beneficiades, el producte espanyol seria un 30% més barat i estic segur que es vendria més a l'estranger. Finalment, afavoriria al turisme, els turistes estrangers vindrien més al país ja que seria molt més barat que actualment.

3.1.3. Problemes

Aquesta política també té problemes, el primer de tots es el compliment de la "condició Marshall-Lerner". Aquesta condició ens diu que perquè tingui efecte una política d'aquest tipus, l'augment de les exportacions ha de ser més gran que el decreixement de les importacions. $|X| > |M|$

Si no es compleix aquesta condició, el PIB baixarà i aquesta política no haurà servit per res.

En segon lloc, cal dir que els efectes d'una devaluació no es donen al moment. Al primer moment pot ser que l'efecte inicial sigui al revés. Es pot donar que la gent pagui més per les importacions ja que les exportacions no s'han ajustat.

A continuació vindria el problema de la inflació. Donades aquestes baixades de preu que es donarien a l'estranger les empreses locals poden apostar per pujar els preus ja que estarien oferint un preu excessivament baix comparat amb el del mercat.

²⁹ Hugh, E / Tepper, J (TV3) (2012) El que no es vol sentir
[<http://www.tv3.cat/videos/4093933/Edward-Hugh-i-Jonathan-Tepper-el-que-no-es-vol-sentir>] (20/09/2012/)

Aquesta pujada de preu afectaria també al IPC espanyol que pujaria amb tota seguretat.³⁰

Seguidament, ens trobaríem en un problema conjuntural ja que el deute adoptat és en euros i si es surt de l'euro i la moneda es devalua un 30/35% sobre l'euro el deute seria un 30/35% major. Per exemple donat el deute públic del quart trimestre de 2011.

734.961 milions d'euros (Deute públic 2011³¹) x 1,30 (Increment del tipus canvi respecte l'euro)= 955.449,3 milions d'euros

D'aquesta manera el Deute Públic respecte el PIB seria:

$955.449,3 / 1.063.355 = 89.85\%$ vs. El 68,5% anterior.

Com podem veure el deute sobre el PIB hauria crescut en 2.100 punts bàsics, una pujada massa gran en tant poc temps.

Per aquesta raó, lo convenient seria fer una "quita" del deute nacional, ja sigui pagant en pessetes reduint aquest 30/35% al 0% o minorant el nominal del deute. Aquest fet però, minvaria la confiança tant dels inversors nacionals com dels estrangers reduint encara més la inversió.

I finalment, els estrangers tindrien un nou component de risc afegit, el risc "moneda". Si volguessin invertir a Espanya haurien de tenir en compte el tipus de canvi entre la se va moneda i la d'aquí. Això limitaria la inversió estrangera ja que s'haurien de preocupar de 2 factors, la rendibilitat i de la paritat.

3.2. Unificació total d'Europa

La segona possible solució, i la més acceptada per part del poder polític és la unificació total d'Europa. Tal com diu el ministre d'exteriors alemany Guido Westerwelle a finals de Juny de 2012: "Europa es troba en una cruïlla en la que

³⁰ Blanchard, O (2006) Macroeconomia

³¹ Eurostat

caldrà respondre col·lectivament per fer front al repte econòmic i la Pervivència del Model de Societat Europea".³²

De moment, s'ha optat per apedaçar els forats que han anat sortint però que cada vegada són més grans. L'únic que s'aconseguirà és allargar el camí, que el vaixell s'enfonsi més tard però sembla evident que calen reformes profundes a la zona Euro per tal de solucionar el nou Trilema de la política europea.

Ara mateix, el país que més es podria assemblar a la Unió Europea o el país el qual s'ha de prendre com a referència si es vol continuar amb la unificació han de ser els Estats Units. Els Estats Units són un conjunt d'estats federals els quals depenen d'una institució central però cada estat té les seves pròpies lleis locals. No obstant això, gaudeixen d'un sistema conjunt en molts aspectes.

Entre ells destaca el sistema impositiu. En aquest sentit i si el comparem amb Europa, tenen un sistema bastant diferent basat principalment en una menor recaptació però alhora en un traspàs major de competències que aquí corresponen a l'estat i allí són personals.

Per exemple, als Estats Units la cobertura sanitària no es gratuïta com succeeix aquí a gairebé tota Europa. Allí necessites una assegurança per tal de que et cobreixin tots els serveis que necessitis en l'apartat sanitari. Aquestes assegurances van adequant les quotes amb l'edat dels contribuents i pagaran més les persones més grans, ja que aquestes són les més propenses a necessitar el servei. Per aquesta raó, als Estats Units es paguen molt menys impostos com podem veure a la taula següent.

Taula 3: Tipus impositiu IRPF (Espanya i EEUU)

	Espanya	Estats Units	Alemanya
Tipus impositiu	24-52%	10-35%	29-50%

Font: Codi tributari

A part de tot el que hem comentat, un altre de les fonts que fa que els Estats Units funcionin tant bé és la flexibilitat en la creació d'empreses. Allí, la majoria de les empreses tenen un mercat global com mitjans de comunicació, telecomunicacions,

³² Dalmau, P (2012) Cap als Estats Units d'Europa: el Perquè [<http://www.debat.org/2012/07/04/cap-als-estats-units-d%E2%80%99europa-el-perque>] (15/01/2013)

etc. En canvi, aquí a Europa, hi ha unes barreres d'entrada brutals com que, per exemple, cada país té la seva pròpia regulació, per tant, podem dir que el moviment de les empreses és molt limitat.

A part d'això, també difereixen les polítiques laborals i socials, ja que aquestes són molt diferents entre els estats de la zona euro i per contra, als Estats Units són gairebé idèntiques en tot el país.

Per tant, podem concloure que, mentre als Estats Units, el flux de riquesa es mou sense interferències gràcies a la uniformitat fiscal i a la llibertat real de comerç. En canvi, a Europa s'hauria d'engegar aquest procés, que per altra banda, esdevindria lent i difícil d'aconseguir.³³

Per fer-ho s'hauria de pactar la cessió de la sobirania de tots els estats membres de la zona euro per proclamar un nou Estat conjunt. Posteriorment s'hauria de signar una constitució que el regulés i estaria format per estats federals.

Aquest seria un procés complex, i actualment inviable i si al final s'aposta per aquest tipus de programa, no ho veuríem fins el 2025/2030 aproximadament.

