

A crise sistémica do euro: as verdadeiras causas e as terapias efectivas

COSTAS LAPAVITSAS

Profesor de Economía na School of Oriental and African Studies (Universidade de Londres). É especialista en Economía política do diñeiro e do sistema financeiro, e en Economía xaponesa, Historia do pensamento económico, Historia económica e Economía mundial contemporánea. Autor de moitas publicacións, os seus libros máis recentes son *Social Foundations of Markets, Money and Credit* (Routledge, 2003), *Beyond Market-Driven Development* (Routledge, 2005), *El capitalismo financiarizado* (Maia, 2009) e *Crisis en la Eurozona* (Capitan Swing, 2013)

HEINER FLASSBECK

Graduado en Económicas pola Saarland University, Alemaña, é profesor honorario na Universidade de Hamburgo. Secretario da UNTAC desde 2000, desde 2003 é Director da división de globalización e estratexias de desenvolvemento. Foi Vice Ministro de Finanzas en Alemaña e economista xefe do Institute of Economic Research en Berlín

A esquerda española atopou un novo gurú para darlle consistencia ao seu novo mantra a respecto de Europa despois dun europeísmo desaforado que arranxa xa dos inicios da década dos setenta. Non podemos máis que darlle os parabéns ás diversas correntes da esquerda española que, unha vez descubertas as análises do economista grego Costas Lapavitsas, recomandan hora si e hora tamén as reflexións do Profesor do SOAS londiniense. Ao longo dos últimos catro anos, dirixiu a equipa económica de *Syriza*, se ben rachou con esta forza política no seu último Congreso pola posición que mantén en relación co euro, afirmando que *Syriza* “é a alternativa de recambio na esquerda da oligarquía para Grecia, iso é, sen o apelido Papandreu”.

Unha vez máis, as galegas e os galegos demostramos ir por diante tamén neste ámbito da esquerda española, posto que a obra de Costas Lapavitsas está sendo puntualmente traducida ao noso idioma desde 2010, nomeadamente na edición dixital do *Terra e Tempo*, até o punto que as partes dos traballos que se recollen no libro de Costas Lapavitsas *Crisis en la eurozona*, obra de referencia da progresía española editada en setembro de 2013, están ao noso dispor desde o momento da súa publicación. Non é de estrañar que reparásemos nos traballos de Costas Lapavitsas, tanto polo seu antieurocentrismo –un autor que escribe desde a periferia do sistema–, como polas categorías analíticas que utiliza, ao aplicar ao ámbito europeo o corpo da *Teoría da Dependencia* e dos seus continuadores do *Sistema-Mundo*, e particularmente porque impugna o proxecto europeo desde a súa orixe, non só pola deriva neoliberal, senón por tratarse dunha unión de estados e non de nacións, por roubar a soberanía aos povos, por articular unha orde que se fundamenta no intercambio desigual, e por utilizar a forza da aristocracia obreira do centro para debilitar os traballadores da periferia.

A conversa que hoxe propoñemos co noso vello coñecido Lapavitsas en coautoría con Heiner Flassbeck, é un traballo publicado orixinalmente en inglés baixo o título “*The systemic of the euro. True causes and effective therapies*”. A tradución debémolla a Moisés Ribadulla Fernández. Para facilitar a lectura dun texto destas características, non reproducimos os anexos finais.

O traballo xira arredor de dous temas particularmente gustosos para o grego: primeiramente, a crítica ao europeísmo; e en segundo lugar, a crítica á financierización como resposta do capitalismo maduro a súa tendencia ao estancamento. A segunda das cuestións, como estaredes a imaxinar, implica unha revisión da causalidade da crise, mais situando a mesma non como unha fatalidade, senón como unha necesidade do propio sistema para que a súa lóxica siga a operar, conectando na análise cos traballos de dous autores particularmente queridos por nós e por Lapavitsas, como son Paul Baran e Paul Swezy, e, xa que logo, xogando no campo da tradición marxista que é propia ao nacionalismo galego e, porén, tan combatida polos PCs oficiais e os seus dirixentes, a comezar xa por Palmiro Togliatti. Aínda así, –non é casual que o deixásemos para o final– merece unha particular consideración a súa crítica á ideoloxía europeísta, polo que ten de chamada a que a esquerda recupere a súa valentía e, na mellor tradición do marxismo grego que representou o primeiro Nico Poulantzas, sitúa no centro o debate sobre os aparatos e a loita ideolóxica, mais tamén a que esta recupere a autoestima, posto que, sen cuestionar a ideoloxía europeísta que dá cobertura ao proxecto europeo, non hai posibilidade de articular outra Europa e, xa por último, porque a crítica ao europeísmo é a negación da identidade europea e anular esta significa rescatar a soberanía para os povos de Europa e a diversidade desta nas diferentes esferas.

CAPÍTULO I: AS RAZÓN DUNHA UNIÓN MONETARIA E OS FACTORES DETERMINANTES DA INFLACIÓN

1. POR QUE A UNIÓN MONETARIA? A unión económica e monetaria europea (UEM) atravesará unha profunda crise, e cada vez son máis os observadores que cuestionan a súa capacidade para sobrevivir a ela. Que foi mal? Son válidos os diagnósticos que se ofrecen comunmente? Podería ser posíbel que os políticos europeos, ao máis alto nivel, sexan incapaces de comprender a causa da crise e facerlle fronte cun plan coherente?

Para atopar respostas convincentes a estas preguntas cómpre remontármolos ás orixes da unión monetaria, e identificarmos os defectos de construción que lastraron a súa existencia desde un principio, até chegar ao momento decisivo que acadou após a gran crise financeira e a gran recesión de 2008 e 2009.

Foi a unión monetaria unha má idea desde o principio, e reflicte o seu posíbel fallo unha ausencia de bo razoamento económico na decisión, motivada politicamente, de acelerar a integración europea, como argumentan a maior parte dos seus críticos? E por outra banda: podería a posta en marcha da UEM non ser considerada como o paso final no camiño cara a unha estabilidade no tipo de cambio duradeira logo de moitos anos durante os cales os membros do sistema monetario europeo (SME) practicaran sistemas de tipo de cambio controlados? E que acontece cos vaivéns dos mercados financeiros que fixeron que as autoridades europeas, nos anos 1970, rexeitasen un sistema de tipos de cambio totalmente flexíbel para as relacións monetarias dentro da rexión? Ademais, despois de 30 anos de flutuación libre entre as grandes divisas, existen probas convincentes que apoien a crenza na eficiencia dos mercados para atoparen o valor xusto dunha moeda sen friccións?



Costas Lapavistas

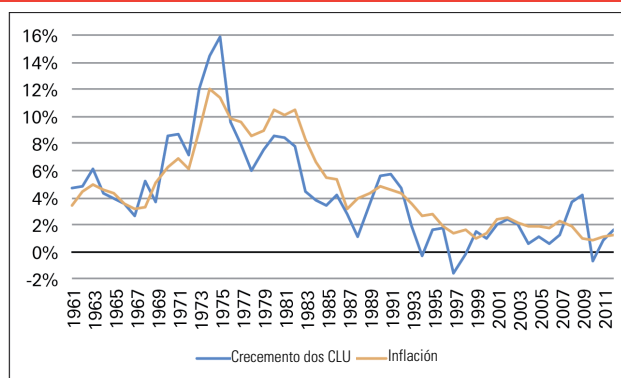
A cooperación monetaria en Europa, segundo se describe na historia da cooperación monetaria europea no anexo deste artigo, empezou a principios do decenio de 1970, cando o sistema monetario global de Bretton Woods se esborallou. Para a maioría dos países europeos, sobre todo para os máis pequenos, non existía ningunha alternativa á cooperación monetaria. Eses países negáronse, con moita máis forza que Alemaña, a optar por un sistema de tipos de cambio flotantes, porque non crían que a independencia monetaria fose beneficiarlles. Entendían que para pequenas economías abertas atarse as mans podería ser a solución óptima en asuntos monetarios.

Todos os intentos académicos levados a cabo desde os anos 1960 de definir os criterios para espazos monetarios óptimos (OCA, segundo as súas siglas en inglés) foron en balde. O argumento que presenta a teoría dos OCA é unicamente válido se existe unha alternativa viábel para as pequenas economías abertas en forma de flutuación libre. Pero en realidade non existe esa alternativa. A autonomía monetaria, a promesa dunha flutuación libre, é unha ficción teórica, e iso foi ben entendido por moitos países de Europa. Os tipos de cambio determinados polo mercado tenden a exceder ou non acadar os valores xustos —ou equilibrados—, segundo determinan a paridade do poder adquisitivo (PPP) ou a paridade descuberta de tipos de xuro (UIP). Peor

aínda, os tipos de cambio determinados polo mercado a miúdo móvense na dirección equivocada durante períodos extensos de tempo (UNCTAD TDR, 2010) como resultado da especulación coa moeda, o chamado *carry trade* (carretaxe). Os países con taxas de inflación relativamente altas e, de maneira concomitante, tipos de xuro relativamente altos, tenden a verse invadidos por grandes entradas de fondos a curto prazo que impulsan cara arriba o tipo de xuro das súas divisas en termos reais. Isto destrúe as vantaxes absolutas e comparativas no comercio internacional e crea unha distorsión na estrutura produtiva entre bens comerciábeis e non comerciábeis. Se isto ocorre, a autonomía monetaria formal fica baleira de contido.

En presenza de tipos de cambio extremadamente volátiles, as economías pequenas e abertas non teñen autonomía monetaria, porque as súas autoridades monetarias deben reaccionar perante os vaivéns do mercado de divisas. No marco dun sistema de tipos de cambio flotantes, a liberdade formal dun banco central (sen obrigación de intervir) non ten base material¹. Obviamente, os países que non estean dispostos a abandonar ao mercado a potestade de determinar o tipo de cambio deben cooperar con outros países para obter unha maior estabilidade no devandito tipo. A valoración das divisas é demasiado importante para as relacións comerciais internacionais como para que a decisión de intervir ou non no merca-

Figura 1: taxas de crecemento dos CLU e a inflación na UEM



Notas:

1 CLU definidos como renda bruta per cápita en ECU/euros dos traballadores por conta allea dividida polo PIB real polo número total de persoas empregadas.

2 12 países: Bélxica, Alemaña, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Baixos, Austria, Portugal e España.

Fonte: base de datos de AMECO (acceso en novembro de 2012); cálculos propios.

do de divisas se deixe a criterio dun único banco central. Ademais, sen cooperación ou conflito é inevitábel, xa que un cambio no tipo dun país sempre afectará a outro. Para un número n de países no mundo no seu conxunto existen n-1 tipos de cambio. Por conseguinte, a cuestión crucial non é tanto se existe a necesidade de cooperación monetaria internacional, algo obvio, senón que forma debería adquirir esta. Como se amosa no anexo, a cooperación monetaria europea evolucionou en pasos bastante pequenos durante un período de 30 anos, antes de culminar nunha unión monetaria completa en 1999. Algúns observadores argumentaron que o proceso de formas de cooperación cada vez máis vinculantes podería ser detido antes de alcanzar a fase da unión monetaria, pero este argumento non resulta convincente.

Todas as formas tradicionais de cooperación monetaria internacional —á marxe dunha unión monetaria completa— esixen que a divisa dun destes países sirva de soporte para o sistema, de modo que os demais países pasan a ser dependentes do país que posúa esa divisa soporte. A cooperación monetaria que ten como obxectivo ampliar a marxe de manobra (o “espazo de política”) para a política económica na rexión no seu conxunto debe incluír polo menos un país que poida actuar como entidade crediticia de último recurso en tempos de crise. Isto débese á asimetría nas relacións entre países cuxas divisas están sometidas á ameaza de depreciación e países cuxas divisas están sometidas a presión para se apreciaren. Os países que tenten evitar a depreciación da súa moeda (ou detela nun determinado punto) deben intervir no mercado de divisas. Isto significa que os seus bancos centrais deben aumentar a demanda do seu propio diñeiro vendendo reservas internacionais. Como esas reservas sempre son limitadas, os países son vulnerábeis perante ataques especulativos sobre a súa divisa. A única

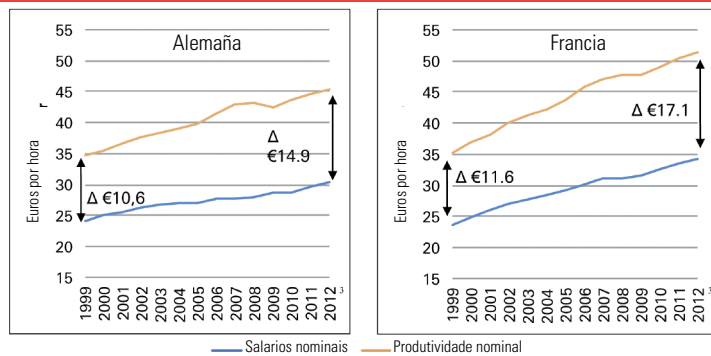
maneira de repeler o devandito ataque é a cooperación coa outra parte, noutras palabras, co país coa moeda que se aprecia, que é capaz de intervir vendendo a súa propia divisa, dispoñíbel en cantidades infinitas.

En Europa, Alemaña era a candidata obvia a converterse nese soporte da cooperación monetaria rexional. Durante varias décadas, Alemaña foi a campioa da estabilidade de prezos, segundo puido verse, en concreto, a través da absorción suave das consecuencias inflacionistas das dúas crises do prezo do petróleo. Como consecuencia dunha menor inflación, a divisa alemá nunca se viu sometida a presión depreciativa, senón que sempre tendeu a se apreciar. Por tanto, Alemaña asumiu o papel de soporte monetario europeo, e con razón. Algúns países máis pequenos deron copiado o desempeño inflacionista alemán e mantido a estabilidade no tipo de cambio sen perderen a competitividade global. A este respecto, Austria foi o caso máis impresionante. A maioría das grandes economías europeas, no entanto, tiveron que aceptar unha e outra vez a depreciación fronte á divisa alemá para compensaren os seus ataques inflacionistas. Isto produciuse especialmente nos casos de Francia e Italia, polo menos até mediados dos anos 1980. E o soporte funcionou en termos de presión efectiva sobre a inflación nacional mentres existiu a opción de axustes do tipo de cambio para restaurar as posicións competitivas.

Durante os vaivéns do sistema monetario europeo que precederon á UEM foi gañando terreo outro argumento, político, que era máis sinxelo. Argumentábase que en Europa os tipos de cambio fixos e, en última instancia, unha moeda unificada, eran indispensábeis para a creación dun mercado europeo único. E tamén había outro argumento potente do debate político, que no entanto nunca foi adoptado polos grandes círculos académicos. Alemaña, co seu bo desempeño económico e a súa firme postura dogmática acerca da inflación, foi convencendo ao longo do tempo os seus países veciños de que a estabilidade interna do valor do diñeiro, noutras palabras, a estabilidade no nivel de prezos nacionais, fora unha parte íntegra, e de feito central, do éxito alemán. Así, após a conmovión que supuxo a gran crise de 1992, o argumento alemán de que a estabilidade do nivel de prezos en todos os países membros do mercado común era crucial para este elemento central da integración europea xa non podía ser rexeitado. A vontade política de adherirse ás políticas económicas e a un modelo monetario similares aos que procuraba Alemaña determinaron o debate europeo nunha proporción moi importante.

En contraste, o argumento económico crucial para coroar a cooperación monetaria rexional mediante a creación dunha unión monetaria non callou no ámbito político e no seu proceso de toma de decisións. Nun siste-

Figura 2: salarios nominais (1) e produtividade nominal (2)



Notas:

1 Definidos como a compensación nominal total dos traballadores por conta allea dividida polas horas traballadas dos traballadores por conta allea multiplicada polo número de traballadores por conta allea.

2 Definida como o PIB nominal dividido polas horas traballadas do número total de xente empregada multiplicado polo número de persoas empregadas.

3 Valores de 2012 para horas traballadas do número total de traballadores e traballadores por conta allea. Baseados en datos de Destatis e AMECO.

Fonte: base de datos de AMECO (acceso en novembro de 2012); Eurostat; cálculos propios.

ma de múltiples divisas cunha divisa soporte, chegar a un acordo de principio sobre o enfoque de política xeral non equivale a unha solución óptima para todos os estados membros. A política do país soporte, aínda que fose perfecta baixo as circunstancias imperantes nese país, non tería por que ser necesariamente a política perfecta para todo o grupo, aínda que existise consenso sobre o obxectivo da inflación entre os países participantes no esforzo cooperativo. Este foi o problema principal co sistema de Bretton Woods nos anos 1950 e 1960, cando o dólar estadounidense servía de divisa soporte do sistema mundial de tipos de cambio con tipos fixos mais axustábeis. A toma de decisións no sistema da Reserva Federal estadounidense (daquela o Banco Central global de facto) consideraba unicamente o contorno económico dos Estados Unidos, no canto dos requisitos do sistema no seu conxunto. Do mesmo xeito, Alemaña aceptou a súa función de soporte do sistema monetario europeo, mais a toma de decisións no tocante á política monetaria, incluído o establecemento de tipos de xuro, nunca se levou a cabo tendo en conta os requisitos do sistema monetario no seu conxunto. Este enfoque político é inadecuado.

Por tanto, a única opción política a longo prazo rigorosa para a estabilidade monetaria rexional é a unión monetaria. Tan só nun sistema monetario xenuinamente multilateral poden todos os países participar plenamente no proceso de toma de decisións acerca dunha política monetaria que teña en conta as condicións económicas de toda a área. Nada que non sexa a unión monetaria pode axudar a evitar a ineficacia sistémica na xestión da política monetaria en calquera rexión na que os países teñan acadado o consenso de que a estabilidade tanto do valor interno como externo do diñeiro resulta crucial para a súa prosperidade común. Xa que logo, en Europa o paso de crear a UEM foi moito máis que o mero resultado dun

intento por parte do goberno francés de impedir o dominio político alemán, como argumentaron moitas persoas. Este paso estaba plenamente xustificado desde un punto de vista económico, dado que Alemaña, como soporte do SME, non podía crear por si propia as condicións para alcanzar un contorno non inflacionista verdadeiramente europeo.