3.3. Reforma parcial de la zona Euro

Enlloc d'aquest procés de la unificació tant difícil i que requeriria tant de temps, per solucionar el nou Trilema que s'ha observat amb la crisi de la zona euro es requereixen uns instruments que es divideixen en 4 branques:

3.3.1. Ampliació de les competències del BCE.

Quan parlem d'ampliació de les competències del Banc Central Europeu ens referim a que el Banc Central hauria de ser prestamista d'última instància assegurant així les inversions en deute sobirà ja que una institució tan forta com el Banc Central Europeu estaria suportant aquest deute.

³³ Bargalló, Manel (2012) Els Estats Units d'Europa [http://blogspersonals.ara.cat/desdelesgermanies/2012/05/18els-estats-units-deuropa/] (15/01/2013)

Addicionalment amb aquest tipus de mesura l'Euro-àrea s'equiparia amb un sistema de tractament i resolució d'atacs especulatiu dirigit cap a l'euro i cap als deutes públics dels països mitjançant CDS (Credit Default Swaps).

A part del Banc Central Europeu s'han proposat altres institucions per la mesura com l'ESM (European Stability Mechanism). Ara bé, aquest tipus d'institucions només disposarien d'un pressupost limitat per tal de fer front als atacs especulatiu. Per aquesta raó, quan bona part del seu pressupost fos superat, es forçaria a parar la seva intervenció.

En canvi, el BCE és una institució que té molta credibilitat i quan adopta una política monetària i la comunica al mercat aquest, ja s'adapta a les noves circumstàncies i a vegades, no és necessària la seva actuació.

Aquesta, és una mesura molt important ja que, en aquesta crisi de deute hi ha hagut alguns països que han tingut problemes de liquiditat però no tant de solvència. Per això es proposa que el BCE proveeixi liquiditat als estats membres com a últim recurs i en cas d'una falta de liquiditat temporal.

Aquest fet, en aquests moments no es permet. S'han de passar els diners pels bancs i aquests el cedeixen a l'estat. Per tant, es desitja que el BCE passi de ser un Banc de Bancs a un Banc d'Estats.

Així, els atacs als bons sobirans serien menys nombrosos ja que hi hauria una institució molt forta a darrere que els protegiria com es el BCE amb capacitat de crear tanta moneda com volgués.

Per tant, les inestabilitats que es produeixen actualment en les primes de risc dels països perifèrics no serien tan brutals ja que en comptes d'enfrontar-se bancs contra bancs, s'enfrontarien bancs contra el Banc Central.

No obstant, de Grawe aposta per unes barreres en els preus dels bons. D'aquesta manera, s'insta als països amb un tipus d'interès alt, a fer els ajustos que se'ls demana perquè el Banc Central els baixi les barreres. D'aquesta manera, s'incentiva als països a arribar als objectius de dèficit fixats per les autoritats europees.

L'únic problema d'aquesta solució és que si s'hagués d'imprimir molta moneda per tal de controlar els atacs especulatius, provocaria inflació, la principal preocupació d'Alemanya i principal motiu de rebuig d'aquesta mesura.

3.3.2. Creació d'una Unió Fiscal

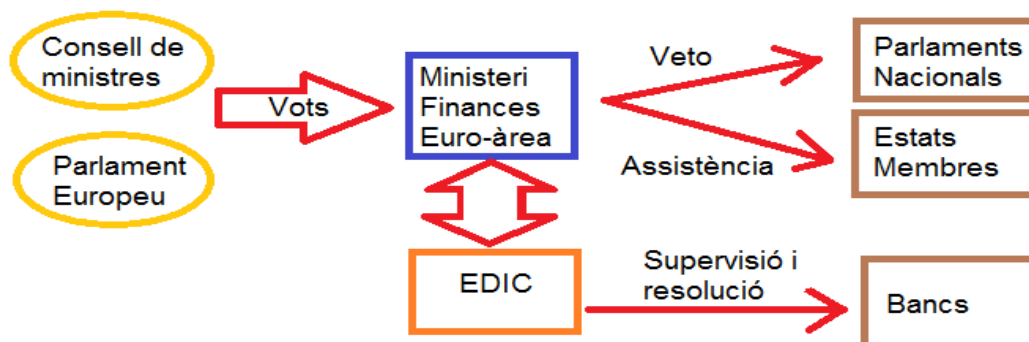
L'article del Bruegel Policy Brief de Novembre de 2011, proposa aquesta unió fiscal mitjançant la creació d'un ministeri de finances per part dels països de la zona euro. Aquest ministeri, estaria format per ministres escollits democràticament i serviria com a enllaç entre el Banc Central Europeu i els països membres de la zona Euro.

Aquesta institució tindria l'habilitat de poder vetar els pressupostos dels països i modificar-los si ho cregués oportú. A més, asseguraria liquiditat als governs solvents però il·líquids en determinats moments per les dificultats econòmiques existents o que poguessin existir. Per acabar, i perquè aquest ministeri fos més efectiu se li haurien de donar competències tals com, la potestat de fixar els impostos de cada país.

Si s'arribés a aquest acord, es cediria part de la sobirania que correspon actualment a l'Estat i a les Comunitats Autònomes, cap a Europa. D'aquesta manera, tot estaria regulat per una entitat que s'encarregaria de controlar les polítiques fiscals dels països, les seves despeses, els seus ingressos, etc. Fent una comparació amb els Estats Units d'Amèrica només el govern federal està capacitat per emetre deute públic i s'encarrega de supervisar tant els ingressos com les despeses dels 51 estats que formen el país.

A sota, tenim un diagrama que ens mostra la funció d'aquest ministeri:

II-lustració 3: Diagrama Ministeri Finances Eurozona



Font: Bruegel Policy Brief 2011 / Elaboració Pròpia

3.3.3. La creació d'una Unió Bancària

A part d'aquesta primera branca basada en el control dels estats, aquest ministeri tindria una segona branca la qual intentaria supervisar la gestió dels bancs europeus, tenint plena potestat per vetar o modificar alguna partida econòmica o condemnar als dirigents que no actuessin correctament.

El que s'hauria de fer segons De Grawe (2012)³⁴ és separar aquest vincle que tenen bancs i estats. Per aquesta raó, proposa una unió bancària amb un supervisor que els reguli i posteriorment que les reestructuracions dels bancs es facin des d'un nivell europeu.