Para as economías moi pequenas e extremadamente abertas, o enfoque do soporte pode funcionar durante bastante tempo mesmo se a política económica do país soporte descoida de forma benigna a existencia dos satélites no sistema, sempre que siga principios razoábeis. Para calquera grupo máis grande e para países de tamaño e fortaleza económica similares, o enfoque do soporte debe ser considerado simplemente como unha fase de transición no camiño cara á unión monetaria completa. A única forma de garantir unha conduta coherente na política económica para o grupo no seu conxunto lógrase a través dun banco central común. Con todo, a fase de transición pode durar moito tempo: Europa tardou 30 anos despois dos seus primeiros pasos cara á cooperación monetaria en alcanzar esta idea lóxica e consecuenta.

Desde unha perspectiva global, as medidas que seguiron cara á unión monetaria, apoiadas por unha forte vontade política, outorgaron a Europa un enorme grao de independencia respecto ao resto do mundo, os mercados financeiros internacionais

e as organizacións financeiras internacionais. Cun soporte forte e estábel abondo como para capear incluso as grandes tormentas internacionais, o grupo deu impedido fortes conmocións externas: ningún país individual tivo que chamar ao FMI para superar problemas de desaxustes de tipos de cambio ou falla de liquidez internacional.

2. O QUE PRECISA UNHA UNIÓN MONETARIA.

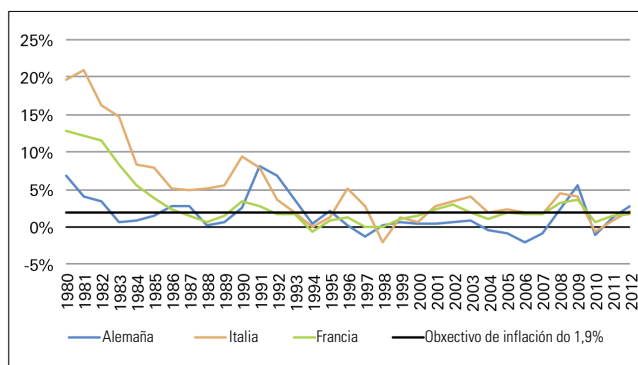
No Tratado de Maastricht establécense varios criterios para permitir aos países acceder á UEM en calidade de membros de pleno dereito. O Pacto de Estabilidade e Crecemento complementa o Tratado, e púe as condicións para se integrar no grupo. Este pacto tomou forma influído polas opinións acerca da inflación, e a estabilidade económica dun modo máis xeral, no momento no que se deseñou o Tratado. Para analizarmos de maneira crítica os acontecementos que conduciron á crise actual non axudaría, con todo, facer referencia a estas opinións e condicións, que se conformaron desde unha perspectiva política. Debemos fixarnos nos mecanismos económicos subxacentes desde un punto de vista non partidista. De feito, que ao principio do decenio de 1990 moitos responsábeis políticos considerasen que a harmonización e os déficits baixos no orzamento público eran cruciais para o éxito da UEM resulta irrelevante para os acontecementos que ameazan a día de hoxe a existencia da UEM.

Unha unión monetaria é, sobre todo e ante todo, unha unión de países dispostos a renunciaren á súa propia moeda nacional para que se cre unha moeda común. Renunciar a unha moeda nacional significa renunciar ao dereito das autoridades nacionais de imprimir e utilizar papel moeda (moeda fiduciaria) e delegar calquera decisión a este respecto nunha institución supranacional independente. Nos órganos decisorios da devandita institución ningún país individual ten unha influencia maioritaria. Os bancos centrais nacionais continúan existindo dentro da UEM, mais o poder de determinar a política monetaria e todas as decisións relacionadas recae exclusivamente no Banco Central Europeo (BCE) e o seu consello de dirección.

Entrar nunha unión monetaria tamén significa renunciar aos obxectivos nacionais de inflación e aceptar un obxectivo de inflación común para a unión no seu conxunto. Isto implica que todos os factores que inflúen na taxa de inflación están directamente afectados pola decisión de se incorporar a unha unión monetaria. Na teoría monetaria dominante (principalmente o monetarismo, a teoría que se basea na chamada teoría cuantitativa do diñeiro e que se orixinou a partir da obra de Milton Friedman e outros), a capacidade do banco central común para guiar os volumes monetarios considérase abondo para determinar a taxa de inflación. Aplicada a unha unión monetaria, esta teoría significa que o banco central común pode conter a inflación en toda a unión, e que non haberá ningún diferencial de inflación entre os países membros. Esta chegou a ser a base teórica da UEM, xa que o Deutsche Bundesbank, o soporte da UEM, establecera o monetarismo como a doutrina dominante nos anos previos ao comezo da UEM.

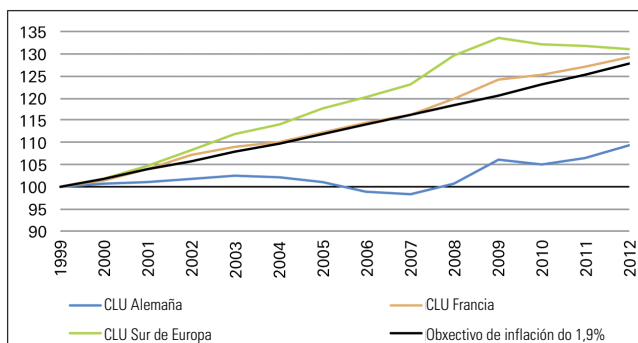
Cabe lembrar que mesmo nesta idea, os déficits orzamentarios públicos, que acabaron sendo o tema máis atendido no debate sobre a política económica, non inflúen no desempeño inflacionista da unión, posto que

Figura 3: axuste das taxas de crecemento dos CLU (1) ao longo de trinta anos



Nota: CLU definidos como renda bruta per cápita en ECU/euros dos traballadores por conta allea dividida polo PIB real polo número total de traballadores.
Fonte: base de datos de AMECO (acceso en novembro de 2012); cálculos propios.

Figura 4: CLU (1) en Alemaña, Francia e o sur de Europa (2) (1999 = 100)



Notas:

1 CLU definidos como renda bruta per cápita en ECU/euros dos traballadores por conta allea dividida polo PIB real polo número total de persoas empregadas.

2 España, Italia, Grecia e Portugal.

Fonte: base de datos de AMECO (acceso en novembro de 2012); cálculos propios.

non existe ningunha relación sistemática entre o tamaño destes déficits e a taxa de inflación. Segundo a teoría monetarista, independentemente do grande que sexa o déficit orzamentario, a política monetaria sempre pode acadar o seu obxectivo de inflación adheríndose estritamente ás regras "obxectivas" que rexen a expansión da oferta de diñeiro.

Con todo, a teoría monetarista baseouse nunha evidencia empírica

feble desde o seu principio. Desde o decenio de 1930, o dogma monetarista baseábase principalmente nunha especie de falacia *post-hoc ergo propter-hoc*. Os monetaristas teimaban en que sen máis diñeiro a aceleración inflacionista non sería posible. E aínda que é certo que sen a aceleración da oferta do diñeiro é imposible que haxa unha aceleración inflacionista, o que implica que o primeiro é unha condición necesaria para o segundo,

iso non implica que calquera aceleración monetaria vaia provocar unha aceleración inflacionista. Noutras palabras, aínda que o diñeiro é necesario para inflar unha economía, de ningún modo resulta suficiente expandir a oferta do diñeiro ou "imprimir máis diñeiro" para inflar unha economía.

A principios do decenio de 1990 debateuse moito acerca dos criterios que deberían cumprir os países para poder optar a se integrar na UEM e sobre como medir o desempeño dos candidatos, pero a cuestión fundamental, a capacidade do banco central común para controlar a inflación, non se viu sometida a ningunha análise crítica. Malia certa polémica sobre o grao necesario de independencia do banco central común, practicamente todo o mundo confiaba en que o seu control sobre a oferta monetaria abondaría para controlar a inflación e para reproducir o que se consideraba o espléndido desempeño do Bundesbank nos vinte anos anteriores.

Con todo, a medida que foi pasando o tempo, o debate académico, en moitos aspectos influído polos logros do sistema da Reserva Federal estadounidense, deu as costas ao monetarismo, e adoptou un novo enfoque sobre o papel dun banco central. Isto non se fixo sen a influencia do BCE, un sistema moito máis aberto e cultural que o Bundesbank. Ao non poder proporcionar probas convincentes da existencia dunha forte relación entre as medidas tradicionais de oferta monetaria —coñecidas como segundo pilar—, o BCE foise desviando gradualmente da doutrina herdada do Bundesbank, e virou cara a un modelo monetario no que o banco central actúa establecendo o tipo de xuro a curto prazo á vista dos acontecementos macroeconómicos. No devandito enfoque, o réxime operativo do banco central baséase en varias canles a través das cales os estímulos que fornece van penetrando no sistema de xeito que poida acabar acadando o seu obxectivo final.

En principio, o devandito enfoque está máis aberto ás probas, alén

da canle tradicional de oferta de diñeiro. No entanto, na práctica, estaba bloqueado por outras doutrinas que resultaban ser demasiado fortes como para seren superadas con rapidez. Tanto o BCE como a Comisión Europea estiveron dominadas polo pensamento neoliberal e neoclásico até o 2008. Ese é o motivo principal polo que o BCE, e as demais institucións fundadas para rexer e protexer a UEM, fallaron cando a crise financeira global fixo soar unha alerta para os investidores internacionais acerca da capacidade dos membros da UEM da periferia de devolveren a débeda que acumularan durante os dez primeiros anos da UEM.

3. OS CUSTOS LABORAIS UNITARIOS DETERMINAN A INFLACIÓN.

Na teoría imperante nos anos de preparación para a UEM e os dez primeiros anos da UEM, a teoría do mercado laboral neoclásica foi o segundo alicerce importante do marco doutrinal, que a Comisión Europea e o BCE consideraban constitutiva para o funcionamento do mercado común e da UE no seu conxunto. Na chamada Estratexia de Lisboa, así como en moitas outras decisións tomadas polo Consello Europeo, a evidente adhesión ao pensamento neoliberal (que se basea de maneira regular na teoría neoclásica) guiou a maior parte das decisións políticas. A "flexibilidade do mercado laboral" e a "mellora da competitividade" foron (e seguen a ser) os mantras das institucións europeas, en concreto da Comisión, no seu intento de crear un mercado común que sexa máis eficiente que o resto do mundo e de acelerar o crecemento interno e a creación de emprego.

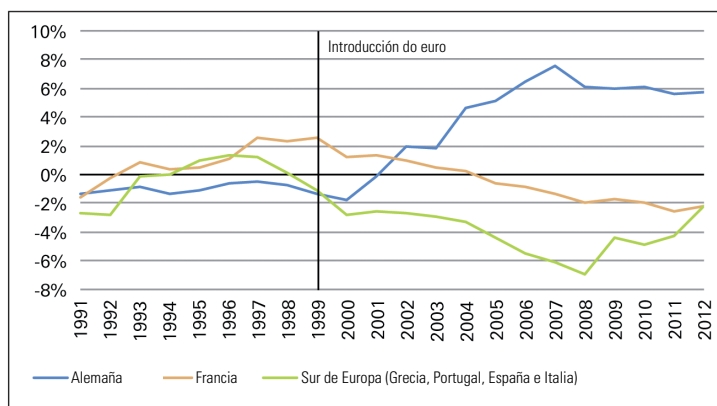
Porén, non existe ningunha evidencia empírica que xustifique a crenza na importancia do diñeiro e un banco central independente para a estabilidade dos prezos. Tampouco hai ningunha base que sustente a crenza de que un mercado laboral flexíbel proporcionaría automaticamente suficientes postos de traballo para todas as persoas dispostas

a traballar. Estas crenzas xorden da doutrina liberal que conquistou Bruxelas e Frankfurt do mesmo xeito que "a Santa Inquisición conquistou España", utilizando as palabras de J. M. Keynes. Se se tivese feito caso a unhas cantas probas palpábeis, sería doado impedir que a UEM e a UE se convertesen en vítimas dos mercados financeiros e entrasen na calella sen saída na que están atrapados actualmente. A proba máis importante é a correlación importante e estábel entre o crecemento dos custos laborais unitarios (CLU) e a taxa de inflación.

Os custos laborais unitarios resultan cruciais para os movementos globais de prezos nunha economía nacional. Os custos laborais constitúen claramente o compoñente máis importante do custo total da produción na economía no seu conxunto, porque nun proceso produtivo integrado verticalmente non só se producen os bens de consumo finais empregando man de obra, senón tamén os bens intermedios e os bens de capital. Os custos laborais unitarios poden ser considerados un instrumento perfecto para predicir e controlar a inflación (figura 1). Se o aumento do salario nominal pasa ou non alcanza o aumento da produtividade nacional e o obxectivo de inflación común, adoita producirse unha desviación sobre ese obxectivo establecido.

O enfoque doutrinario sobre o fundamento das políticas macroeconómicas na UEM debeuse a unha cegueira ideolóxica que provocou que demasiada xente ignorase a importancia dos salarios, e dos CLU respectivamente, como factor determinante da inflación na UEM no seu conxunto e nas entidades nacionais máis importantes, malia as innumerábeis probas que demostran a existencia desta relación. Unha vez que se recoñece a importancia fundamental dos salarios na inflación, a decisión de dar ao banco central un grao enorme de independencia e de limitar os déficits públicos e a débeda pública ten moi pouca influencia sobre a converxencia da inflación entre os estados mem-

Figura 5: o incremento dos desequilibrios comerciais marca o inicio da UEM – balances de conta corrente como porcentaxe do PIB



Nota: os valores negativos representan un déficit de conta corrente.
Fonte: base de datos de AMECO (acceso en novembro de 2012); cálculos propios.

bros, o principal requisito para que funcione unha unión monetaria.

Existe un enorme conxunto de probas e de estudos que demostrou no pasado que un sistema de tipos de cambios fixos unicamente pode funcionar correctamente se os custos laborais unitarios converxen e eliminan a necesidade de ter unha flexibilidade de dos tipos de cambio. Nun sistema de tipos de cambio fixos e de unión monetaria, as diferenzas entre o nivel de custos nacional (que significa esencialmente o nivel salarial) e o nivel de custos internacional non poden ser corrixidas mediante un cambio no valor da divisa nacional comparado co das divisas estranxeiras. Nunha unión monetaria, o axuste axeitado dos salarios e os prezos en cada país membro resulta máis importante aínda, ao non haber ningunha saída fácil nin acción de emerxencia, como hai nun sistema de tipos fixos mais axustábeis, como o sistema de Bretton Woods e o SME. Nestes sistemas, as divisas nacionais desvalorizáronse unha e outra vez sen que se producisen grandes trastornos nas economías nacionais e o comercio internacional.

O BCE definiu o obxectivo de inflación común para a UEM nun tipo próximo ao 2%. Por tanto, a regra do crecemento salarial en cada economía semella bastante sinxela: os salarios nominais non deben aumentar máis que a taxa de incremento da produtividade nacional en cada estado membro máis este obxectivo de inflación común. A medio e longo prazo, esta

regra implica que os CLU e os tipos de inflación nacionais converxen cara ao obxectivo de inflación, e non se poden producir grandes discrepancias entre os países membros respecto dos incrementos nos CLU. Isto tamén excluíría diverxencias significativas en termos de competitividade nacional. Os salarios reais, segundo esta regra, expandiríanse ao longo da liña da produtividade nacional, impedindo ás economías membros o uso do instrumento neoclásico máis importante para combater o paro, é dicir, reducir os salarios reais ou obrigar os salarios reais a iren por detrás do avance na produtividade.

4. O CRECIMENTO SALARIAL DETERMINA O RUMBO DO CRECIMENTO DA DEMANDA NACIONAL. Un rumbo salarial segundo se describiu anteriormente como requisito para estabilizar os niveis de prezos e acadar a converxencia das taxas de inflación tamén ten o mérito de estabilizar a demanda nacional en todos os estados membros da UEM. Como o crecemento salarial real é o determinante máis importante do crecemento do consumo nacional, os axustes sistemáticos dos salarios nominais a un tipo equivalente ao crecemento da produtividade nacional e o obxectivo de inflación son cruciais para que a demanda nacional se expanda o suficiente en cada país e na unión no seu conxunto, e para compensar o efecto negativo dos avances tecnolóxicos no número de postos de traballo. Por

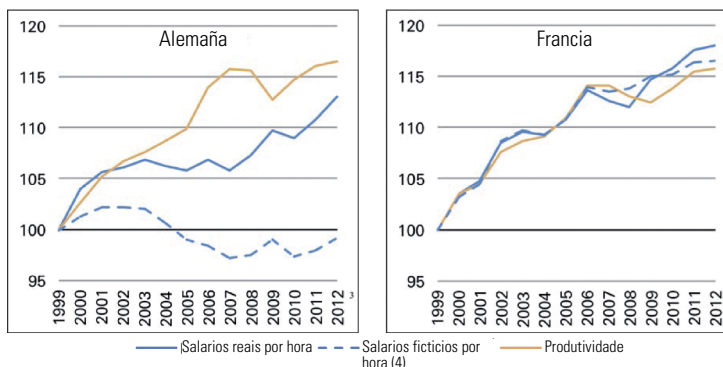
Nin o actual déficit
orxamentario nin o
tamaño da débeda
pública teñen impacto
sobre o desempeño
inflacionista dunha
economía

tanto, nun marco teórico baseado na teoría monetaria (keynesiana) moderna a unión monetaria pode funcionar perfectamente ben, pero non o fará nun marco teórico baseado á vez no monetarismo e na teoría neoclásica sobre o emprego.

Para suavizar o impacto dos movementos de produtividade cíclicos inesperados e imprevisíbeis é preferíbel axustar os salarios nominais (durante un ano ou dous) á tendencia do crecemento da produtividade. Ter en conta o obxectivo da inflación (no canto da taxa de inflación real) tamén contribúe a estabilizar o crecemento salarial e da demanda, xa que axuda a impedir que as crises de prezos de carácter excepcional e a curto prazo (como os incrementos repentinos no prezo do petróleo ou outros produtos básicos esenciais) teñan un impacto inflacionista duradeiro. Se esas crises se reflectisen no axuste salarial, como o caso dos mecanismos de indexación retrospectivos (como a *scala mobile* aplicada en Italia nos anos 1970), o incremento salarial nominal causaría un incremento tanto dos CLU como da taxa de inflación, e acabaría impoñendo un axuste monetario, noutras palabras, tipos de xuro máis altos, o que desalentaría o investimento real.

Con axustes salariais sistemáticos que sigan a regra descrita, tanto as economías nacionais dentro da UEM como a economía da unión no seu conxunto poden avanzar por unha senda estábel, impulsadas por un crecemento bastante estábel do consu-

Figura 6: salarios reais por hora (1) e produtividade (2) (1999 = 100)



Notas:

1 Definidos como a compensación real total dos traballadores por conta allea dividida polas horas traballadas dos traballadores por conta allea multiplicada polo número de traballadores por conta allea.

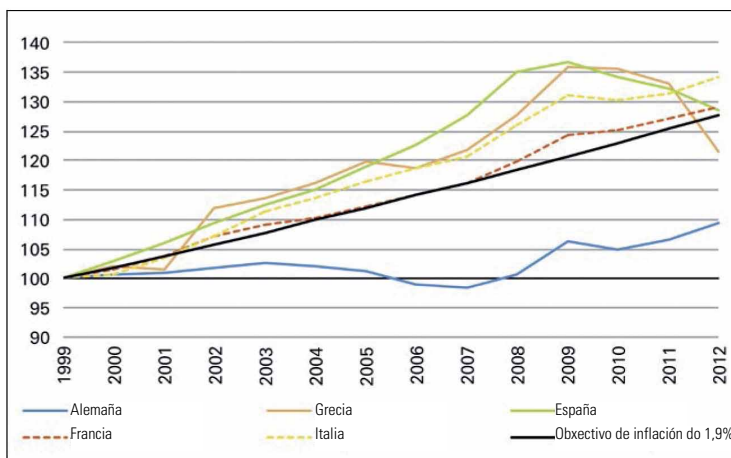
2 Definida como o PIB real dividido polas horas traballadas do número total de xente empregada multiplicado polo número de persoas empregadas.

3 Os valores de 2012 son para as horas traballadas do número total de traballadores e traballadores por conta allea proxectados, e baséanse en datos de Destatis e AMECO.

4 A compensación nominal total dos traballadores por conta allea está axustada aos prezos por unha taxa de inflación constante do 1,9% e dividida polas horas traballadas polos traballadores por conta allea multiplicada polo número de traballadores por conta allea.

Fonte: base de datos de AMECO (acceso en novembro de 2012); base de datos da OCDE (acceso en abril de 2013); cálculos propios.

Figura 7: CLU (1) entre 1999 e 2012 de países seleccionados da UEM (1999 = 100)



1 CLU definidos como renda bruta per cápita en ECU/euros dos traballadores por conta allea dividida polo PIB real polo número total de persoas empregadas.

2 España, Italia, Grecia e Portugal.

Fonte: base de datos de AMECO (acceso en novembro de 2012); cálculos propios.

mo privado baseado en expectativas de ingresos positivas e estábeis dos fogares (polo menos mentres se poida esperar que o incremento da produtividade manténa unha traxectoria ascendente). Baixo estas circunstancias, o comercio exterior tamén estará equilibrado, xa que o feito de os CLU se moveren en tándem co obxectivo de inflación en todos os países, foren cales foren as súas sendas de produtividade nacional, tamén implicará es-

tabilidade dos tipos de cambio reais e da competitividade.

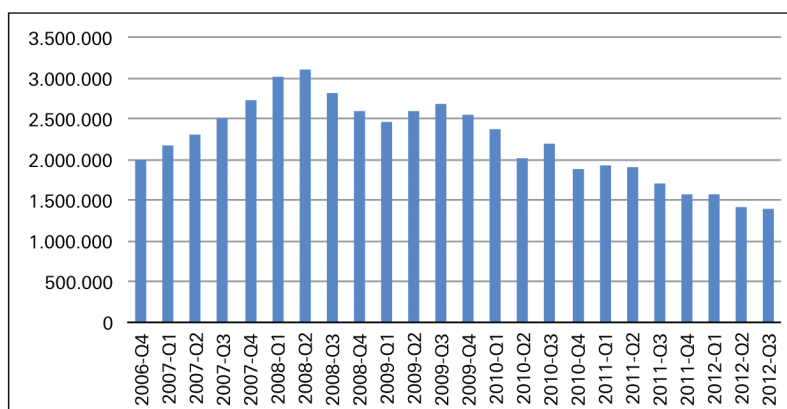
Máis unha vez, é importante observar que a estabilidade do crecemento salarial real en liña co crecemento da produtividade presenta un marcado contraste coa proposta de salarios superflexíbeis e doadamente axustábeis que contempla a doutrina neoclásica. Segundo esta doutrina, non se poderá evitar un paro alto e en aumento (conmocións idiosincrá-

ticas) se os salarios non son flexíbeis abondo como para ir por detrás da produtividade durante un período prolongado de tempo. En contraposición, existen probas concluíntes de que o crecemento estábel nos ingresos nacionais (garantido polo axuste do crecemento salarial real ao crecemento da produtividade), combinado coa ausencia de conmocións externas por unha redución da competitividade, significa que non hai ningunha necesidade en absoluto de recortar os salarios reais.

5. PRESENTAN ALGÚN PROBLEMA OS NIVEIS SALARIAIS?. Moitas persoas argumentan que países con niveis moi distintos de riqueza non deberían formar unha unión monetaria. Moitos observadores consideran os países máis pobres incapaces de competir con nacións máis ricas, polo que deberían absterse de entrar nunha carreira de competitividade con estas. Á marxe do feito de que a día de hoxe adoita darse a volta moi a miúdo a ese argumento (as nacións máis ricas vense ameazadas por nacións máis pobres e máis competitivas, nas que os custos salariais son moito máis baixos), o argumento non resulta convincente. En todos os países, todos os grupos de actores deben respectar a restrición orzamentaria nas súas demandas contra a renda global que se produce en cada país. Ningún país pode consumir máis do que produce a longo prazo. Ese é o motivo polo cal, nunha economía de funcionamento normal, as demandas de distintos grupos, incluídos os traballadores, se equilibran contra as demandas doutros grupos nun nivel determinado de ingresos totais.

Nunha economía na que este exercicio equilibrador xa non funciona, os conflitos sobre a distribución de ingresos rematarían en ataques e espirais inflacionistas. Se isto se evita, os niveis de salarios e beneficios reflicten exactamente o nivel de riqueza ou benestar desa economía, e o nivel salarial reflicte a produtividade nacional: os baixos salarios nos países máis

Figura 8: préstamos bancarios de países centrais á periferia – reclamacións brutas centro (1) – periferia (2) (\$ m)



Notas: Alemaña, Países Baixos e Francia. España, Portugal, Grecia e Irlanda.
Fonte: BIS; cálculos propios.

pobres reflicten unha baixa produtividade, e viceversa nos países ricos. O nivel de custos laborais unitarios sería o mesmo nun país pobre que nun país rico, sempre que en ambos os dous países poida evitarse un gran conflito acerca da distribución de ingresos e a inflación. Por tanto, non existe ningún risco de que se produzan grandes desequilibrios comerciais como consecuencia de distintos niveis de riqueza, sempre que se cumpran requisitos mínimos acerca da estrutura do comercio e a estrutura de produtos dispoñíbeis para ambos países, o que implica unha estrutura superposta dos bens producidos nos dous. Isto é o que ocorre claramente no comercio entre os países europeos, que tiñan unhas relacións comerciais abertas desde moito tempo antes de accederen á unión monetaria. En conxunto, non hai ningún motivo polo que non sexa posíbel —tanto para os países pobres como para os ricos— xestionar o crecemento dos CLU na economía no seu conxunto de forma tal que estea en liña co obxectivo de inflación correspondente. Aínda que os datos necesarios para esa comparación non están dispoñíbeis en moitos países, o caso de Francia e Alemaña revela esta lóxica subxacente (figura 2). Ambos os dous países accederon á UEM cuns niveis de salarios e produtividade máis ou menos similares (para facer que a produtividade en termos absolutos sexa aquí comparábel aos salarios nominais absolutos, calcúlase como unha produtividade baseada no PIB nominal). Ademais, o movemento de salarios en relación á produtividade non constituía un problema en ningún dos dous países. Con todo, como tanto os salarios nominais como a produtividade nominal se expandiron con máis rapidez en Francia que en Alemaña, xurdiu unha fenda de competitividade.

É indubidábel que a lóxica dunha unión monetaria require que os países membros respecten estritamente o obxectivo común de inflación en termos nominais, para preservar o equilibrio externo en todo momento.

En termos reais, isto implica que cada país debe axustar a súa propia senda de produtividade e o seu potencial económico; isto exclúe tanto un país que “viva por riba das súas posibilidades” como outro que “viva por baixo das súas posibilidades”.

CAPÍTULO II: QUE FALLOU NA UEM?

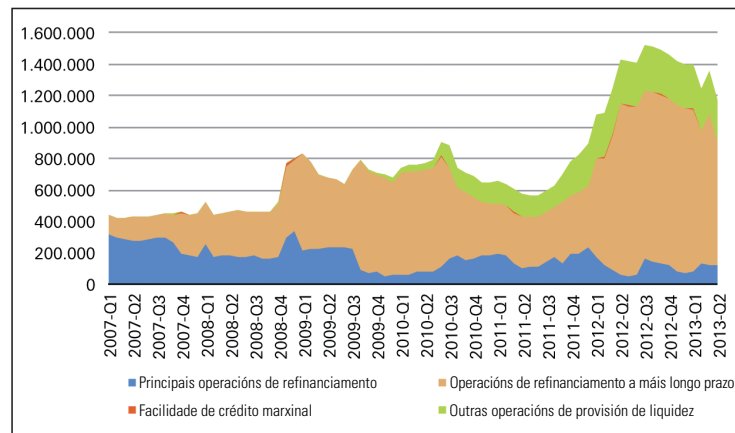
1. A INFLACIÓN COMO FENÓMENO MONETARIO E A OBSESIÓN COS OBXECTIVOS FISCAIS. No canto de debater polo miúdo acerca das implicacións da unión monetaria e de crear as institucións necesarias para xestionar correctamente esa unión, o proceso político anterior a 1997, o ano no que debían cumprirse os criterios, centrouse na política fiscal. Fixose fincapé na limitación dos déficits do sector público ao 3% do PIB, mentres que a necesidade de evitar diferenzas inflacionistas e a capacidade dos estados membros de cumprir co obxectivo de inflación común a longo prazo consideráronse moito menos importantes para o funcionamento sen obstáculos da UEM. De xeito evidente, a obsesión cos obxectivos fiscais foi consecuencia directa da gran loita entre os gobernos e os mercados que dominara gran parte do debate ideolóxico nos 30 anos posteriores ao final do réxime de Bretton Woods.

Con todo, non existe ningunha relación directa entre os obxectivos fiscais e o obxectivo da inflación, e os vínculos indirectos que se pode-

rían imaxinar son moi febles. Nin o actual déficit orzamentario nin o tamaño da débeda pública teñen impacto sobre o desempeño inflacionista dunha economía. No caso de que poida pensarse nalgún vínculo, é —de acordo cun vello prexuízo— a maneira en que un goberno altamente endebedado pode utilizar a inflación como instrumento para reducir o valor real da súa débeda. Un exemplo é Xapón no últimos vinte anos. Cunha débeda pública equivalente a máis do 200% do PIB, Xapón ten o maior nivel de débeda pública de todos os países industrializados. Aínda así, o país non deu saída da súa trampa deflacionista. Os responsábeis políticos xaponeses soñan con acadar un nivel de inflación sustentable; o seu pesadelo é a deflación.

No acalorado debate mantido en Alemaña acerca dos perigos da aceleración inflacionista no período previo á UEM, nin sequera se mencionaron os salarios ou os custos laborais unitarios. Os custos laborais considerábanse un reflexo do prezo do mercado pola man de obra. A “doutrina da flexibilidade” era a opinión amplamente aceptada (OCDE, 1994) na política e tamén na economía. Por conseguinte, desde o inicio da unión monetaria en 1999, Alemaña, o maior país e o baluarte europeo da estabilidade externa durante varios decenios, decidiu ensaiar unha nova forma de combater o seu alto nivel de desemprego. O goberno empezou a aplicar presión política sobre os sindicatos nun intento

Figura 9: provisión de liquidez do BCE (1) por instrumento (€ m)



Nota: refírese só á provisión de liquidez por parte do BCE (sen absorción).
Fonte: BCE; cálculos propios.

de restrinxir o incremento dos salarios nominais e reais.

Certamente, o decidido intento de Alemaña de afrontar a súa taxa de desemprego persistentemente alta non procuraba acadar o obxectivo da UEM, senón que se baseaba na convicción neoclásica de que uns salarios máis baixos se traducirían nun modo de produción máis intensivo de man de obra. Despois de que os plans de redución da xornada laboral non ofrecesen os resultados agardados, os dirixentes sindicais accederon, nun acordo tripartito alcanzado en 1999, a abandonar a fórmula que se utilizara até entón para determinar o incremento salarial. Esta fórmula garantiría unha participación equitativa dos traballadores no crecemento da produtividade; pero agora, os sindicatos aceptaron en troques “reservar o crecemento da produtividade para o emprego” (Flassbeck, 1997; Flassbeck e Spiecker, 2005).

Implicitamente, este acordo tamén supuxo unha ruptura fundamental coa tradición alemá de buscar unha taxa de inflación baixa e estábel. Historicamente, Alemaña caracterizouse por incrementos salariais moderados. Mais estes incrementos normalmente aseguraban que os salarios reais (salarios nominais axustados á inflación) aumentasen en liña coa produtividade (o PIB dividido polo número de horas traballadas). Noutras palabras, os custos laborais unitarios (salarios nominais divididos polo PIB), como regra, aumentaban en liña cun obxectivo da inflación de aproximadamente o 2%. Con todo, como o monetarismo se convertera na doutrina amplamente aceptada que explicaba a inflación, o aspecto deflacionista do novo esquema non chegou a cuestionarse.

2. XORDE UNHA ENORME FENDA DE COMPETITIVIDADE. O novo enfoque do mercado laboral alemán coincidiu co inicio da unión monetaria e contribuíu ao xurdimento dunha enorme diverxencia nos movementos de custos laborais unitarios entre os membros da nova unión monetaria.

Desde o inicio da UEM, os custos laborais unitarios alemáns, o factor determinante máis importante de prezos e competitividade, mantivéronse planos (figura 4).

En contraposición, na maior parte dos países do sur de Europa o crecemento salarial nominal excedeu o crecemento da produtividade nacional e o obxectivo de inflación acordado comunmente do 2% por unha marxe pequena, aínda que bastante estábel. Francia foi o único país que se cinguiu exactamente á senda acordada de crecemento salarial nominal: estivo en liña co desempeño da produtividade nacional e o obxectivo da inflación do 2% do BCE.

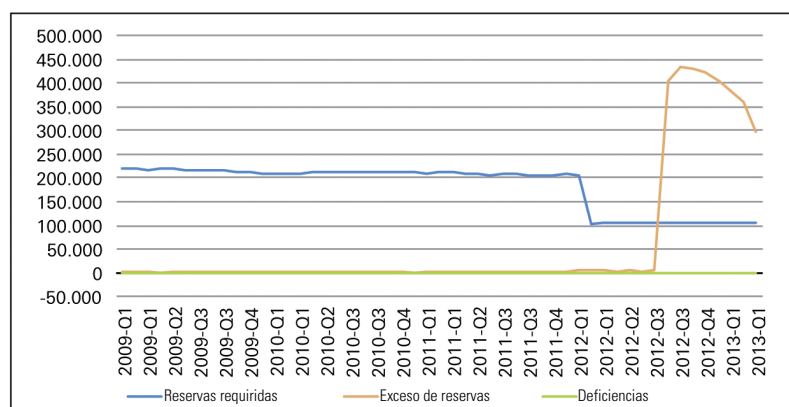
Aínda que a diverxencia anual do crecemento dos CLU era relativamente pequena, a dinámica dunha diverxencia anual tan “pequena” provocou fendas enormes ao longo do tempo. Ao final do primeiro decenio da UEM, a fenda de custos e prezos entre Alemaña e o sur de Europa representou ao redor dun 25%, e un 15% entre Alemaña e Francia. Noutras palabras, aínda que as divisas nacionais xa non existían, o tipo de cambio real de Alemaña se depreciara de maneira bastante significativa. O crecemento diverxente dos custos laborais unitarios reflectíase en diverxencias de prezos similares. Aínda que a unión no seu conxunto alcanzou o seu obxectivo de inflación do 2% de maneira case perfecta, as diferenzas nacionais foron notábeis. Máis unha vez, Francia foi con moito quen tivo un mellor desem-

peño, ao aliñar a súa taxa de inflación perfectamente co obxectivo europeo. Alemaña ficou por baixo, e os países do sur de Europa pasaron o obxectivo por unha marxe grande abondo como para se traducir nunha fenda enorme de competitividade.