Tanmateix, les directrius que s'estan aplicant des d'Europa, amb els acords de Basilea com a màxim exponent, no són adequades en la separació de riscos entre Bancs i Estats com hem comentat anteriorment.

Per aquesta raó, penso que és una maniobra per part de la Unió Europea per tal de que els Estats i els bancs es vegin tan ofegats que hagin de demanar ajut a les Entitats europees. Conseqüentment, i per acceptar el rescat, Europa els demanaria una cessió de sobirania com s'ha fet amb Grècia. Això finalment, provocaria la unió cada cop més gran de la zona euro.

Amb tot, és molt possible que molts dels estats dels que estan actualment "en perill" no acceptessin una cessió de sobirania. Aquest fet provocaria que Alemanya els controlés i se'ls imposaria unes polítiques fiscals restrictives amb pujades d'impostos i reducció de drets.

Aquesta institució proposada pel Brugel Policy Brief, tardaria moltíssim a implantar-se. Suposaria un canvi molt brusc del que es va firmar en el tractat de Maastricht.

Per fer-ho, faria falta primerament un nou tractat, un nou contracte entre els Estats, la Unió i els ciutadans. Aquest nou acord estaria precedit d'una sèrie de convencions entre Governos, Parlaments, Institucions europees i societat.

³⁴ Voxeu [<http://www.voxeu.org/article/why-eu-summit-decisions-may-destabilise-government-bond-markets>] (20/03/2013)

Aquestes reunions, hi ha la previsió que tardessin de l'ordre d'un o dos anys, si es fessin les coses ràpid i bé. Nogensmenys, em sembla un període molt curt davant les decisions tant importants que s'haurien d'adoptar. En la meua opinió, penso que almenys, aquesta transició duraria de l'ordre de 3 o 4 anys. Per tant, (i esperem que sigui així) la crisi actual ja s'hauria d'haver solucionat.

Si finalment succeís aquesta unificació suposaria un camí molt dur de travessar per part dels països del sud, els quals se'ls exigiria una contenció de la despesa i una supressió dels drets dels seus ciutadans.

Per altra banda, per als països del centre i nord d'Europa si que podrien tenir unes polítiques fiscals més suaus o inclús expansives. Ells si que han fet els deures i estan acostumats a una política en la qual es vigila la despesa pública i s'inverteix on es necessita.

3.3.4. Eurobons

A part de tot el que hem comentat anteriorment, els Eurobons serien també una bona opció per unificar més la unió Europea.

Per començar direm que, els Eurobons serien títols de deute públic emesos pel conjunt de països de la zona Euro amb una quantitat de diners a retornar a un tipus d'interès i a un venciment determinat.

Els eurobons serien avalats per a tots els països que els compartissin i no per cada país de manera individual. D'aquesta manera la possibilitat de quitança o d'impagament es redueix. Per aquesta raó, el rendiment a obtenir respecte altres bons nacionals també és menor.

Aquests títols ja fa temps que es van idear, concretament el 1974 amb els "Haferkamp loans" o préstecs Haferkamp³⁵ on es demanava finançament directa, o indirectament dels mercats financers, per finançar la balança de pagaments dels Estats a causa de l'alça del petroli. En aquest document, Haferkamp deia que tots els Estats havien estat afectats per l'alça del petroli i que sol·licitava finançament per

³⁵ Comissió Europea (<http://aei.pitt.edu/13009/1/13009.pdf>) (09/04/2013)

valor de 20.000 milions de dòlars. També comentava en aquesta nota de premsa que a part de raons financeres o econòmiques, aquest préstec també suposava una expressió de solidaritat i una primera passa per una Comunitat conjunta per intentar solucionar una crisi mundial.

Al 1978 apareixen les “Ortoli facilities” i es crea “The New Community Instrument for Borrowing and Lending” (NCI) per finançar obres relacionades amb energia, infraestructures o indústria. No obstant, no té massa èxit i al 1980 només obté 79.4 milions de dòlars i s'atura en la seva funció.

Més tard, al 1993, en un document anomenat “White Paper on Growth, Competitiveness, and Employment - The Challenges and Ways Forward into the 21st Century” realitzat per la Delors Comission, ja es fa referència als “Union Bonds” com a emissió preferencial per a projectes d'infraestructura d'interès estratègic. Aquests bons serien parcialment convertibles, acompanyats per warrants que donarien al tenedor del bo una opció de compra a un preu determinat o un rendiment lligat als beneficis de l'empresa a la qual se li destinava el projecte³⁶.

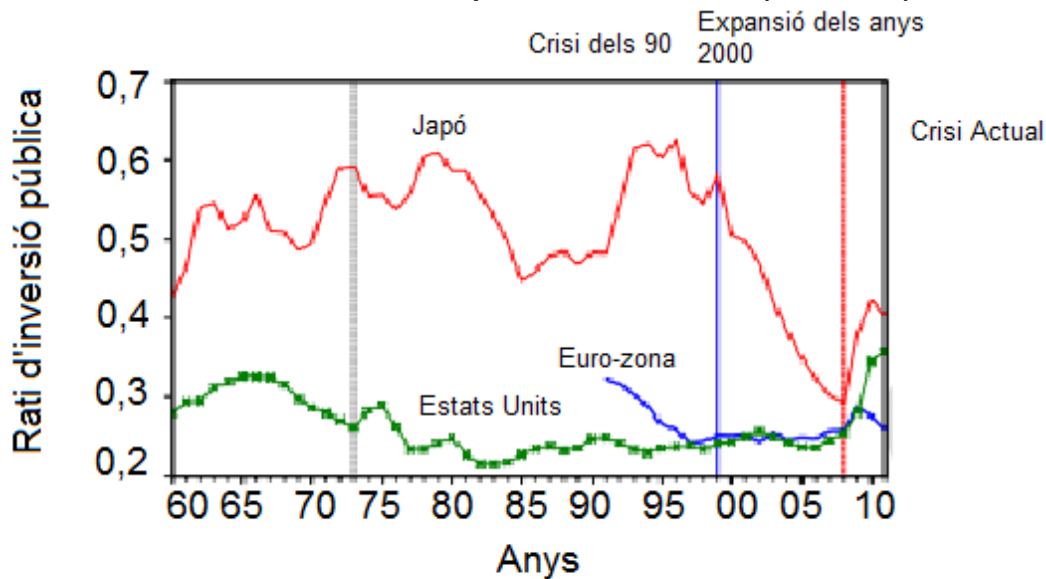
No obstant, aquesta idea mai es va dur a terme i no ha estat fins al 2010, que Durao Barroso president de la Comissió ha fet tornar la idea de Delors. En el consell de la Unió Europea de Novembre de 2010 es proposa la creació de “Project Bonds” amb la mateixa finalitat que els Eurobons. Segons Barroso ajudaria a canalitzar la inversió del sector privat per tal de finançar els projectes dels estats membres³⁷.