Como consecuencia das fendas acumuladas, Alemaña adquiriu unha vantaxe absoluta no comercio internacional, mentres que os demais países experimentaron unha desvantaxe absoluta. Para ilustrar este efecto: un produto comparábel, que en 1999 se vendeu ao mesmo prezo en todos os países membros da UEM, en 2010 podía venderse en Alemaña a un prezo que era un 25% inferior, como media, ao doutros países da UEM, sen ningún cambio na marxe de beneficios dos produtores alemáns.

Á vista desta escala, a conclusión acerca dos responsábeis e a mala conduta resulta clara: considerando a relación forte e estábel dos custos laborais unitarios, un obxectivo de inflación do 2% unicamente é compatible cun incremento do 2% nos custos laborais unitarios; por tanto, un incremento do 2,7%, como no caso de Grecia, implica que esta economía estivo “vivindo por riba das súas posibilidades”. Con todo, Grecia infrinxiu a regra nun grao cuantitativamente moi inferior ao de Alemaña, que, cun índice do crecemento dos CLU de só o 0,4%, estivo vivindo “por baixo das súas posibilidades”. Paradoxalmente, Alemaña aceptara explicitamente o obxectivo próximo ao 2% porque

Figura 10: mantemento de reservas dos bancos da UEM (€ m)



Fonte: BCE; cálculos propios.

este fora o seu propio obxectivo de inflación antes da UEM. En función deste obxectivo e da importancia primordial dos custos laborais unitarios para a inflación, Alemaña encamiñouse cara a unha clara infracción do obxectivo común unha vez que o seu goberno empezou a aplicar unha enorme presión sobre as negociacións salariais para mellorar a competitividade internacional do país, dentro e fóra da UEM.

A acumulación da enorme fenda en custos laborais unitarios e prezos tivo un impacto formidábel sobre os fluxos comerciais. Ao reducirse os custos laborais unitarios alemáns nunha marxe cada vez maior respecto á dos demais países, as súas exportacións prosperaron, e as súas importacións reducíronse. Os países do sur de Europa e Francia rexistraron un aumento dos déficits comerciais e de conta corrente (figura 5).

Aínda que o comercio estivera bastante equilibrado ao principio da unión monetaria e durante os moitos anos anteriores a ela, o inicio da UEM marcou o comezo dun período de desequilibrios crecentes. Mesmo despois da conmoción da crise financeira e os seus efectos devastadores no comercio mundial, que son claramente visíbeis no balance alemán, a tendencia non cambiou. O superávit de conta corrente de Alemaña seguiu aumentando de novo despois de 2010, e alcanzou un novo cume en 2012.

Por outra banda, a profunda recesión e a austeridade fiscal nos países

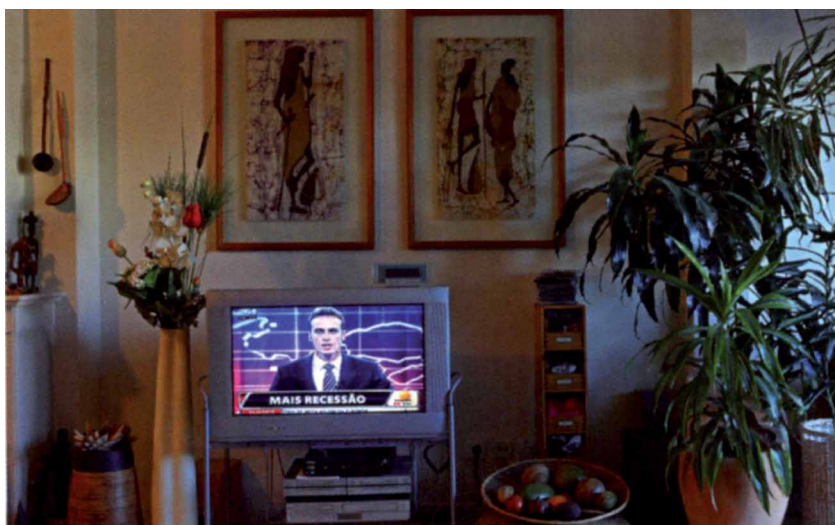
con déficit tenden a reducir os déficits visíbeis. Porén, sen unha mellora fundamental na súa competitividade é moi pouco probábel que se produza unha rápida recuperación, e unha eventual recuperación da demanda nacional volvería facer que os déficits de conta corrente saltasen axiña a un primeiro plano.

As vantaxes absolutas e acumuladas dun país ou dun grupo de países similares son de xeito evidente insustentábeis. A enorme fenda na competitividade e o déficit de conta corrente resultante deben ser eliminados nalgún momento, porque se non é así o país ou a rexión afrontarán unha situación na que non poderán convencer de maneira críbel os seus prestamistas de que serán capaces de devolver a súa débeda nalgún momento. Como a devolución definitiva de calquera débeda internacional debe ser un pagamento en especie, require un superávit de conta corrente no país debedor e un déficit por parte do acredor (Keynes, 1929). Un país endebedado unicamente poderá pagar e devolver a súa débeda se o país con superávit permite ao país con déficit converterse nun país con superávit antes ou despois a través de cambios na competitividade mediante axustes de prezos resultantes de axustes salariais ou cambios no tipo de xuro.

A diferenza das empresas, os países non entran en bancarrota nin desaparecen. Deben atopar maneiras

de afrontar unha situación na que practicamente todas as súas empresas presentan desvantaxes absolutas en comparación cos seus competidores do estranxeiro. A forma máis sinxela de afrontar uns custos laborais unitarios excesivamente altos (en divisa internacional) consiste en reducir os salarios. Se é posíbel reducir os salarios nominais exclusivamente naquelas partes da economía que se atopan expostas á competencia internacional, poderán evitarse moitos efectos secundarios negativos. A desvalorización monetaria fai exactamente iso: reduce os salarios nominais expresados en divisa internacional, mais non de maneira xeneralizada en todos os sectores da economía. Desta forma, os salarios reais baixan, mais as importacións se volven máis caras, e tenden a ser substituídas por produtos de fabricación nacional, mentres que as exportacións pasan a ser máis baratas para os clientes internacionais e tenden a crecer.

3. COMPETENCIA ENTRE NA- CIÓNS?. Un dos debates máis interesantes das últimas décadas foi o debate acerca da competencia entre nacións ou a batalla de nacións no ámbito do comercio. A era da globalización, máis que ningunha outra antes, foi interpretada como unha obriga ás nacións para competiren de forma similar ás empresas. A riqueza das nacións considerábase dependente da súa capacidade de se adaptar de forma eficaz aos retos que crean os mercados abertos de bens e capital. Esperábase que as nacións con altos estándares na súa dotación de capital se visen sometidas a presión competitiva por parte de socios comerciais con salarios e estándares laborais baixos. En concreto, supúñase que o xurdimento dunha enorme reserva de man de obra ociosa en grandes economías en desenvolvemento, como China e a India, cambiaría de maneira fundamental a relación global capital/man de obra no seu conxunto a prol do capital, e conduciría a un novo equilibrio salarial global.



3º premio fotoxornalismo 2013 Estação Imagen Mora (Noticias) a António Pedro Santos pola serie "A crise é o maior 'reality show' do mundo"

A realidade semella confirmar esta expectativa: os salarios en moitos países de nivel salarial alto do norte víronse sometidos a presións, e a man de obra xa non é capaz de apropiarse da mesma porcentaxe de crecemento da produtividade do capital, malia telo feito antes durante moitas décadas. A participación dos salarios caeu, e a confianza na capacidade das economías de mercado para garantir a plena participación de toda a xente no progreso da sociedade empezou a debilitarse. Porén, o feito de que as participacións salariais estean en declive non implica necesariamente que as forzas impulsoras desta tendencia sexan aquelas ás que fai referencia o modelo neoclásico do mercado laboral, a base da idea de que a presión por parte dos mercados emerxentes conduce inevitavelmente a salarios máis baixos en moitas economías industrializadas.

Unha análise máis detallada revela os límites e as debilidades deste modelo. Asume que a competencia entre economías enteiras funciona do mesmo xeito que a competencia entre empresas. Pero esta analogía está fóra de lugar: o modelo que describe a competencia entre as empresas non é aplicábel aos países, e sobre todo non aos países con divisas independentes. Na configuración dinámica dunha economía de mercado, as empresas compiten a través da diferenciación da produtividade. As condicións canto á demanda, sobre todo os prezos de bens intermedios, man de obra e capi-

tal, adoitan ser similares e compartidas por todas as empresas dentro dun país. Por conseguinte, o éxito ou o fracaso dunha empresa individual veñen determinados polo valor específico que se engade no plano da empresa aos bens e servizos que se comercian en xeral. Como as empresas deben aceptar os prezos fixados, teñen que respectar os prezos existentes da man de obra para distintas cualificacións, do mesmo xeito que deben respectar o prezo do capital. As empresas capaces de xerar unha maior produtividade a través da innovación e os novos produtos operan con custos laborais unitarios inferiores aos dos seus competidores: isto permítelles ofrecer os seus bens a prezos máis baixos ou obter beneficios máis altos a uns prezos determinados. O primeiro implica obter cotas de mercado, e o segundo pode significar vantaxes estratéxicas a longo prazo a través de maiores taxas de investimento. Sempre que os prezos de man de obra e produtos intermediarios veñan determinados, os competidores adaptanse aplicando unha tecnoloxía idéntica ou similar ou abandonando o mercado porque a súa produción xa non é economicamente viábel.

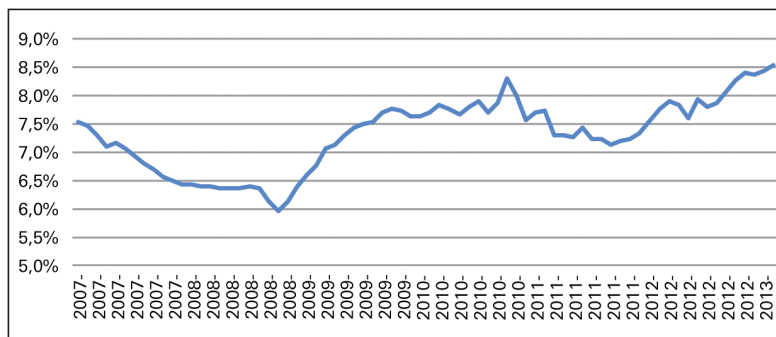
Este mecanismo non se aplica no plano dos países, porque os niveis salariais adoitan establecerse no ámbito nacional. Quer a través da mobilidade laboral dentro do país, quer mediante negociacións salariais nun contexto nacional, os países, a diferenza das empresas, establecen

os salarios, no canto de os aceptar. Se os salarios se negocian de maneira central no ámbito nacional ou se a man de obra é xeograficamente móbil, debe ser aplicada a chamada lei de prezo único, do mesmo pagamento por idéntico traballo, o que significa que todas as compañías, sexa cal for a súa rendibilidade pola súa eficacia, deben pagar os mesmos salarios. Por conseguinte, un crecemento máis forte da produtividade no nivel dunha economía nacional enteira non incrementa a competitividade de todas as empresas en comparación co resto do mundo. O avance da produtividade ao longo de toda a economía adoita reflectirse nuns salarios nominais maiores (e salarios reais) e nun crecemento inalterado dos custos laborais unitarios.

Pero mesmo aínda que este mecanismo, polo motivo que for, non funcionase en absoluto, un país cunha produtividade bastante alta e uns salarios extremadamente baixos e uns custos laborais unitarios moi baixos non aumentaría automaticamente a súa competitividade internacional, e por tanto tampouco a competitividade de todas as súas empresas. Expresados en divisa internacional, os prezos do país que empregue de maneira sistemática políticas de *dumping* salarial para mellorar a súa competitividade internacional non serían necesariamente inferiores aos do resto do mundo. Nun mundo de divisas nacionais e política monetaria nacional, un país que ofrezca os seus bens a prezos moi inferiores adquiriría cotas de mercado e acumularía enormes superávits comerciais e de conta corrente. Mais, ao mesmo tempo, a presión política para axustar os salarios e os prezos nunha divisa internacional aumentaría, e antes ou despois o país veríase obrigado a axustar os seus salarios, medidos en divisa internacional, mediante unha revalorización da súa moeda.

As nacións poden abrir as súas fronteiras aos fluxos comerciais e de capital se as súas empresas teñen bastantes posibilidades na división global do traballo e non se atopan en perigo

Figura 11: títulos do Estado en poder dos bancos en comparación cos activos totais



Fonte: BCE; cálculos propios.

de perder permanentemente fronte ao resto do mundo. Esta é a proposta simple que subxace en todos os convenios comerciais internacionais, na OMC e outros organismos. Se, no nivel da economía nacional, a remuneración nominal do factor inmóbil, a man de obra, excede a efectividade do seu uso (produtividade da man de obra) sistematicamente nunha marxe superior á dos países competidores, un país estará en problemas, porque o estarán a maior parte das súas empresas. Terán que pedir prezos máis altos, e aceptar a perda permanente de cotas de mercado, ou aceptar beneficios inferiores para evitar perder cotas de mercado.

Unha situación como esta, que é o resultado dunha apreciación e sobrevaloración do tipo de cambio real, resulta insustentábel, e cando a sobrevaloración acumulada acadase aproximadamente o 20% será inevitábel que se produza unha crise. Un déficit no balance de conta corrente é o indicador máis visíbel desta constelación patolóxica, aínda que non constitúe o seu núcleo. En Europa, Italia e o Reino Unido atopáronse con este problema como membros do SME en 1992: Italia optou por se manter dentro do sistema, e o Reino Unido saíu, aínda que ambos desvalorizaron as súas moedas. En sistemas de tipos de cambio estábeis, a forma de saír dunha crise de balanza de pagos é bastante simple: a moeda do país con problemas debe desvalorizarse, co que se restabelecerá un nivel competitivo de salarios nominais e custos laborais unitarios nominais medidos en divisa internacional. Así, a desvalorización conduce a unha caída relativa dos salarios reais, aínda que isto non supón un aspecto importante da análise.

4. NON TIVO ÉXITO ALEMAÑA?

A pesar das probas presentadas até aquí, moitos observadores do escenario europeo tenden a concluír que o único país dentro da UEM que o fixo todo ben é Alemaña. É politicamente forte, o seu desempeño económico é impresionante e, como principal

país acreedor, dita os termos segundo os cales os países debedores reciben asistencia financeira. Desde o punto de vista adoptado neste estudo, no entanto, a opinión acerca dos responsables e dos infractores do Tratado de Maastricht é diferente. Xa amosamos que a moderación salarial alemá infrinxiu o obxectivo de inflación comunmente acordado. Esta conclusión resulta inevitábel en canto se recoñece o feito innegábel de que os custos laborais unitarios, no canto de seren agregados monetarios, son o principal factor determinante da inflación dentro dos países e para a unión monetaria no seu conxunto.

Mais, alén disto, ao elaborarmos un ditame acerca de se o enfoque alemán tivo realmente éxito tamén cómpre considerar que Alemaña foi capaz de se aproveitar dunha situación historicamente única e da inxenuidade dos seus países socios durante os dez primeiros anos da UEM. Como foi posible que a moderación salarial, cuns salarios reais que ficaron moi por detrás da produtividade, se convertese nun instrumento tan poderoso? É a proba definitiva da validez da teoría do mercado laboral neoclásica?

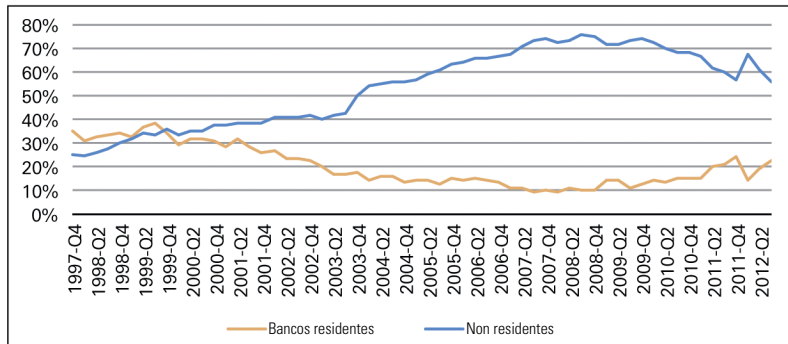
Para responder a estas preguntas, cómpre diferenciar entre o efecto da moderación salarial sobre o desempeño das exportacións, por unha banda, e o seu efecto sobre a economía nacional, pola outra. Esta diferenciación é necesaria, porque non pode existir ningunha dúbida de que un país grande cunhas relacións comerciais inten-

sas cos seus veciños pode saír gañando moitísimo se "arruína" eses veciños durante moito tempo privándoos de cotas de mercado significativas no comercio rexional e global. De feito, a cota de exportacións de Alemaña en PIB, que fora bastante estábel, un 30% do PIB durante varias décadas antes da creación da UEM, explotou nun período de tempo bastante curto, entre 1999 e 2012, e culminou en máis dun 50%.

É unha parte fundamental da teoría keynesiana (á que se fai referencia especialmente no famoso capítulo 19 de Keynes, 1936) que arruinar os veciños pode ser unha estratexia ben sucedida sempre que os socios comerciais acepten este imperialismo económico e non adopten represalias. A UEM, como parte implícita do acordo de libre comercio na UE, foi incapaz de afrontar este problema por dúas razóns. En primeiro lugar, porque as súas implicacións macroeconómicas foron ignoradas polos motivos doutrinais mencionados anteriormente, e en segundo lugar porque os outros países da unión non podían tomar represalias contra o agresivo enfoque alemán mediante políticas comerciais, por culpa dos estritos acordos comerciais de libre mercado común. Tan só a través destas circunstancias únicas puido ter a estratexia alemá —temporalmente— un éxito inmenso na fronte externa.

Na fronte nacional, con todo, foi un completo fracaso. A estratexia de moderación salarial estaba pensada

Figura 12: débeda pública en poder dos bancos nacionais e non residentes como porcentaxe dos activos totais das institucións financeiras monetarias – Grecia



Fonte: base de datos Brueghel de posesión de débeda pública desenvolvida por Merler e Pisani-Ferry (2012).

para estimular a creación dun gran número de novos postos de traballo a través dun cambio no factor prezo relativo e a reestruturación do aparello produtivo cara a un método de produción máis intensivo en man de obra. Esta estratexia, baseada na teoría neoclásica do mercado laboral, nunca funcionou porque esta teoría ten un talón de Aquiles: exclúe a dimensión temporal e o feito de que un recorte salarial, ou unha redución no crecemento salarial, vén seguido en realidade por unha secuencia de efectos e non por un regreso ao equilibrio como no modelo neoclásico (UNCTAD TDR, 2012; e Flassbeck et al. 2013).

Os defectos do nexo neoclásico fanse aparentes ao considerarmos o tempo real e a secuencia de eventos no proceso. Recortar os salarios reduce de inmediato a demanda entre os fogares dos traballadores. Esta redución pode producirse mesmo antes da data exacta do recorte salarial, se este pode ser anticipado. Cunha caída sincronizada en salarios e demanda entre os asalariados, as empresas non están dispostas a investir. Porén, serían precisos novos investimentos para reestruturar o aparello de produción en vista dos novos prezos relativos da man de obra e o capital. Cunha caída na demanda e unha caída no aproveitamento da capacidade do capital existente, o investimento en accións en capital fixo tamén caerá, e debilitará aínda máis a demanda nacional.

O nexo neoclásico salarios-emprego, segundo o cal unha redución

salarial provocará un cambio no proceso de produción, asume que a demanda global non cambia despois da redución salarial. Noutras palabras, a teoría neoclásica asume o que non pode asumirse no mundo real: a independencia da oferta e a demanda no mercado laboral (Schumpeter, 1954, p. 991). Nunha economía pechada ou nunha economía cun pequeno sector externo, unha caída na suma salarial global, e xa que logo unha redución na demanda global entre os fogares dos traballadores, unicamente podería ser evitada se o emprego aumentase exactamente na mesma porcentaxe que caesen os salarios. Ademais, isto debería lograrse instantaneamente, nun "segundo teórico". Se existe algunha fricción na reestruturación do proceso de produción ou algún atraso no axuste do emprego, o nexo salarios-emprego que suxire a teoría neoclásica vén abaixo.

No caso alemán, esta cadea de eventos pode observarse claramente. A moderación salarial traducíuse nuns salarios reais máis ou menos constantes por traballador durante 10 a 15 anos, mentres que a produtividade aumentou a un ritmo constante. Por conseguinte, se o goberno non inducise os sindicatos a aceptaren a moderación salarial, o crecemento normal dos salarios reais sería de ao redor dun 1,2%, e tería rematado 2012 (con 1999 igual a 100) nun nivel de 117, no canto de 113 (figura 6). Asumir que a taxa de inflación tería seguido o obxectivo de inflación ao

longo do período da UEM en todos os países revela a enorme discrepancia existente entre os acontecementos en Alemaña por unha banda e en Francia pola outra, como se mostra nas curvas ficticias da figura 6.

Asumindo unha taxa de aforro inalterada dos fogares dos traballadores, o incremento de salarios reais traducíuse nun incremento da demanda dos devanditos fogares de ao redor dun 1,7% anual, o que tería conducido a unha expansión da demanda de consumo alemá en porcentaxes similares á dos países comparábeis, como Francia. En realidade, porén, o incremento foi moi inferior. Aínda incluíndo aos fogares do resto da sociedade (cuxos ingresos aumentan debido á demanda da exportación inducida), o incremento anual medio do consumo privado real en Alemaña desde mediados dos anos 1990 foi moi inferior ao de Francia. Considerando á vez o lento crecemento da demanda nacional e o forte crecemento das exportacións, xorde a cuestión de se unha estratexia equilibrada non tería sido superior para Alemaña, en función do alto peso do consumo no PIB ao principio. Considerando os nervios da crise do euro, o dano político causado a Alemaña e o perigo dunha ruptura da zona do euro, a análise non pode ser máis que negativa.

No entanto, moita xente está impresionada polo experimento alemán, porque o país se beneficiou tremendamente da súa estratexia de arruinar os seus veciños durante os anos inmediatamente anteriores á crise financeira. De feito, as vantaxes absolutas en competitividade, como as obtidas pola economía alemá, acumúlanse co tempo. Canto maior sexa a vantaxe absoluta, maiores serán as ganancias en cotas de mercado nunha economía global de rápido crecemento. O formidábel incremento nas cotas de exportacións de Alemaña e o superávit de exportacións reflicten unha explosión sen precedentes e irrepitíbel das exportacións. Para moitos observadores, a ganancia de forza política de Alemaña despois da

crise resulta máis impresionante aínda que o desempeño económico en si. Pero isto débese ao simple feito de que durante as crises financeiras (cando todo o mundo é remiso a asumir riscos e escapa deles) un país debedor, por mor da súa dependencia de capital estranxeiro, adoita estar á defensiva, e o acreedor sitúase nunha posición de fortaleza.

No entanto, non pode haber ningunha dúbida de que o extraordinario éxito de Alemaña na fronte externa débese ao atordamento dos seus veciños e á cegueira das institucións creadas para guiaren e supervisaren o correcto funcionamento da zona do euro, en concreto o BCE e a Comisión Europea. Un banco central máis vixiante ou unha Comisión máis atenta terían intervido ao principio, advertindo a Alemaña dos riscos da súa estratexia e alertando os seus veciños. Que non o fixesen é o resultado directo dos alicerces ideolóxicos sobre os que se construíu a UEM. A principios do decenio de 1980, a Comisión adoptou como relixión o neoliberalismo, que desde entón guiou a maior parte das súas decisións e accións. Mellorar a competitividade era o obxectivo declarado da UE no seu conxunto. Como podía nesas circunstancias a Comisión obstaculizar que Alemaña fixese o que se esperaba que fixese todo o mundo?

O fracaso institucional é máis grave aínda no caso do BCE. Cos ollos abertos e sen barreiras ideolóxicas, o BCE tería descuberto ao principio que os custos laborais unitarios, non a oferta de diñeiro, son o principal factor determinante da inflación para a unión no seu conxunto, e tamén para as súas entidades nacionais. O BCE foi incapaz de tratar os acontecementos macroeconómicos globais e o xurdimento de grandes desequilibrios. Tamén foi incapaz de prever o resultado —en termos de presión deflacionista— dunha posíbel crise. O BCE, como institución independente, podería evitar gran parte do desastre utilizando a súa influencia política ou emitindo advertencias públicas que

sinhalasen que a unión transitaba por unha senda perigosa.

5. O AXUSTE ASIMÉTRICO É INDISPENSÁBEL. Incluso moitos dos observadores que ven con bos ollos as opinións expresadas aquí argumentarían que para Alemaña a estratexia de conter o crecemento salarial nacional non estivo motivada principalmente pola competencia dentro da UEM, senón fundamentalmente por unha competencia industrial cada vez maior por parte de economías emergentes, en concreto China. Engadirán que, como xa se dixo, esta estratexia estaba plenamente en liña coa orientación xeral que adoptara a Unión Europea uns anos antes, cando instou os seus membros a melloraren a súa competitividade.

Aínda que estes argumentos resultan atractivos de maneira intuitiva para moitas persoas, son totalmente erróneos, porque máis unha vez ignoran a importancia crucial dunha relación forte e estábel entre a taxa de crecemento dos custos laborais unitarios e a taxa de inflación. Unha unión monetaria que tente alcanzar unha taxa de inflación do 2% non debe permitir a un dos seus estados membros (ao maior en concreto) adoptar un rumbo propio en termos de desenvolvemento dos CLU e a inflación. Se Europa estivese convencida da existencia dun desafío por parte dos mercados emergentes que era necesario afrontar no ámbito macroeconómico, podería ter elixido unha taxa de inflación inferior (ou mesmo deflación) como meta da política monetaria común. Neste caso, con todo, antes ou despois o tipo de cambio do euro fronte ao yuan chinés ou o dólar estadounidense tería reflectido a menor inflación en Europa e destruído a vantaxe que Europa tentara obter ao buscar un obxectivo de inflación menor.

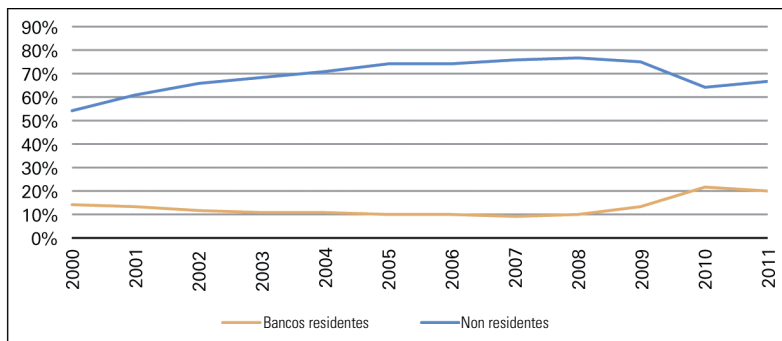
A mensaxe é simple: nun mundo de tipos de cambio flotantes ou axustábeis, ningún país pode adquirir unha vantaxe permanente fronte a outro que teña a posibilidade de axustar o seu tipo de cambio de acor-

Alemaña foi capaz
de se aproveitar
dunha situación
historicamente única
e da inxenuidade
dos seus países
socios durante os dez
primeiros anos da UEM

do cos diferenciais inflacionistas. Isto significa que todos os intentos de mellorar a competitividade recortando ou moderando os salarios na UEM no seu conxunto resultan inútiles. Mais este é exactamente o enfoque que foi elixido como camiño a seguir desde o inicio da crise. Este enfoque tamén está equivocado, porque na maior parte dos países debedores europeos os recortes salariais terán un efecto pernicioso, xa que a súa demanda nacional é máis importante que a demanda externa. Nas economías cunha porcentaxe de exportación do PIB moi inferior ao 50%, as estratexias de moderación salarial son contraproducentes se non existe ningunha perspectiva de acadar un enorme superávit de conta corrente ao longo dun período de tempo prolongado e de aumentar a porcentaxe de exportación máis aló do listón do 50% sen que os socios comerciais adopten represalias. En circunstancias normais, sería por tanto imposible emular con éxito a estratexia seguida por Alemaña durante os dez primeiros anos da UEM.

Nunha unión monetaria, un país cunha baixa porcentaxe de exportacións e un enorme déficit de conta corrente e problemas de financiamento causados por unha divisa implicitamente sobrevalorada ficará atrapado. O axuste á baixa dos salarios, ás veces chamado erroneamente “desvalorización interna” non supón ningunha saída, xa que destrúe a demanda nacional e a produción global antes de poder achegar ningún alivio a tra-

Figura 13: débeda pública en poder dos bancos nacionais e non residentes como porcentaxe dos activos totais das institucións financeiras monetarias – Portugal



Fonte: base de datos Brueghel de posesión de débeda pública desenvolvida por Merler e Pisani-Ferry (2012).

vés do aumento das exportacións. En concreto, os países cunha enorme fenda de competitividade en comparación con Alemaña deben atravesar un período de recuperación de terreo en termos de competitividade dos prezos. Este proceso non conduce a ganancias rápidas de cotas de mercado internacional nin a melloras duradeiras na posición de conta corrente, porque a vantaxe absoluta de Alemaña permanecerá intacta sempre que a fenda de competitividade non se supere, ou noutras palabras, se converta nunha vantaxe absoluta para os países deficitarios. A figura 7 mostra que os países terán que se mergullar por baixo da senda dos CLU alemáns durante moito tempo para recuperar parte das perdas experimentadas nos dez primeiros anos da UEM.

O talón de Aquiles do proceso de axuste é a súa duración. Un país democrático non pode soste de ningunha maneira de cinco a dez anos de deterioración do nivel de vida e aumento do paro, nin económica nin politicamente. O proceso traducirase inevitabelmente nunha axitación social e en intentos desesperados por parte do pobo de utilizar as eleccións para impedir o que sería, ao seu ver, un frívolo ataque contra o seu benestar. Por este motivo, o proceso de axuste debe ser como mínimo simétrico. Isto significa que o país que está implicitamente subvalorado debe acometer un esforzo igualmente grande cara a un axuste ascendente, e iso significa incrementos salariais máis rápidos, como os demais países os acometen en termos de axustes descendentes. O criterio máis fiábel do éxito dos esforzos de axuste en ambos os dous lados é o obxectivo da inflación. Se o obxectivo da inflación común non se ve cuestionado como tal, restabelecer a competitividade internacional dos países deficitarios esixe un aumento nos CLU e inflación no país con superávit até o punto no que se alcance un balance externo nos dous lados durante toda a vida da unión monetaria (incluídos os dez primeiros anos).

CAPÍTULO III: O PAPEL DA BANCA E DO BANCO CENTRAL

1. A ESTRUCTURA FINANCIERA PROBLEMÁTICA DA UEM. Unha unión monetaria como a UEM, que aspira a crear tanto unha divisa internacional común como unha divisa nacional común para os seus estados membros, establece uns requisitos concretos para as institucións que rexen o sistema financeiro. Na medida en que a moeda común actuará en mercados internacionais, a unión debe ter unha autoridade monetaria que xestione as reservas internacionais (incluído o ouro) e que interveña no mercado cambiario de ser preciso. Na medida en que a moeda común actuará no ámbito nacional, a unión debe ter unha autoridade monetaria que faga converxer os tipos de inflación dos estados membros e que supervise a emisión e a circulación de moeda de curso legal. Ambas as dúas tarefas requiren un banco central eficaz e poderoso.

Nos sistemas financeiros nacionais, as operacións habituais dun banco central prodúcense diariamente no mercado interbancario, proporcionando liquidez e garantindo unhas condicións estables para as operacións a curto prazo dos bancos comerciais. Por tanto, o medio máis básico de proporcionar apoio institucional en termos do funcionamento da UEM foi a construción do Banco Central Europeo, que actúa nun mercado interbancario homoxéneo no que os bancos comerciais dos estados membros po-

den obter liquidez en pé de igualdade. O funcionamento tanto do BCE como do mercado interbancario, porén, revela a natureza contraditoria da UEM e a súa inherente inestabilidade.

O BCE foi establecido como o máis "privado" dos grandes bancos centrais, no sentido de que non se lle permitía adquirir débeda dos estados membros nos mercados primarios e secundarios. Impedir que a débeda pública entrase no balance do BCE é coherente co principio reitor da UEM, a saber, que un estado membro non debe asumir o pasivo doutro. Os estados non deben poder financiar os seus déficits a través da venda de débeda ao BCE, nin tampouco endosar o risco crediticio vinculado á súa débeda ao BCE, e por tanto a outros estados membros.

Por tanto, o BCE foi orixinalmente deseñado para emitir o seu pasivo co obxectivo de adquirir unicamente débeda privada da maior calidade e baixo estritas condicións de elixibilidade. Tamén se lle dotou dunha enorme reserva de ouro, a meirande de entre os principais bancos centrais. O seu mandato consistía en garantir a converxencia dos tipos de inflación cara ao obxectivo meta do 2%. A diferenza do sistema da Reserva Federal estadounidense, o BCE nunca tivo a obriga de considerar o desempeño do sector real, incluídos o crecemento e o desemprego. A forma en que funcionaba o BCE desempeñou un papel importante no desenvolvemento da crise, o que revelou a natureza inestá-

bel da unión e, en certo grao, fixo que o BCE cambiase as súas prácticas.

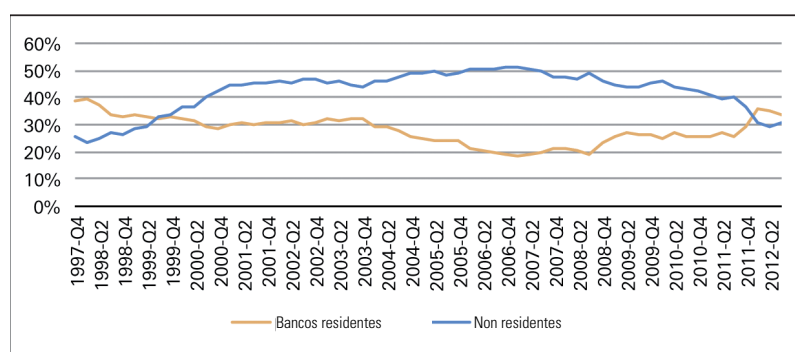
Ao primeiro, o BCE conseguiu establecer un mercado interbancario homoxéneo para a UEM. Os estritos termos de avais (activos financeiros privados) esixidos polo BCE crearon un espazo común para os bancos comerciais dos estados membros obtengan liquidez do banco central e comerciaren esa liquidez entre eles. Sobre esta base, podería xurdir un tipo de xuro común entre os estados membros e o funcionamento do euro estaría apoiado tanto nacional como internacionalmente.

No entanto, o mercado interbancario homoxéneo foi establecido por riba de sistemas bancarios que seguen a ser nacionais. Por tanto, o comportamento dos fluxos de liquidez entre os bancos comerciais está influído en gran medida polas características institucionais nacionais. Ademais, a estrutura institucional do propio BCE reflicte a persistencia dos sistemas financeiros nacionais. Os bancos centrais nacionais seguen a operar dentro do marco do Eurosistema de bancos centrais, e a súa función adquiriu unha maior importancia no transcurso da crise.