Com és sabut la inversió privada és sinònim de creixement en el curt o mig termini però el paper de la inversió pública no és tant clar. Per aquesta raó, l'argument que diu que els Eurobons fossin sinònim de creixement en el curt o mig termini es troba en dubte. És més, com podem veure en el gràfic següent, el deute públic creix principalment en èpoques de crisi tenint una correlació negativa amb el cicle econòmic. Aquesta causalitat negativa entre l'evolució del deute públic i creixement econòmic fa que els eurobons passin a un segon pla.

³⁶ Comissió Europea
[http://aei.pitt.edu/1139/1/growth_wp_COM_93_700_Parts_A_B.pdf] (pàgina 31)
(09/04/2013)

³⁷ Comissió Europea [<http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/10/st13/st13977-re01.en10.pdf>] (pàgina 15) (09/04/2013)

Gràfic 20: Rati d'Inversió Pública Japó EEUU i Euro-zona (1960-2012)



Font: Parlament Europeu

Nogensmenys, els eurobons serien recomanables en el sentit que derivarien en la creació de béns comuns per a la unió. Això enriquiria i enfortiria els vincles de la zona euro amb projectes basats en el desig dels ciutadans i no tant en el creixement econòmic. Per fer-ho, aquests projectes haurien de ser pactats pel conjunt de la zona euro, el que significaria donar més poder econòmic i polític a les institucions centrals.³⁸

Ara bé, actualment el que menys preocupa és com finançar els projectes dels estats membres. Actualment, hi ha països que estan patint problemes de liquiditat temporal i amb els eurobons obtindrien finançament, consolidant així, les seves finances públiques. Això provoca un cert recel als contribuents nets de la Unió Europea que veuen que, amb aquesta mesura, es podrien veure obligats a suavitzar de les restriccions pressupostaries dels governs dels països amb problemes. Conseqüentment obligaria a aquests contribuents nets a pagar el deute contret amb els Eurobons i endeutar-se encara més.

³⁸ Comissió Europea

[<http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201103/20110321ATT15984/20110321ATT15984EN.pdf>] (28/05/2013)

Per altra banda l'economista francès, Frederic Bonnevey³⁹ (2012) proposa que França i Alemanya es posin d'acord i signin un acord en política fiscal i expandir-lo per tota la zona euro. D'aquesta manera es combinaria una unió fiscal amb una unió política i faria que, tots els governs de la Unió romanguessin junts reduint els efectes de "free-riding" ja que tots estarien utilitzant la mateixa política fiscal.

Malgrat tot, el projecte de Bonnevey tampoc ha trobat suport del poder polític i la mesura dels eurobons quedarà paralitzada fins que no hi hagi una unió fiscal per tot el conjunt de l'euro-àrea.

- Quins serien els beneficis dels Eurobons?

En primer lloc i segurament, el més important, l'adquisició dels eurobons permetria finançar a tots els països de la Unió Europea sense excepció, cosa que actualment no succeeix. Durant els anys anteriors, s'ha observat que alguns estats que podrien generar superàvit primari en el llarg termini, és a dir, són solvents han patit problemes de liquiditat temporal. Aquest problema amb els Eurobons quedaria solucionat ja que es podria proveir de caixa als estats que realment ho vulguin en el moment ho necessitin.

En segon lloc, s'incrementaria la liquiditat del mercat de bons fent-lo més ampli i amb menys volatilitat, ja que es prendria com a garantia tota la Unió Europea i el Banc Central Europeu.

En tercer lloc, es reduiria l'interès a pagar dels països més endeutats ja que són principalment països perifèrics i el seu deute és menor en comparació als països dominants.⁴⁰

En quart lloc, es reduiria el risc bancari. Això es degut a que es separaria el binomi entre bancs i estats.

- Formes d'organitzar els Eurobons

³⁹ Comissió Europea
[<http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201103/20110321ATT15984/20110321ATT15984EN.pdf>] (28/05/2013)

⁴⁰ Boonstra, W.W., Towards a better Stability Pact, Intereconomics, Vol. 40, January/February 2005, pp. 4 – 9 (04/06/2013)

Teoria de Boonstra

Wim Boonstra⁴¹ crea aquesta teoria basant-se en que l'EMU sigui l'encarregat d'emetre els Eurobons i prestar els fons recaptats cap als països integrants.

Aquesta institució aplicaria una prima que estaria per sobre de l'interès pagat pels Eurobons i consistiria en substituir les dades macroeconòmiques del país aplicades a la fórmula que trobem a continuació.

Equació 1: Fòrmula de Boonstra per calcular la prima sobre els Eurobons

$$R(i) = a[O(i) - O(m)] + b[S(i) - S(m)]$$

En aquesta equació:

- R(i) seria la prima a pagar pel país
- O(i) es el deute públic sobre el Producte Interior Brut del país que ha de pagar
- O(m) es el deute públic sobre el Producte Interior Brut d'Alemanya i França calculat amb una mitjana aritmètica
- S(i) es el dèficit públic sobre el Producte Interior Brut del país que ha de pagar
- S(m) es el dèficit públic sobre el Producte Interior Brut d'Alemanya i França calculat amb una mitjana aritmètica
- a i b serien paràmetres, coeficients donats a cada una de les parts de l'equació

Aquesta proposta està molt ben treballada i té molts avantatges:

En primer lloc els costos de finançament decreixeran ja que, en principi, la prima que es demanarà i l'interès de l'Eurobò seran inferiors a l'interès que han de pagar actualment els països amb problemes.