En resumo, aínda que a UEM está dotada dun banco central que opera nun mercado interbancario homoxéneo, non ten un sistema bancario comercial igualmente homoxéneo. Isto é unha contradición que reside na base da UEM e socava o funcionamento da unión. Consideremos os seguintes puntos.

Nun sistema monetario nacional, a provisión de liquidez por parte do banco central é facilitada polos poderes de control ou supervisión exercidos sobre os bancos comerciais. Na UEM, con todo, a supervisión dos bancos comerciais segue a ser fundamentalmente nacional. Porén, máis importante aínda é o impacto das institucións nacionais sobre a solvencia dos bancos comerciais. A capacidade dos bancos comerciais de obtengan liquidez e comerciaren con ela no mercado interbancario depende en última

Figura 14: débeda pública en poder dos bancos nacionais e non residentes como porcentaxe dos activos totais das institucións financeiras monetarias – España



Fonte: base de datos Brueghel de posesión de débeda pública desenvolvida por Merler e Pisani-Ferry (2012).

Figura 15: débeda pública en poder dos bancos nacionais e non residentes como porcentaxe dos activos totais das institucións financeiras monetarias – Irlanda



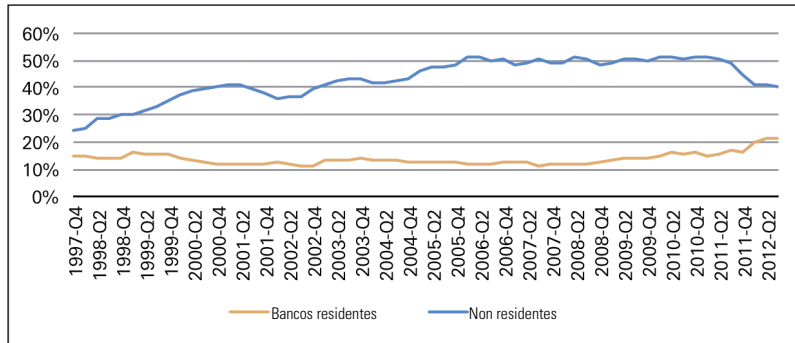
Fonte: base de datos Brueghel de posesión de débeda pública desenvolvida por Merler e Pisani-Ferry (2012).

instancia da súa solvencia, que depende á súa vez da calidade dos balances dos bancos, en concreto os activos bancarios. Nun sistema monetario nacional hai elementos de referencia institucional que apoian a solvencia dos bancos comerciais, e por tanto serven de soporte ao funcionamento normal dos mercados interbancarios. A UEM, en cambio, carece de referencias institucionais correspondentes, como quedou claro no transcurso da

crise. Por conseguinte, a provisión de liquidez, e con ela o funcionamento do euro como divisa da unión, viuse prexudicada.

Máis especificamente, nun sistema monetario nacional os bancos comerciais adoitan estar apoiados por un sistema de seguros que protexe os depósitos, que son o compoñente máis importante dos pasivos bancarios. Do mesmo xeito, os bancos comerciais teñen acceso á garantía ex-

Figura 16: débeda pública en poder dos bancos nacionais e non residentes como porcentaxe dos activos totais das institucións financeiras monetarias – Italia



Fonte: base de datos Brueghel de posesión de débeda pública desenvolvida por Merler e Pisani-Ferry (2012).

plícita ou tácita do Estado fronte ao risco de bancarrota. Os mecanismos de “resolución” públicos ocúpense en última instancia do risco crediticio asumido polos bancos comerciais nos seus balances. En esencia, estas son formas distintas (implícitas ou explícitas) de ratear a carga das perdas bancarias entre os contribuíntes, os accionistas e os titulares de bonos. Estes mecanismos inclúen diferentes métodos con funcións institucionais específicas que adoitan variar dun país a outro.

Hai un marcado contraste coa UEM. A banca na UEM carece tanto dun sistema de seguros de depósitos uniforme como dun mecanismo de resolución uniforme, xa que os bancos comerciais seguen a ser decididamente nacionais nestes dous aspectos. Por tanto, os bancos da UEM obteñen liquidez nun mercado interbancario homoxéneo que é inherentemente transnacional, mais apoian a súa solvencia a través de mecanismos institucionais que son nacionais e específicos de cada país. Esta contradición determinou o curso da crise, ao perturbar o funcionamento do mercado interbancario e por tanto o da propia UEM.

2. INSOLVENCIA BANCARIA E CARENCIAS DE LIQUIDEZ. A banca comercial na UEM viuse afectada polo rápido crecemento do crédito despois de 2000. A causa inmediata do crecemento crediticio foi o mesmo factor que garantiu a homoxeneidade do mercado interbancario, é dicir, o tipo

de xuro común xestionado polo BCE. Os tipos de xuro baixaron por toda a UEM, e a caída foi especialmente notábel nos países periféricos. Os tipos de inflación tamén converxeron, aínda que non de maneira tan decisiva como os tipos de xuro. O resultado foi que os tipos de xuro reais en varios países periféricos se esboroaron, e mesmo chegaron a se converter en negativos. Por conseguinte, o crecemento crediticio nacional expandiuse con rapidez.

O crecemento do crédito nacional foi unha forma eficaz de enmascarar os resultados negativos da perda de competitividade das economías periféricas. O crédito axudou a manter o consumo e serviu de apoio ao investimento nalgunhas áreas, especialmente no sector inmobiliario. Dependendo do fondo institucional e das prácticas respecto da vivenda en cada país, o resultado foi elevar os prezos inmobiliarios en varios deles, o que creou vastas burbullas no caso de Irlanda e de España. Os bancos nacionais tiveron unha implicación moi importante, e por tanto asumiron o correspondente risco crediticio nos seus balances.

Ademais, os baixos tipos de xuro por toda a UEM permitiron aos países financiar de maneira barata os déficits de conta corrente derivados da perda de competitividade. A crecente débeda internacional foi proporcionada polos bancos dos países con superávit, tipicamente Alemaña e Francia.

Durante varios anos no decenio dos 2000, os bancos dos principais países asumían encantados o risco crediticio nos seus balances prestando tanto ás empresas públicas como privadas da periferia (figura 8). A razón fundamental era que a devandita débeda estaba expresada en euros, o que fixo xurdir a falsa percepción de que era similar á débeda nacional. No transcurso da crise quedou claro que esta débeda é en realidade externa no que respecta aos países periféricos, aínda que estea expresada en euros. Por tanto, os prestamistas víronse expostos a débeda soberana e privada na periferia, que probablemente non adquirirían se os sistemas monetarios dos países periféricos seguisen sendo nacionais.

A crise da zona do euro é, en primeiro lugar, unha crise relacionada coa débeda tanto soberana como privada. Isto resulta bastante natural á vista da perda subxacente de competitividade nos países periféricos, que inevitavelmente supuxo unha acumulación de débeda externa e nacional. A medida que a débeda se ía acumulando, os prestameiros dos gobernos estatais tiveron dificultades para obter crédito en mercados internacionais despois de 2009. A razón fundamental é que os prestamistas viron claramente que non toda a débeda expresada en euros era da mesma calidade: un euro de débeda pública alemá, por exemplo, tiña un valor moito máis alto que un euro de débeda pública grega. Gradualmente, os participantes no mercado entenderon que o Estado alemán non satisfaría a débeda dos países debedores. Así, cada vez máis países debedores e os seus gobernos quedaron excluídos dos mercados internacionais.

A ameaza para os gobernos estatais traducíuse de inmediato nunha ameaza para os bancos que estaban expostos a eses estados. Tratábase principalmente de bancos de países centrais que financiaran débeda pública periférica. Ademais, tamén existía unha ameaza para os bancos que apoiaran a sobreexpansión do crédito

privado nacional, a miúdo asociado co sector inmobiliario. Eran bancos nacionais principalmente, pero tamén bancos estranxeiros que prestaran a bancos nacionais ou directamente ao sector privado sobreexpandido. A medida que a crise se agudizaba e a austeridade fiscal empeoraba a contracción das economías periféricas, os bancos empezaron a afrontar problemas adicionais relacionados con préstamos improdutos, sobre todo na periferia, pero tamén no centro.

Por tanto, a crise da zona do euro desde o principio foi unha crise bancaria: unha crise de solvencia bancaria, porque coincidiu coa crise financeira global. As crises incipientes de solvencia bancaria adoitan conducir a unha perda de confianza entre os bancos, e por tanto en primeiro lugar maniféstanse como carencias de liquidez no mercado interbancario. Nas devanditas circunstancias, a resposta estándar do banco central é proporcionar liquidez aos bancos comerciais. As operacións do BCE foron xa que logo fundamentais para confrontar desde o principio a crise da zona do euro. A provisión de liquidez por parte do BCE, tanto a bancos comerciais como a bancos centrais nacionais, aumentou enormemente, e as esixencias de garantías relaxáronse sistematicamente. A política do BCE equivale a un gran subsidio público aos bancos comerciais, posto que a liquidez foi facilitada a tipos de xuro moi baixos durante períodos de tempo fixados.

Ao contrario que a Reserva Federal e o Banco de Inglaterra, desde 2007 o BCE non se implicou nunha relaxación cuantitativa directa, é dicir, a práctica de adquirir bonos públicos para estimular as reservas bancarias coa esperanza de expandir a subministración do diñeiro de crédito. Con todo, a resposta dos bancos privados á provisión de liquidez do BCE consistiu en incrementar substancialmente as participacións de reservas co Eurosistema (figura 9). Os bancos comerciais estiveron moi preocupados acerca da calidade dos seus balances polas razóns tratadas anteriormente,



2º premio fotoxornalismo 2013 Estação Imagen Mora (Ambiente) a Gabriel Tizón pola serie "Vidas no lixo"

e por tanto preferiron acaparar liquidez proporcionada polo BCE no canto de se implicar na expansión crediticia (figura 10).

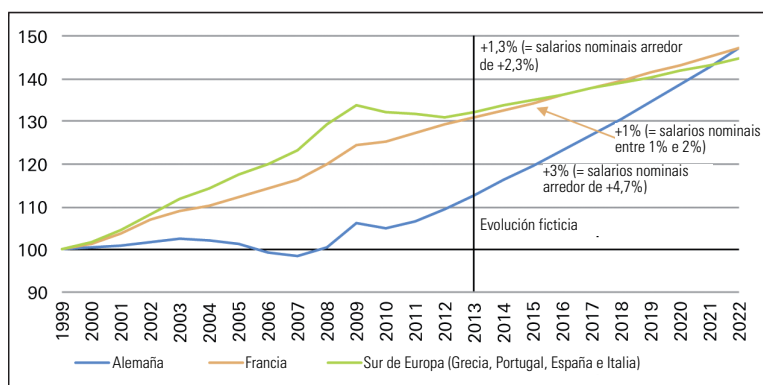
A provisión de liquidez tamén aumentou enormemente entre os bancos centrais, o que se traduciu na expansión das chamadas contas TARGET2. Estes fluxos de liquidez substituíron unha parte importante dos fluxos de capital privado entre os países da UEM; substituíron en concreto fluxos de países centrais a periféricos a medida que a crise se acentuou. A provisión de liquidez por parte dos bancos centrais dos países principais aos bancos centrais periféricos permitiu a estes últimos apoiar os seus propios sistemas bancarios e o sector privado. Con todo, dada a profundidade dos problemas de insolvencia dos bancos comerciais, nin sequera a abundante provisión de liquidez foi suficiente para sacar da crise os mercados interbancarios. Como consecuencia, as autoridades monetarias da UEM tiveron que recorrer a outras dúas accións, que apuntan a que a unión se está desfazendo cada vez máis.

A primeira foi a provisión de liquidez por parte de bancos centrais nacionais dentro do Eurosistema disfrazada de Asistencia Urxente de Liquidez (ELA, segundo as súas siglas en inglés). Crear esta forma de liquidez require a aprobación do consello reitor do BCE, pero a responsabilidade recae en cada banco central nacional. En efecto, a ELA equivale á creación

de euros baixo condicións locais, e en parte ten o carácter de diñeiro nacional, especialmente ao estar determinados os termos da garantía polo banco central nacional. A ELA foi unha característica vital da provisión de liquidez na periferia, habitualmente acompañada por unha relaxación significativa dos termos de garantía.

A segunda foi o cambio das prácticas do BCE no tocante á débeda pública. A dificultade, ou completa incapacidade, dos gobernos estatais para acceder aos fondos nos mercados financeiros internacionais e o correspondente declive na calidade da débeda soberana foi fundamental na escaseza de liquidez do mercado interbancario. Por conseguinte, o BCE viuse obrigado a relaxar a súa postura de total rexeitamento a mercar débeda soberana. En realidade, empezou a facer adquisicións da devandita débeda no mercado secundario en 2011. Aínda máis importante, con todo, foi a declaración por parte do BCE en 2012 de que estaba disposto a comprar a débeda de países en dificultades, sempre que implantasen programas de austeridade. Este anuncio non foi probado na práctica, pero significou non obstante un cambio radical. Tranquilizou os mercados financeiros, porque sinalou que o BCE estaba disposto a asumir el mesmo o risco crediticio dos préstamos aos gobernos estatais. Para os países centrais, sobre todo Alemaña, isto supuxo e segue a supor unha acción potencialmente

Figura 17: un escenario para a converxencia dos CLU (1999 = 100)



Fonte: base de datos de AMECO (acceso en novembro de 2012); cálculos propios.

problemática, xa que contradí a lóxica sobre a que se construíu a UEM.

3. TENDENCIAS CENTRÍFUGAS ENTRE OS BANCOS DA UEM.

A provisión de liquidez directamente por parte do BCE, ou a través da ELA, foi unha panca importante para atenuar as condicións nos mercados financeiros. Con todo, como xa se suxeriu, a provisión de liquidez non pode resolver a cuestión fundamental que afrontan os bancos na zona do euro, é dicir, a potencial insolvencia debido a unha calidade de activos problemática. Neste respecto, a ausencia de mecanismos institucionais funcionais de seguros de depósitos, así como mecanismos de resolución e seguimento bancario, exacerbou a perturbación da zona do euro. Afrontar problemas de insolvencia adoita requirir impor perdas aos accionistas e titulares de bonos, ademais de proporcionar aos bancos capital fresco, a miúdo procedente de recursos públicos. Estes mecanismos implican que un país da zona do euro debería empregar fondos públicos para rescatar os bancos doutro país membro.

En efecto, o problema xurdiu porque a zona do euro ten un banco central operando nun mercado monetario homoxéneo, que debe ocuparse dunha pléiade de bancos que pertencen a dezasete estados distintos. A saúde de cada banco vese afectada polas prácticas financeiras nacionais, incluído o panorama fiscal do Estado; ademais, os termos segundo os cales

se xestiona a insolvencia teñen unha perspectiva nacional. Debido á situación precaria das finanzas públicas en varios estados periféricos, varios bancos comerciais na zona do euro atópanse agora ante o risco de insolvencia; aínda que isto se debe ás finanzas públicas nacionais, é algo que non poden afrontar de forma eficaz as súas propias autoridades nacionais.

O resultado foron maiores custos por xuros para os bancos e, por tanto, maiores tipos de xuro nalgúns estados membros en comparación con outros. As empresas co mesmo risco crediticio pero situadas en distintos estados membros da zona do euro vense obrigadas a operar con distintos tipos de xuro. Isto é un elemento inherentemente perturbador tanto da zona do euro como da propia UE, e máis outro indicador de que a unión monetaria está a se desfacer. A provisión de liquidez por parte do BCE, incluída a que se fai a través da ELA, pode mellorar estas discrepancias, mais non eliminalas por completo, xa que emanan de problemas de insolvencia vinculados tanto aos bancos como aos estados.

Peor aínda para a zona do euro é o feito de que a medida que a crise se volveu máis grave cada estado membro pasou a estar vinculado máis estreitamente co seu propio sistema bancario. Isto significa que a banca da zona do euro pasou a ser máis nacional aínda. Expresándoo dunha maneira distinta, a crise fixo máis febles os vínculos entre os estados membros

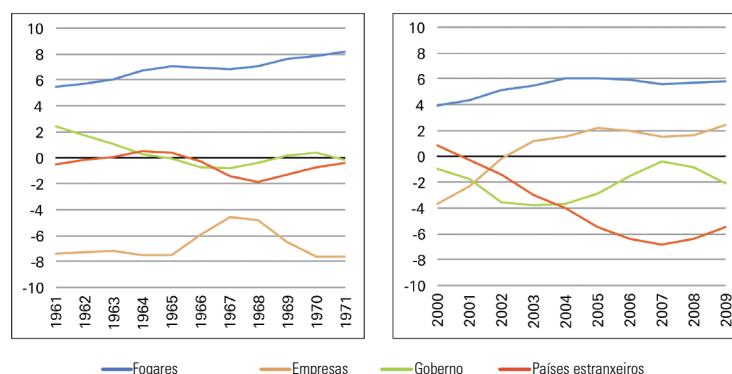
e os mecanismos financeiros supranacionais da zona do euro. Esta tendencia púxose de manifesto a medida que os bancos incrementaron as súas participacións en bonos gobernamentais e cambiaron simultaneamente a bonos nacionais, mesmo na periferia (figuras 11-16).

Hai tres motivos que explican esta tendencia, todos eles relacionados coa natureza contradictoria das institucións financeiras na zona do euro. En primeiro lugar, os bancos adoitan favorecer a débeda do seu propio soberano, xa que se percibe a este como o recador de impostos e o garante último dos medios de pagamento dentro do territorio orixinal do banco. En segundo lugar, os bancos nacionais estiveron suxeitos a diversas presións por parte do goberno para adquirir bonos. En terceiro lugar, os estados membros da zona do euro víronse obrigados a depender moito máis dos seus sistemas bancarios nacionais, xa que os bancos principais desinvestiron en bonos gobernamentais dos estados membros máis febles.

Ademais, os gobernos e os bancos centrais nacionais apoiaron os seus sistemas bancarios nacionais de diversas maneiras. Os gobernos proporcionaron garantías aos bancos nacionais para lles permitir dar á súa vez garantías que lles abran o acceso á liquidez do BCE. Os bancos centrais nacionais apoiaron a ELA fronte ás garantías de calidade baixa. Os gobernos tamén garantiron partes dos activos e estruturas de pasivo dos bancos. Estes mecanismos nacionais de apoio equivalen na práctica a un subsidio para os bancos nacionais reduciren o custo dos fondos, e poderen facer fronte ao risco de insolvencia.

En resumo, a banca comercial dentro da zona do euro segue a estar nun estado de gran confusión, debido aos problemas subxacentes de calidade dos activos, e por tanto solvencia. A provisión de liquidez por parte das autoridades da zona do euro atenuou estas dificultades, pero non puido resolvelas. A razón fundamental é a ausencia de mecanismos eficaces para

Figura 18: fluxos financeiros netos (1) en Alemaña (2)



Notas:

1 Posición de débeda neta dun sector empresarial respecto ao produto interior bruto; medias móbiles anuais.

2 Alemaña Occidental até 1991; Alemaña a partir de 1991.

Fonte: Ministerio de Finanzas Federal de Alemaña; base de datos de AMECO (acceso en novembro de 2012); cálculos propios.

facer fronte a crises bancarias por toda a zona do euro, que reflicte a composición nacional dos bancos comerciais, e a incapacidade de evitar un afondamento da crise. A tensión entre a provisión de liquidez transnacional e a resolución nacional dos problemas de solvencia bancaria agudizouse no transcurso da crise, a medida que se reforzou o carácter nacional da banca comercial. A tensión incrementouse aínda máis en 2013, mentres se facía fronte aos problemas do sistema bancario chipriota, xa que a zona do euro impuxo perdas aos depositantes. A confianza na banca da zona do euro sen dúbida verase afectada de maneira negativa, o que conducirá a maiores problemas de solvencia. Ningún destes acontecementos supón un bo presaxio para o futuro da zona do euro.

CAPÍTULO IV: POLÍTICAS ECONÓMICAS DESENCAMIÑADAS - O DILEMA FLUXOS-FONDO E O PAPEL CRUCIAL DA POLÍTICA FISCAL

1. OS FLUXOS SON MÁIS IMPORTANTES QUE OS FONDOS. Nos últimos anos dedicouse moita enerxía política na zona do euro ao problema dos fondos, sexan préstamos malos, débeda pública aparentemente insustentábel ou depósitos de aforros. Investíuse moito menos entusiasmo político en dar a volta aos fluxos, sobre todo os ingresos (crecemento), o investimento e o consumo. Esa é exactamente a táctica equivocada. Como os fondos futuros son o resultado dos fluxos actuais, debe darse prioridade a restaurar os fluxos, mesmo aínda que isto inflixa certos danos aos titulares dos fondos actuais.

Nunha economía caracterizada por unha débeda externa insustentábel que se acumulou ao longo de moitos anos debido a unha perda de competitividade e á caída das cotas de mercado, o problema da débeda semella o máis urxente. Se, por exemplo, financiar as importacións a través do mercado de capitais entraña un risco, ou se volve enormemente

custoso, e as reservas internacionais están a piques de se esgotar, un país precisa asistencia de emerxencia, porque os fluxos das exportacións e as importacións non se poden axustar da noite para a mañá. Con todo, incluso o financiamento inmediato das importacións supón un elemento da restauración de fluxos, e non de facer fronte aos fondos. En anteriores crises monetarias, como as de Asia e Latinoamérica, o FMI tivo que intervir porque algúns países eran incapaces de deter a saída de fondos e a desvalorización das súas moedas. Cando o FMI interveu —aínda que cunha condicionalidade innecesaria e mesmo inútil— as súas accións afectaron principalmente o financiamento das importacións a curto prazo. A medida que a competitividade foi mellorando ao longo do tempo debido á desvalorización das moedas nacionais, produciuse un envorco na economía grazas ao incremento das exportacións e a redución das importacións. O segundo puido lograrse porque os maiores prezos das importacións alimentaron a substitución de moitas delas por bens nacionais, de xeito que se reduciu a necesidade de as financiar. Á vez que a conta corrente se converteu en superávit despois dalgún tempo, desapareceron as necesidades financeiras, e tamén a necesidade de depender de asistencia do FMI.

Na UEM, o financiamento para países con déficits de conta corrente debería ser moito máis doado, mentres que o cambio de importacións a

produtos nacionais e a estimulación das exportacións resultan moito máis difíciles. Nunha unión monetaria plenamente funcional, non debería haber dificultades para que un país financiase as súas importacións; de feito, esas dificultades non existen na mesma forma que nun sistema con divisas flotantes. Nunha unión monetaria, os mercados solucionan os déficits de conta corrente que parezan volverse insustentábeis principalmente esixindo tipos de xuro moito máis altos nos bonos gobernamentais. Este é o caso mesmo en situacións nas que a propia débeda pública non representa o principal problema, simplemente porque o goberno é a única entidade que pode ser identificada dun modo claro como “nacional”, e por tanto é considerado responsábel dos problemas que a respectiva economía no seu conxunto poida afrontar.

Ademais, aínda que os gobernos non entran en suspensión de pagamentos como as empresas, nun mundo con divisas nacionais a sanción tradicional dos mercados nunha situación de crise consiste en “pedir” tipos de xuro máis altos para compensar o maior risco de desvalorización da moeda, o risco principal da posesión de bonos gobernamentais por parte de estranxeiros. Como os tipos de xuro pola débeda pública tamén subiron despois do inicio da crise na zona do euro, aínda que neste caso non había risco de desvalorización da moeda, moitos observadores tenderon a confundir a situación dun



2º premio fotoxornalismo 2013 Estación Imagen Mora (Ambiente) a Gabriel Tizón pola serie "Vidas no lixo"

país coa situación do seu goberno. A consecuente resposta política consistiu en afrontar o problema da débeda pública en primeiro lugar e ignorar durante moito tempo os problemas de fluxo do país.

Mesmo con tipos de cambio flotante adoita existir un grave conflito entre os axustes de fondos e de fluxo. Cando a xente ou as institucións dun país ameazado coa desvalorización manteñen posicións en moeda estranxeira ou teñen débedas nesta, dificilmente se pode sobreestimar a gravidade do conflito. No período previo á crise arxentina de 2001, por exemplo, moita xente común e o goberno tiñan débedas en dólares estadounidenses, e a ameaza dunha profunda desvalorización do peso (que levaba case dez anos fixado ao dólar a un tipo de 1:1) conduciu a unha explosión da débeda privada e pública expresada na divisa nacional. Por conseguinte, o goberno tentou defender a paridade co dólar por todos os

medios. Mais un país nunha profunda recesión e cunha divisa sobrevalorada precisa un estímulo da demanda e unha desvalorización da moeda, ocorra o que ocorra cos fondos. Chegado o momento, non se puido evitar unha total descomposición do sistema de "réxime de convertibilidade" de Arxentina.

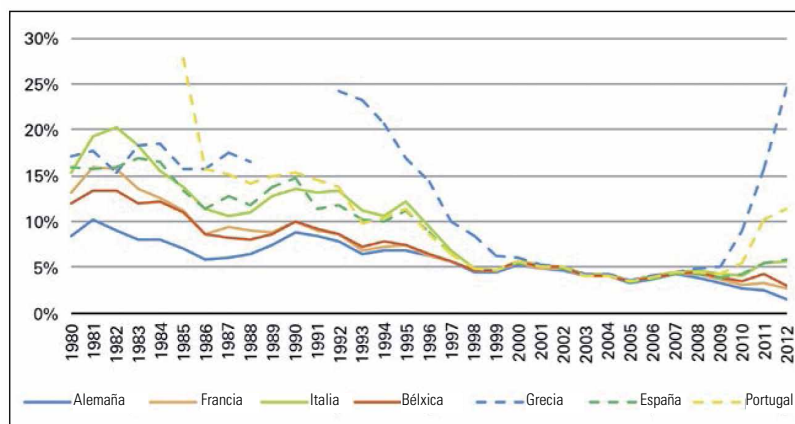
Na UEM, as cousas son un pouco máis complicadas, mais a lóxica subxacente é similar. Cando un país se ve obrigado a acometer unha "desvalorización interna", noutras palabras, recortes salariais para mellorar a súa competitividade internacional, o efecto deflacionista dos devanditos recortes salariais aumenta o valor real da débeda tanto nacional como externa, porque o valor nominal desa débeda se mantén invariábel, mentres que todos os fluxos de ingresos se reducen. Se un país fose obrigado a abandonar a unión monetaria e depreciar a súa nova divisa, sería de aplicación a mesma lóxica que no caso da

flotante. Os países con superávit, por outra banda, beneficianse de menores tipos de xuro sobre a débeda pública, e neses países o valor real de todas as débedas caerá, incluídas as do goberno, se o axuste adopta a forma dunha "revalorización interna", o que significa maiores salarios e custos laborais unitarios, e unha maior inflación ao longo do tempo.

A necesidade de afrontar os fluxos de forma prioritaria resulta aínda máis obvia desde outra perspectiva. O problema da débeda insustentábel non pode resolverse axustando os fondos sen reforzar os fluxos. En Grecia, por exemplo, a redución aplicada á débeda pública en 2011 non mellorou a situación económica global en absoluto. Nin tampouco reduciu significativamente a débeda pública, xa que en realidade a situación económica se deteriorou. Mais aínda que fose posíbel reducir a débeda pública significativamente entrando en suspensión de pagamentos respecto da débeda pública, resulta esencial considerarmos que os titulares desa débeda sofren perdas de riqueza exactamente idénticas ás ganancias do goberno, de modo que é probábel que a demanda nacional se resinta. Nesta situación, os recortes de gasto privado unicamente poden ser contidos (ou conseguirse un incremento no gasto privado) se a propensión a consumir ou a investir aumenta significativamente. Pero mesmo aínda que os titulares de débeda pública estean situados principalmente noutros países é difícil imaxinar que un goberno, despois dunha medida tan dura, dea estimulado a súa propia economía inmediatamente e significativamente adoptando maiores déficits sen ser sancionado de novo polos mercados financeiros. No caso grego, a redución da débeda afectou principalmente, dunha maneira negativa, aos bancos chipriotas, e provocou unha nova crise alí.

A maioría dos efectos mencionados aquí son simétricos entre o país deficitario e o país con superávit, así como entre o país que se deprecia e o que se aprecia. No aspecto da aprecia-

Figura 19: rendemento nominal de bonos a 10 anos



Fonte: base de datos de AMECO (acceso en novembro de 2012); cálculos propios.

ción, os fondos valóranse máis, pero os fluxos sofren, xa que as exportacións pasan a ser máis caras en divisa internacional e as importacións máis baratas en divisa nacional. Unha revalorización da divisa normalmente acontece nun período de tempo moi curto, como resultado dun axuste forzado e caótico. Nunha unión monetaria, a supresión dunha fenda de competitividade a través de maiores incrementos salariais nos países con superávit e menores incrementos salariais (ou ningún incremento salarial en absoluto) nos países deficitarios pode estirarse durante un maior período de tempo, e sería moito menos daniña. Se Alemaña estivese disposta a adoptar ese plan de políticas salariais coordinadas, o cambio estrutural implicado non sería estender ao máximo a capacidade da xente e das empresas para axustarse. O crecemento salarial en Alemaña aceleraríase até o punto no que os salarios reais se movesen en tándem coa produtividade e a inflación quedase aliñada co obxectivo común. Iso tería un efecto positivo sobre os salarios reais e melloraría o poder adquisitivo dos consumidores, tamén para as importacións. Mesmo incrementos salariais nominais máis altos (noutras palabras, maiores que o crecemento produtivo máis o obxectivo de inflación común) reducirían o tempo necesario para o proceso de axuste europeo. Os prezos en Alemaña subirían entón máis rápido que nos países deficitarios, algo que implica unha apreciación real da economía alemá. En ambos os dous casos, podería conseguirse unha solución lenta pero constante ao problema da fenda de competitividade, á vez que o incremento da demanda alemá alimentaría as demais economías. É indubidábel que esa solución requiriría un tempo considerábel para sandar a fenda que xurdiu durante os dez primeiros anos da UEM. Un período de entre 10 e 20 anos consideraríase o mínimo para volver a unha pauta na que todos os países sexan capaces de conseguir un crecemento dos ingresos baseado na súa propia fortaleza e que non se vexa

obstaculizado por limitacións ás importacións financeiras.

O punto crucial atópase na natureza mesma dunha unión monetaria. A unificación do diñeiro nun sistema de diñeiro fiduciario repousa no alicerce da confianza nas institucións que introduciron o papel moeda e prometeron garantir o seu valor. Porén, a confianza non se pode dividir en entidades rexionais con distintos niveis de confianza nunha unión monetaria. A confianza está en todas partes ou en ningunha. O caso de Chipre creou un mal precedente para a xestión futura de crises específicas dun país. Nunha unión monetaria, a fe nas autoridades da unión monetaria debe basearse non só na súa promesa de estabilizar o valor do diñeiro. Tamén depende da súa capacidade de impedir desequilibrios entre os países membros que poidan resultar de perdas ou ganancias en competitividade, así como da disposición e a capacidade desas autoridades de garantir un crecemento estábel e un alto nivel de emprego, con cada economía membro “camiñando por si propia”.

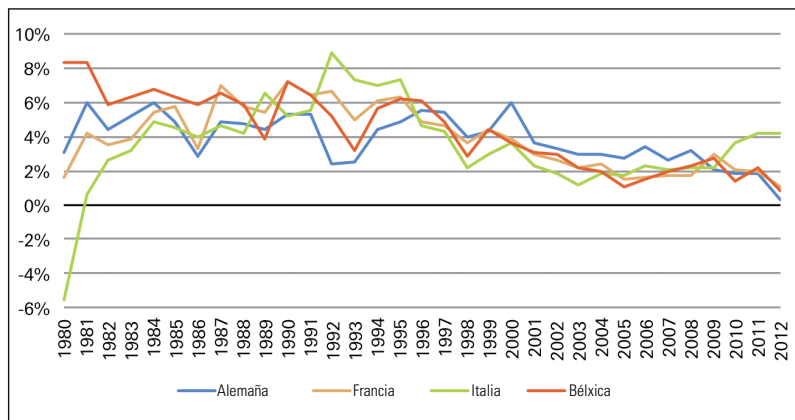
2. A DEFLACIÓN GLOBAL CONVERTEUSE NUNHA GRAVE AMEAZA PARA A UEM. O proceso agora en marcha na UEM proposto e aplicado pola “troika” (o BCE, a Comisión Europea e o FMI) marcha exactamente na dirección contraria. A troika parte da asunción de que Alemaña, o principal país acreedor, aplicou as políticas axeitadas e de que os países debedo-

res o fixeron todo mal. Mais, como xa se dixo, culpar os debedores e pasar por alto o que fixo o acreedor é algo claramente inxustificable no caso da UEM. O axuste simétrico —recortes salariais e deflación nos países deficitarios e políticas inalteradas en Alemaña— está destinado a conducir ao desastre. A competitividade é un concepto relativo, e se todos os países tentasen mellorar as súas competitividades recortando salarios o resultado sería unha carreira cara ao fondo. Nesa carreira ningún país melloraría a súa situación: todos saírían perdendo, porque a demanda nacional na unión no seu conxunto caería.

Como xa se dixo, o criterio para xulgar as políticas nos distintos países membros debe ser o obxectivo de inflación común. Se as autoridades están decididas a aterse ao obxectivo de inflación acordado do 2% para a unión no seu conxunto, Alemaña terá que se desviar do obxectivo cara a arriba, con incrementos salariais que excedan a súa senda da produtividade e un aumento nos custos laborais unitarios superior ao obxectivo de inflación común, mentres que os demais países terán que recortar o índice de crecemento dos CLU que experimentaron no pasado (figura 17).

No entanto, mesmo nun escenario así a UEM corre o risco de caer nunha trampa deflacionista. Se Alemaña, crendo que está nunha recesión e unha situación de debilidade económica, non consegue lograr incrementos salariais claramente superiores ao

Figura 20: rendemento real de bonos a 10 anos (1)



Nota: o rendemento real dos bonos equivale ao rendemento nominal dos bonos menos a taxa de inflación do PIB.
 Fonte: base de datos de AMECO (acceso en novembro de 2012); cálculos propios.

4% (e os acordos salariais concluídos na primeira parte de 2013 están moi por baixo desta marca), os salarios nos demais países, especialmente en Francia e Italia, terán que caer en termos absolutos. Isto, como se mostrou antes, danará gravemente as súas economías, e resultará moi difícil para os gobernos convencer o seu electorado da necesidade deses recortes salariais.

3. NUNHA CRISE, AS POLÍTICAS FISCAIS CONTRACÍCLICAS SON INDISPENSÁBEIS. Desde o comezo da UEM, a austeridade fiscal (os esforzos por reducir os déficits públicos e a débeda pública, aos que se denomina “políticas macroeconómicas sólidas”), foi o mantra de certas escolas de economía. Esta postura política foi considerada de importancia primordial para liberar o espírito do mercado e o emprendemento. En realidade, nunca tivo esa importancia. O mercado e o estado poden coexistir ben. Máis aínda, deben complementarse no seu beneficio mutuo. Ademais, os obxectivos fiscais teñen unha importancia secundaria ou terciaria para unha unión monetaria. Como se explicou anteriormente, a inflación está determinada principalmente pola escala dos incrementos salariais nominais e o aumento en custos laborais unitarios, e por unha política monetaria que afronte os aspectos técnicos dos mercados monetarios e as institucións financeiras intermediarias. Nunha época normal, a función das finanzas públicas consiste principalmente por tanto en asignar recursos abondo para a provisión de bens públicos, garantir un sistema impositivo xusto e eficaz, e empregar de maneira produtiva a parte do capital dispoñíbel que non é absorbido polo sector privado. As finanzas públicas non teñen ningún impacto directo sobre a inflación ou sobre o equilibrio exterior.