A part d'això, també es té en compte la política fiscal en l'evolució de la prima a pagar. D'aquesta manera es fan més sostenibles els deutes públics de cada país i es té una visió objectiva del que s'ha de pagar i què fer per pagar menys.

⁴¹ Comissió Europea [<http://sylvie-goulard.eu/eurobonds/Eurobonds-concepts-and-implications.pdf>] (04/06/2013)

L'últim avantatge que té aquesta manera d'organitzar els eurobons de Boonstra és que les fluctuacions del mercat respecte a les primes de risc desapareixerien per complet. En aquest sentit hi hauria una institució molt forta com és el Banc Central Europeu oferint garanties de pagament.

Malgrat tot, aquesta organització també requereix fortes modificacions en els convenis de la Unió.

Primerament, els països han de renunciar al finançament propi i cedir a l'EMU tota aquesta capacitat de finançament.

A continuació, Boonstra comenta que la participació en aquest tipus de finançament és totalment voluntària, ara bé, creu que si tothom hi vol participar i algun país no vol fer-ho, enviaria una senyal negativa cap al mercat.

En tercer lloc, la credibilitat del fons EMU ha de ser molt alta, evitant un possible *default* de qualsevol dels membres. Aquesta serà l'única manera de poder reduir els costos del deute.

Per últim també podria haver problemes en la fixació dels paràmetres de la fórmula que hem explicat abans. Aquests paràmetres són completament aleatoris i alguns països poden queixar-se del motiu pel qual han de pagar més o menys que els altres.

Un cop vistos avantatges i inconvenients, podem dir que aquest mètode que proposa Boonstra és força adequat. No obstant, aquest mètode requereix reformes en la majoria dels àmbits de la Unió i podria esdevenir un procés llarg.

Taula 4: Proposta Eurobons W.Boonstra

Boonstra (2005, 2010)
- Finançament conjunt a través del fons EMU substituïnt els bons sobirans
- Spread basat en desviacions respecte l'objectiu de dèficit i deute
- Sancions si les regles son trencades
- Participació voluntaria però forts avantatges si es participa
- Beneficis pels països forts i països febles

Avantatges	Inconvenients
<ul style="list-style-type: none"> - Increment de liquiditat, menys costos - Disciplina més gradual del mercat - Refugi contra l'especulació i els shocks - Aplicació de l'objectiu - Alerta ràpida dels problemes 	<ul style="list-style-type: none"> - Establiment dels paràmetres - Establiment de la base - Implementació practica i política - Tensions si algun país fes <i>default</i>

Font: Parlament Europeu / Elaboració Pròpia

Proposta de De Grawe i Moessen

Aquests dos economistes⁴² proposen una forma més senzilla d'organitzar els eurobons. Comenten que el millor seria que fos el Banc d'Inversió Europeu (European Investment Bank) (EIB) el que emetis els bons. Aquesta institució estaria dividida en accions i el tipus d'interès a pagar vindria donat per una mitjana ponderada dels rendiments dels diferents bons nacionals.

A partir d'aquí, els ingressos obtinguts es dividrien cap als estats de la mateixa manera evitant així l'autocomplaença que hi pogués haver per part d'algun estat membre.

Aquesta proposta és la que implica menys canvis de totes ja que únicament és el càlcul de la mitjana ponderada dels interessos de tots els països formants. Tot i això, em sembla bastant efectiva donat que d'aquesta manera tots els països podrien obtenir finançament i s'evitaria aquesta volatilitat existent en els mercats actuals.

Hi ha però, el tema de la responsabilitat en cas de *default* per part d'un país. En aquesta situació, els perjudicats serien els inversors.⁴³

⁴² Comissió Europea [<http://sylvie-goulard.eu/eurobonds/Eurobonds-concepts-and-implications.pdf>] (04/06/2013)

⁴³ Intereconomia [http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Recently_published_articles/Euro-bond-DeGrauwe-Moesen.pdf] (04/06/2013)

Taula 5: Proposta Eurobons P. De Grawe i W. Moesen

De Grawe and Moesen (2009)	
<ul style="list-style-type: none">- Institució Europea que emetria deute amb la mitjana del rendiment ponderat pels països participants.- Els governs paguen el mateix interès que amb el seu deute nacional- Tot està basat en la divisió accionarial del Banc d'Inversió Europeu- Beneficis principalment pels països amb més problemes	
Avantatges	Inconvenients
<ul style="list-style-type: none">- Increment de liquiditat (només pels països petits)- No possible existència de <i>free-riding</i>- Refugi contra l'especulació i els shocks- Implementació objectiva- Finançament garantit	<ul style="list-style-type: none">- Establiment de les responsabilitats- Garanties implícites pels estats més forts- Mercats nacionals distorsionats- No s'integra més la Unió Europea- Trencament del mercat de deute de la Unió Europea

Font: Parlament Europeu / Elaboració Pròpia

Bons Blaus i Vermells

Aquesta forma d'organitzar els eurobons creada per Delpla i von Weizsäcker⁴⁴ al 2010. Aquest sistema neix amb l'objectiu de seguir pressionant en tema fiscal els països.

Per aquesta raó separa els països en 2 branques: la primera d'elles seria la branca blava i englobaria els països que tinguessin menys d'un 60% de Deute Públic respecte el PIB. Aquesta branca gaudiria d'uns interessos més baixos i una possibilitat inferior de *default*. La segona branca anomenada branca vermella, englobaria els països amb un deute respecte el PIB superior a l'anterior. Així, s'haurien de pagar uns interessos més alts i serien els primers a veure reduïda la seva inversió en cas de *default* parcial.

⁴⁴Comissió Europea [<http://sylvie-goulard.eu/eurobonds/Eurobonds-concepts-and-implications.pdf>] (04/06/2013)

En aquest sentit, aquest sistema diu que, els primers a veure disminuïda la seva inversió serien els partícips de la branca vermella mentre que els inversors de la blava només veurien reduïda la seva inversió en aquells casos que la branca vermella no pogués absorbir.

Aquest fet provoca que els bons de la primera branca o bons blaus pagarien uns interessos més baixos, mentre que els bons vermells es veurien obligats a pagar uns interessos superiors a causa de la major probabilitat d'impagament.

En conseqüència, els països membres tindrien un al·licient per tal de reduir el seu deute públic minimitzant el problema del free-ride que hem comentat anteriorment.

Aquests trams tindrien un volum molt gran com demostren estudis fets per la Unió Europea. Segons els seus estudis, aproximadament el 60% del Producte Interior Brut es recaptaria mitjançant aquest mètode (aproximadament 5.600 bilions d'euros) mentre que els Estats Units recapten 8.300 bilions de dòlars. Contant la paritat de l'euro respecte al dòlar quedaria una recaptació semblant.

En conseqüència, aquest augment tant gran de liquiditat provocaria, segons els estudis fets pels creadors, un guany del 6% del PIB comparant els dos trams. Aquest fet permetria fer més sostenible el deute públic dels diferents estats reduint els costos de finançament.⁴⁵

Cal dir que la proposta que fan Delpla i von Weizsäcker és una proposta molt enginyosa i intel·ligent. Per una part, integren els interessos dels països més endeutats que es beneficien de la garantia de tot el conjunt de la zona euro i de la liquiditat que donaria aquest mercat, reduint en conseqüència, els interessos. I per altra banda, els interessos d'Alemanya també es veurien reflectits gràcies als trams de deute que incentivarien la reforma fiscal.

⁴⁵ Delpla, J. and von Weizsäcker, J.; The Blue Bond Proposal; Bruegel policybrief, 2010/03. (04/06/2013)

Taula 6: Proposta Eurobons Delpla i von Weizsäcker

Delpla i von Weizsäcker (2010)	
<ul style="list-style-type: none">- Finançament dividit en trams amb un tram que sigui per sobre del 60% del deute sobre el PIB (vermell) i un altre tram per sota d'aquest 60% (blau).- Disciplina fiscal per reduir el deute per sota del 60%- Procediment de default ordenat (primer el tram vermell) i després el blau- Beneficis pels països forts i països febles	
Avantatges	Inconvenients
<ul style="list-style-type: none">- Proposta fàcil- Increment de la liquiditat reduint els costos fins a un 6% del PIB si s'esta en el tram blau- Disciplina fiscal automàtica- Garanties solidaries i responsabilitat limitada	<ul style="list-style-type: none">- Necessària la plena participació- Necessari un compromís creïble- L'administració ha de ser independent- La transició pot ser difícil- Trencament del mercat de deute de la Unió Europea

Font: Parlament Europeu / Elaboració Pròpia

Bons emesos per la Agència Europea de Deute

Aquesta mesura proposada per Jean-Claude Juncker i Giulio Tremonti⁴⁶ proposa l'EDA (European Debt Agency) com a Institució encarregada d'emetre aquest deute que no ha de superar mai el 40% del Producte Interior Brut de l'euro-àrea.

Aquesta institució permetria canviar als estats que ho requerissin el seu deute per els eurobons descomptats amb un descompte que dependria del grau del *market stress* tal com diuen els mateixos autors.

Amb aquesta iniciativa, els eurobons tindrien el Banc Central Europeu com a colateral i aquest es veuria obligat a comprar deute públic de risc si els països ho

⁴⁶ Comissió Europea [<http://sylvie-goulard.eu/eurobonds/Eurobonds-concepts-and-implications.pdf>] (04/06/2013)

demanen. A conseqüència d'això, una gran part del deute es refinançarà a interessos més baixos millorant la liquiditat i la solvència dels estats.⁴⁷

Ara bé, aquest sistema que proposen Juncker i Tremonti tenen uns efectes de base que perjudiquen la lògica del mercat.

Per començar, trobem il·lògica la idea de recomprar o canviar deute públic per Eurobons. Si els inversors saben que el govern serà solvent, els bons nacionals cotitzaran a la par i la opció desapareixerà fent pujar els tipus d'interès dels Eurobons.

Un altre fet que perjudica la implantació d'aquest mètode esdevé en el pagament del deute si algun país fa fallida. Concretament, aquest és el motiu d'Alemanya països com Alemanya per rebutjar aquesta forma d'organitzar els Eurobons ja que no volen pagar el deute que han subscrit altres membres de la Unió.

Alternativament s'ha proposat una modificació que consisteix a en que cada estat membre, hagi d'estar darrere d'una part del deute en proporció al seu Producte Interior Brut. D'aquesta forma, seria l'inversor privat el que assumiria la quitança si algun país fa fallida.

Taula 7: Proposta Eurobons Juncker i Tremonti

Juncker and Tremonti (2010)	
<ul style="list-style-type: none">- L'agència responsable dels bons serà l'Agència Europea de Deute- Possibilitat de transició del bo nacional a l'eurobò amb un descompte- Creació d'un mercat líquid i global	
Avantatges	Inconvenients
<ul style="list-style-type: none">- Proposta fàcil- Increment de la liquiditat- Els tipus d'interès més baixos exigeixen disciplina.	<ul style="list-style-type: none">- Proposta ad-hoc- No s'han donat detalls institucionals- És necessària una independència en l'organització

Font: Parlament Europeu / Elaboració Pròpia

⁴⁷ Juncker, J.-C. and Tremonti, G.; E-bonds would end the crisis; Financial Times, 5 December 2010 (04/06/2013)

Diferències entre les formes de finançament

Taula 8: Diferències entre les formes de finançament

	Boonstra (2005, 2010)	De Grawe i Moesen (2009)	Delpa i von Weizsäcker (2010)
Grau de Finançament	Reemterminiament total dels mercats nacionals	Complements als bons nacionals	Complements al deute però fan que el deute nacional sigui poc atractiu
Estructura institucional	Institució independent emet bons per tots els països	Institució emet bons utilitzant les institucions existents.	Institució assigna quotes d'emissió independents. Els països emeten per ells mateixos
Participació	Voluntària, però estar fora és una mala senyal	Voluntària però amb límits en deute	Voluntària però els límits en el deute i la renúncia són males senyals
Càlcul Interès	Basat en la desviació dels objectius fiscals	Basat en la tinència d'accions de l'EIB	Basada en interessos de mercat. Diferents per cada tram (vermell i blau)

Font: Parlament Europeu / Elaboració Pròpia

Tot aquest debat perd el sentit si no existeix una sòlida estructura governamental econòmica que amb independència, credibilitat i eficàcia podrà fer de l'aplicació dels eurobons la seva bandera. Si no és així, l'aplicació dels eurobons perd tot el sentit, el que passaria seria que es traspassarien els costos dels estats dèbils als forts i una forta violació de la clàusula de no-rescat. Això és el que preocupa a països com Alemanya o França que veuen que el risc moral pot establir-se en el mercat si la disciplina del mercat no es substitueix per la disciplina fiscal. Aquest perill es troba principalment a la proposta de De Grawe i Moesen però no tant en les altres. Ara bé, la proposta que fa Boonstra és la que més agradaa. Si s'arribés a un acord en aquest sentit, es proporcionaria una forta disciplina fiscal podent ajustar de forma independent els dèficits i els deutes públics sense la pressió dels mercats.

4. Conclusions

Aquest Treball ens ha permès conèixer molt millor la dinàmica de funcionament de la Unió Europea. Aquest context que va iniciar-se l'any 1999 amb la introducció de l'euro com a moneda única no sembla que tingui final i tot indica que, tal com diuen la majoria de polítics, Europa cada cop haurà de ser més forta i unida.

En primer lloc, hem pogut observar que malgrat que les mesures que es van aplicar al 1999, amb la creació de l'EMU i les tres branques que permetien una unió monetària sense una unió política no han estat del tan eficaces com es pensava. Es creia que únicament amb una reforma del mercat de treball, un pressupost controlat (Criteris de Maastricht i PEC) i amb el Banc Central Europeu controlant la inflació n'hi hauria prou per controlar les possibles crisis que es poguessin donar.

Com hem pogut veure, això no ha estat així i actualment es proposa una unió política més forta.

En segon lloc hem pogut demostrar que no tot el que se'ns explica per part dels dirigents, premsa, etc. és cert. Un cop estudiades les causes de la crisi actual hem pogut comprovar que poc tenen a veure, malgrat 2 o 3 excepcions en causes fiscals. Hem analitzat que, els països que tenen l'euro com a moneda única estan sofrint un càstig excessiu si els comparem amb altres països que tenen la seva pròpia moneda. Per tant, aquesta voluntat d'introduir polítiques fiscals restrictives combinades amb una política monetària de control únic i exclusiu de la inflació ens pot acabar ofegant.

En aquest sentit, penso que, vistos els resultats que estan donant aquests tipus de polítiques a tota la zona euro, penso que s'haurien d'adoptar altres tipus de reformes vinculades a l'enfortiment de la zona euro.

No obstant, no seria una situació que em deixaria totalment tranquil ja que, com hem pogut observar, s'estan fent unes polítiques que perjudiquen més que beneficien. Entre elles, observem per exemple la supervisió dels bancs amb els acords de Basilea. Aquests acords forcen als bancs a comprar deute nacional, en comptes de diversificar el deute, ja que no han de realitzar cap mena de provisió si l'adquireixen i disposen de més capital per a la inversió.

Aquesta política, ajunta cada a bancs i estats fent endèmica la crisi perquè els Estats han de salvar els bancs (tenen un passiu contingent) i els bancs estan salvant a l'estat.

En qualsevol cas, confio que finalment, els coneixements i els experts s'imposin i s'actui d'una manera lo més racional possible.

Aquesta forma implicaria l'adopció d'una unió fiscal per controlar les despeses i dèficits públics dels països de la unió monetària podent modificar, corregir o vetar els pressupostos. En segon lloc asseguraria liquiditat als governs solvents però sense liquiditat en determinats moments per les dificultats econòmiques existents o que poguessin existir.

Posteriorment també es faria necessària una unió bancària que supervisaria la gestió dels bancs europeus, tenint plena potestat per vetar o modificar alguna partida econòmica o condemnar als dirigents que no actuessin correctament.

Finalment, s'haurien d'ampliar les competències del Banc Central Europeu com a prestamista d'última instància assegurant i comprant el deute dels Estats Membres si aquests ho requerissin. Addicionalment amb aquest tipus de mesura l'Euro-àrea s'equiparia amb un sistema de tractament i resolució d'atacs especulatiu dirigit cap a l'euro i cap als deutes públics dels països.

Un cop es donessin totes aquestes mesures la Unió Europea s'assemblaria bastant als Estats Units. Tanmateix, es requeririen altres mesures a part d'aquestes que hem comentat com la lliure circulació d'empreses, mobilitat en el mercat de treball, etc.

Així i tot, tampoc em semblaria malament un retorn als orígens amb la tornada de la pesseta. Al capdavant, hem pogut veure que l'euro àrea, almenys últimament perjudica clarament els interessos dels països en comptes d'afavorir-los tal com hem vist en el Treball. Tot i això, el fet de retornar a la moneda inicial, suposaria uns problemes brutals que s'haurien de gestionar molt i molt bé, fent falta la quitança del deute emès.

En definitiva, si continuem amb l'euro (com és el més probable) la solució dels eurobons em sembla una molt bona idea. De fet, s'estaria substituint el deute

nacional per deute comú donant una major liquiditat al mercat i reduint els tipus d'interès. Ara bé, com és sabut, no totes les opcions d'eurobons són adequades, n'hi ha amb la possibilitat de que hi hagi *free-riding*, altres amb la dificultat de gestionar la coexistència amb bons nacional, etc.

Per tant, en la meva opinió la proposta que s'ajusta més a les necessitats de l'euro àrea és la de Boonstra malgrat les dificultats de la fixació dels coeficients i de la base de l'anàlisi. No obstant, es requereix un òrgan de govern independent i equànime per fixar aquestes variables.

Una altra alternativa seria la opció de Delpla i von Weizsäcker que dividiria els eurobons en trams però el fet de dividir la liquiditat dels bons i la coresponsabilitat dels estats si un estat membre fa fallida no em fa veure-ho massa clar i caldrien més estudis per assegurar la seva viabilitat.

Totes les altres quedarien descartades al meu entendre per no aportar valor i per no aplicar la política fiscal en la seva configuració, maximitzant doncs, el possible *free-riding*.

Això sí, tal com hem comentat, no hi pot haver Eurobons fins que no hi hagi una Unió Fiscal, Bancària i s'augmentin les competències del Banc Central Europeu.

Bibliografia

Online

- Aja, J (2012) Dos años bajo un plan de rescate: Irlanda, ¿ejemplo para el resto de socios europeos?

[<http://www.eleconomista.es/interstitial/volver/orangesubv/economia/noticias/4416368/11/12/Irlanda-dos-anos-despues-de-pedir-el-rescate-continua-con-los-recortes.html>]

- Bargalló, Manel (2012) Els Estats Units d'Europa

[<http://blogspersonals.ara.cat/desdelesgermanies/2012/05/18els-estats-units-deuropa/>]

- Boonstra, W.W., Towards a better Stability Pact, Intereconomics, Vol. 40 (1), January/ February 2005, pp. 4 – 9 Brugel Policy Contribution Febrer 2012 (article)

- Comissió Europea [<http://sylvie-goulard.eu/eurobonds/Eurobonds-concepts-and-implications.pdf>]

- Comissió Europea [<http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/10/st13/st13977-re01.en10.pdf>]

- Comissió Europea

[<http://www.europarl.europa.eu/document/activities/cont/201103/20110321ATT15984/20110321ATT15984EN.pdf>]

- Comissió Europea [http://www.europarl.europa.eu/summits/mad1_es.htm]

- Comissió Europea

[http://aei.pitt.edu/1139/1/growth_wp_COM_93_700_Parts_A_B.pdf]

- Comissió Europea [<http://aei.pitt.edu/13009/1/13009.pdf>]

- Dalmau, P (2012) Cap als Estats Units d'Europa: el Perquè [<http://www.debat.org/2012/07/04/cap-als-estats-units-d%E2%80%99europa-el-perque>]

- Debating Europe (2012) InfoBox: Arguments For and Against Eurobonds

[<http://www.debatingeurope.eu/arguments-for-against-eurobonds/>]

- Delpla, J. and von Weizsäcker, J.; The Blue Bond Proposal; Bruegel policybrief, 2010/03

- Efe (2012) Roma. Monti aprueba un nuevo paquete de recortes en Italia para aplazar la subida del IVA

[<http://www.elmundo.es/elmundo/2012/07/06/economia/1341535593.html>]

EITB.com (09/06/2012) ¿Cuánto costaron los rescates de Grecia, Irlanda y Portugal?

[<http://www.eitb.com/es/noticias/economia/detalle/902774/rescate-espana--que-costo-rescatar-grecia-irlanda-portugal/>]

- El economista [<http://www.eleconomista.es/economia/noticias/4460373/12/12/La-primera-de-Italia-sube-28-puntos-y-la-Bolsa-de-Milan-cae-un-22.html>]

- El economista [<http://www.eleconomista.es/economia/noticias/4460781/12/12/FT-Monti-esta-en-conversaciones-para-presentarse-a-las-elecciones-.html>]

- El economista

[<http://www.eleconomista.es/economia/noticias/4461306/12/12/Berlusconi-asegura-que-Monti-deja-Italia-mucho-peor-y-denuncia-una-estrategia-alemana-tras-la-crisis.html>]

- El economista

[<http://www.eleconomista.es/economia/noticias/4690665/03/13/Dijsselbloem-La-gran-mayoria-de-depositos-en-Chipre-son-de-inversores.html>]

- El economista [<http://www.eleconomista.es/economia/noticias/4739651/04/13/El-Eurogrupo-espera-que-Portugal-detalle-manana-los-nuevos-recortes-para-cuadrar-el-deficit.html>]

- El economista [<http://www.eleconomista.es/europa/noticias/4727798/04/13/El-Gobierno-de-Portugal-acato-el-fallo-del-Tribunal-Constitucional-.html>]

- El economista

[<http://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/4734918/04/13/Los-prestamistas-evaluan-dar-siete-anos-mas-a-Irlanda-y-Portugal.html>]

- El economista [<http://www.eleconomista.es/flash/noticias/4709684/03/13/Chipre-fijara-la-quita-a-los-depositos-superiores-a-100000-en-un-375-Medios.html>]

- El economista [<http://www.eleconomista.es/videos/noticias/4699122/03/13/La-UE-alcanza-un-principio-de-acuerdo-sobre-el-rescate-de-Chipre-.html>]

- Eurostatt

- Hernández Velasco, Irene. (2011) Berlusconi dimite y deja paso a otro gobierno para evitar la quiebra de Italia

[<http://www.elmundo.es/elmundo/2011/11/12/internacional/1321115211.html>]

- Huffington Post [http://www.huffingtonpost.es/2013/03/27/los-otros-chipre-luxemburgo-chipre-malta-sectores-bancarios-gran-tamano_n_2966187.html]

- Hugh, E / Tepper, J (TV3) (2012) El que no es vol sentir

[<http://www.tv3.cat/videos/4093933/Edward-Hugh-i-Jonathan-Tepper-el-que-no-es-vol-sentir>] (20/09/2012/)

- Intereconomics May /June 2009
[http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Recently_published_articles/Euro-bond-DeGrauwe-Moesen.pdf]
- Juncker, J.-C. and Tremonti, G.; E-bonds would end the crisis; Financial Times, 5 December 2010
- La prensa (2011) Redacción. Italia adopta medidas drásticas contra la crisis
[<http://archivo.laprensa.hn/Internacionales/Ediciones/2011/08/12/Noticias/Italia-adopta-medidas-drasticas-contra-la-crisis>]
- Libertad digital [<http://www.libertaddigital.com/internacional/europa/2012-12-08/monti-presentara-su-dimision-tras-la-aprobacion-de-los-presupuestos-1276476397/>]
- RTVE.es [<http://www.rtve.es/noticias/20130401/cronologia-del-rescate-europeo-chipre/620440.shtml>]
- RTVE.es (2009-2012) Diversos autores. Cronología de la crisis de Grecia.
[<http://www.rtve.es/noticias/20121127/cronologia-crisis-grecia/329528.shtml>]
- RTVE.es (2011) Agències. El rescate obligará a Portugal a pagar la mitad de paro y a bajar las pensiones. [<http://www.rtve.es/noticias/20110504/rescate-obligara-portugal-reducir-mitad-paro-bajar-las-pensiones/429983.shtml>]
- Tesoro Público [<http://www.tesoro.es/SP/index.asp>] (05/06/2013)
- Universidad Complutense de Madrid
[<http://pendientedemigracion.ucm.es/info/audesco/dt/wp0702.pdf>]
- Voxeu [<http://www.voxeu.org/article/why-eu-summit-decisions-may-destabilise-government-bond-markets>]

Libros

Blanchard, O (2006) Macroeconomía