Pero poucas veces se está nunha época normal. Cunha perspectiva económica inestábel, un desemprego alto e en aumento, e doutrinas políticas económicas centradas en minimizar a función do goberno e do estado en

xeral, os orzamentos públicos están a ser cada vez máis a bisagra entre o estado e o mercado. Teñen un impacto, para ben ou para mal, sobre a integración das economías nacionais no concerto internacional.

Nun libro de grande influencia, Richard Koo (2008) demostrou que as crises financeiras tenden a rematar en “recesións dos balances”. Nestas situacións, é indispensable que o goberno interveña. Se as empresas, e tamén os fogares, se esforzan en reparar os seus balances despois dunha crise financeira, recortarán ansiosamente os gastos, e non responderán aos estímulos financeiros da forma normal e esperada por todo o mundo que incrementaría o gasto financiado polo crédito. Como os fogares son tipicamente aforradores natos, unicamente os países que poden depender doutros países como os seus debedores principais (o caso alemán, como se mostrou) son capaces de escapar ás recesións de balance sen incrementar abruptamente os seus déficits fiscais. O goberno ten que intervir, porque os aforros depositados nas contas bancarias non se transforman automaticamente en investimento, senón que tenden a deprimir a economía no seu conxunto, e por tanto a incrementar os déficits gobernamentais. O goberno ten que substituír de maneira activa os prestameiros e os investidores que faltan no sector privado.

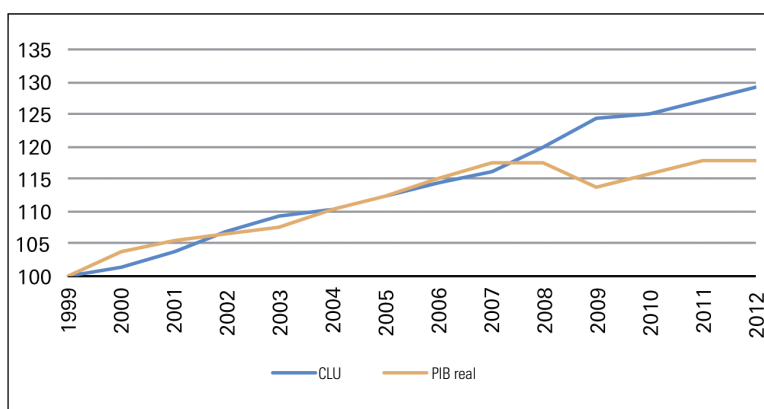
E isto tamén é certo no caso das economías sometidas a un desemprego alto e unha distribución de in-

gresos moi desigual, con salarios estancados e beneficios moi altos e en aumento. Mais antes de podermos explicar a función crucial do goberno con máis detalle, temos que eliminar algúns malentendidos teóricos que impiden abordar de maneira razoábel esta cuestión.

4. O ENIGMA DOS AFORROS² Malia décadas de investigación intensa, as forzas que impulsan o crecemento e o cambio estrutural seguen a ser relativamente misteriosas (McKinnon, 2012). Unicamente podemos dar por supostos algúns datos. Un deles é a función central da acumulación de capital e as melloras tecnolóxicas. A estreita relación entre o crecemento global e o crecemento do investimento é evidente, xunto co simple feito de que ningún país pasou nunca dun crecemento impulsado pola agricultura a un crecemento impulsado pola industria sen unha importante expansión na innovación e o investimento. Aínda non se alcanzou un consenso sobre os principais determinantes do investimento, e as fronteiras de batalla académicas seguen a estar moi separadas.

Falouse moito sobre as condicións previas que deben cumprirse para facilitar un incremento significativo no investimento na capacidade manufacturera. Sen dúbida é certo que nas sociedades primitivas ninguén podía investir (principalmente en forma de cría de gando e almacenamento do produto agrícola corrente para garantir a subministración de alimentos e

Figura 21: CLU (1) e PIB real – Francia (1999 = 100)



1 CLU definidos como renda bruta per cápita en ECU/euros dos traballadores por conta allea dividida polo PIB real polo número total de persoas empregadas.

Fonte: base de datos de AMECO (acceso en novembro de 2012); cálculos propios.

penso animal no futuro) sen reducir previamente o consumo de alimentos e de auga. Pero significa iso que en sociedades moito máis desenvolvidas (nas que o investimento adopta a forma dunha capacidade maior de fabricación e de servizos) a xente ten que se tornar primeiro aforradora para reducir os gastos do consumo corrente e propiciar o investimento? E se é así, por que prosperan algunhas sociedades relativamente pouco aforradoras, mentres que outras cunha propensión ao aforo moi inferior fican atrás?

Obviamente, o produto interior bruto dunha economía pechada (ou do mundo) pode dividirse nunha parte que se consome de inmediato (no mesmo período no que se produce) e unha parte que se aforra para ser consumida máis tarde. Por tanto, para unha economía pechada atópase o que se asume, é dicir, que os aforros equivalen ao investimento. Para unha economía aberta única que teña tanto aforo nacional como aforo estranxeiro (na que os aforros estranxeiros positivos sexan o correlato lóxico dun déficit de conta corrente), a identidade do aforo e o investimento cúmprese, e o "aforo nacional" defínese como algo que inclúe o aforo nacional e o estranxeiro.

En termos máis formais, a teoría investimento-aforo é enormemente simple. Asumamos que E é o produto interior bruto dunha economía pechada (ou do mundo), entón o produto enteiro pode dividirse obviamente nunha parte (C) que se consome de inmediato (no período de produción) e noutra (S) que se aforra para ser consumida logo ou ser investida (I) para incrementar o produto E nun período posterior. O produto pode definirse como:

$$Y = C + I \text{ ou } Y = C + S,$$

o que implica "atopar" para a economía pechada o que se asumiu, é dicir, que:

$$S = I$$

Nunha economía aberta única, os aforros *ex post* consisten en aforros nacionais (S_d) e en aforros estranxeiros (S_f), e estes últimos son o correla-

to do déficit de conta corrente se o seu valor é positivo, con:

$$S_d + S_f = I$$

O debate académico máis recente non tentou mellorar a nosa comprensión da dinámica e as causalidades que hai detrás da identidade, e por tanto os distintos determinantes, de S e I . Asumiu sen sentido crítico esta identidade como base axiomática das análises macroeconómicas, repetindo o erro do debate académico dos anos 20 do século pasado. O debate recente e actual ignorou o feito de que fai uns 70 anos, nas súas "ecuacións fundamentais", na *Teoría pura do diñeiro*, que forma o primeiro volume do seu *Tratado sobre o diñeiro*, Keynes clarificou a lóxica inherente deste enfoque clásico. A famosa igualdade de aforo e investimento é válida desde un punto de vista *ex post*, ou se a economía que se considere se acha nun estado de equilibrio perfecto. O segundo describe unha economía estacionaria, unha economía na que o ingreso real é constante e na que non hai incentivos para os emprendedores cambiaren o nivel existente de actividade, xa que o nivel de beneficios é exactamente cero. En todos os demais casos, o que determina o curso dos eventos non é $S = I$, senón unha ecuación como:

$$Q = I - S,$$

na que Q denota os beneficios ou perdas dos emprendedores (Keynes, 1930, p. 136). Neste mundo, calquera acto de aforo individual, quer de gobernos ou fogares, quer do resto do mundo, reduce os beneficios e o afo-

rro das empresas, porque reduce a demanda efectiva no sector corporativo no seu conxunto.

A diferenza entre os dous modelos é notábel e, por desgraza, moi miúdo reflexiónase de maneira inadecuada sobre ela mesmo na teoría económica e a política económica. Ao seren os beneficios (Q) a forza equilibradora entre o aforo e o investimento, o panorama do mundo cambia de maneira fundamental, e de tal forma que o modelo tradicional dun mercado de capitais perfecto xa non pode describilo. Parafraseando a Keynes: a xeometría de Euclides non se aplica a un modelo que non sexa de Euclides (Keynes, 1936, p. 16). De feito, o problema da teoría económica dominante tal e como se aplica hoxe en día na UEM é bastante similar ao que combateu Keynes na súa época. Na súa *Teoría xeral*, concluíu que a teoría clásica é "incorrecta, porque non deu illado correctamente as variábeis independentes do sistema. O aforo e o investimento son os determinantes do sistema, non os determinantes" (p. 183).

A debilidade do enfoque ortodoxo faise evidente cando debe afrontar cambios concretos no comportamento de axentes económicos nunha economía que está suxeita a unha incerteza obxectiva. Por exemplo, se os aforros do sector público aumentan de súpeto baixo as condicionalidades da troika, as empresas que se atopan perante unha caída da

demanda e unha caída dos beneficios reaccionarán reducindo o seu investimento. Para as empresas, a información está dispoñíbel unicamente acerca da caída da demanda, pero non sobre as razóns sistémicas que hai detrás dese cambio.

Na situación descrita, a rama das "expectativas racionais" da teoría neoclásica asume que as empresas poden esperar que o crecemento se acelere como resultado do aumento nos aforros. Con todo, este razoamento implica unha lóxica circular. Nun mundo no que as empresas aumentaron o seu gasto de investimento porque a demanda caía, cambiarían igualmente o financiamento da cantidade superior de investimento procedente do capital (fluxos de tesouraría, beneficios) a préstamos que xerasen xuros. O mecanismo que hai detrás da extraordinaria transición nesta teoría é unha caída nos tipos de xuro como consecuencia dos maiores aforros ou unha débeda pública inferior.

A implicación deste enfoque é desconcertante e absurda: despois do incremento do índice de aforro público (ou a redución da débeda a través dun menor gasto ou maiores impostos), agárdase que as empresas adquiren o mesmo nivel de beneficios que nunha situación de demanda inalterada por parte do goberno. Pero as empresas teñen que aumentar o seu investimento exactamente na cantidade que agora se aforra no canto de ser utilizada para gastos de consumo. Espérase que as empresas fagan isto aínda que a demanda dos seus produtos caese. A implicación é que piden créditos que xeran xuros para cubrir exactamente a fenda de beneficios aberta pola redución no consumo. Noutras palabras, as empresas que invisten incrementan os seus préstamos do mercado de capital exactamente na mesma cantidade na que os adquiriron "a cambio de nada" se os fogares estivesen a gastar tanto como antes. Mesmo aínda que os tipos de xuro se acheguen a cero, é evidente que os fondos que as empresas necesitan para protexer

o seu índice de beneficios son agora máis caros que antes. Por tanto, a teoría tradicional asume que as empresas invisten máis que antes aínda que deban acumular inventario non vendido ou reducir o seu aproveitamento da capacidade, e iso a pesar de que o financiamento do devandito investimento sexa máis caro.

Se se aceptase a priori a asunción de beneficios constantes ou cero, a dinámica do sistema podería explicarse en termos dun consumo privado que se suaviza ao longo do tempo. Isto significa que as empresas se axustan pasivamente a calquera decisión por parte dos fogares, sen pór en perigo os valores de equilibrio do modelo pola súa estabilidade inherente. Dita economía sería impulsada exclusivamente por decisións autónomas do consumidor, xa que o modelo asume a existencia duns emprendedores totalmente reactivos que nunca teñen en conta as condicións empresariais reais cando deciden acerca do investimento. En lugar diso, como regra, a deterioración do seu negocio no presente considérase unha proba dunha mellora garantida (esperada) no futuro. Esta idea achégase ao absurdo, mais reflicte exactamente o que están a predicar os países acredores da zona do euro, liderados por Alemaña (Schäuble, 2011).

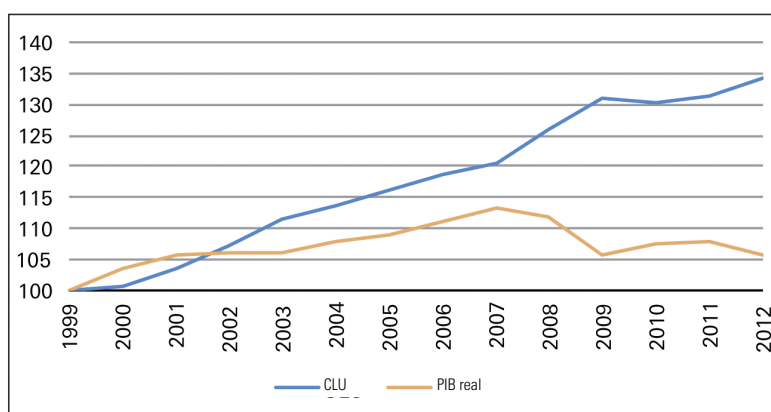
Os responsábeis políticos que confían neste modelo son incapaces de entender que non pode recoller os factores fundamentais que determinan en realidade a vida económica: o factor tempo e, estreitamente relacionado, a dispoñibilidade de información que afecta á secuencia de decisións adoptadas por axentes económicos baixo unha incerteza obxectiva sobre o futuro. Nun mundo de diñeiro e incerteza, a decisión de aforrar máis e consumir menos ten graves repercusións sobre o mercado de bens antes de poder impactar o mercado de capitais. Pero incluso considerando a posíbel reacción do mercado de capitais, a decisión de "non cear hoxe deprime o negocio de preparar a cea de hoxe, sen estimular

ningún outro negocio" (Keynes 1936, p. 210; Davidson 2013).

Nun mundo de incerteza e beneficios flexíbeis, a intención dos individuos ou o goberno de aforrar unha suma absolutamente maior que antes pode fracasar por completo, porque os futuros ingresos que obteñan ao final do período poderían ser inferiores aos ingresos que esperaban ao principio do período. Mesmo aínda que os fogares dean incrementado a proporción de aforros nos seus ingresos actuais (taxa de aforro) ou o goberno reduza o nivel da débeda, a cantidade absoluta de ingresos aforrados (e investidos) pode ser inferior, xa que o denominador da porcentaxe de aforros, os ingresos reais, pode caer debido ao declive na demanda e os beneficios, cunha caída inducida no investimento.

As implicacións para a política económica da diferenza entre a teoría keynesiana e neoclásica son tremendas. Se o nivel ou a taxa de crecemento dos ingresos reais non vén dada e é constante, entón as implicacións da globalización, a apertura dos mercados e das intervencións políticas, reviste unha grande importancia. O modelo neoclásico de beneficios fixos non require moita marxe de manobra para a política económica, e onde considera opcións de política económica son todo o contrario das sinaladas polo modelo keynesiano de beneficios flexíbeis. Para os responsábeis políticos, é de vital interese saber en que modelo se basean as recomendacións políticas que reciben. Frecuentemente, as institucións financeiras internacionais con sede en Washington que formaban o denominado Consenso de Washington argumentaban que hai unha elección racional entre os dous modelos e que a política económica pode optar por unha flexibilidade de tipos de xuro no canto dunha flexibilidade de beneficios e de ingresos reais: "Segundo unha opinión, aforrar considérase o resultado dunha elección entre consumo presente e futuro. Os individuos comparan o seu tipo de preferencia temporal co tipo de xuro, e suavizan o seu consumo

Figura 22: CLU (1) e PIB real – Italia (1999 = 100)



1 CLU definidos como renda bruta per cápita en ECU/euros dos traballadores por conta allea dividida polo PIB real polo número total de persoas empregadas.

Fonte: base de datos de AMECO (acceso en novembro de 2012); cálculos propios.

ao longo do tempo para maximizar a súa utilidade. O tipo de xuro é o mecanismo fundamental a través do cal se equilibran o aforro e o investimento. A outra opinión considera que existe unha estreita relación entre os ingresos actuais e o consumo, na que se aforra o residual. Segundo esta opinión, o aforro e o investimento equilibranse principalmente a través de movementos dos ingresos, e o tipo de xuro ten un efecto máis pequeno" (FMI, 1995, p. 73).

É importante ter en conta que "a maximización da utilidade" no modelo dos beneficios fixos describe un obxectivo totalmente distinto para a sociedade que se considere ao de "xeración de ingresos" no modelo de beneficios flexíbeis. Suavizar o consumo pode maximizar a utilidade nun sentido moi estreito e estático nun mundo sen comportamento emprendedor, é dicir, nunha economía que simplemente se move ao longo da fronteira do consumo ou ao longo dunha senda predefinida de crecemento. Maximizar os ingresos nun contexto dinámico é un obxectivo totalmente diferente. Permitindo monopolios temporais, as novas solucións tecnolóxicas e o investimento cambiarán a fronteira da produción (e por tanto a porta do consumo) cara a fóra, incrementando a produción potencial, e nunha economía monetaria mesmo máis aló dos recursos financeiros proporcionados polo aforro planificado dos fogares.

O enfoque do FMI suxire que os movementos de ingresos son tan positivos como os movementos nos tipos de xuro para equilibrar aforro e investimento. Isto unicamente é certo nun mundo no que a política económica non ten ningunha forma en absoluto de influír no resultado económico global. En realidade, porén, uns maiores ingresos reais (un crecemento dos ingresos máis rápido) son o principal obxectivo da política económica en todos os países do mundo, especialmente nos máis pobres. Os "instrumentos" dun cambio nos ingresos reais e un cambio no tipo de xuro poden ser vistos como alter-

nativas unicamente se se asume que a taxa de crecemento dos ingresos reais vén dada (é esóxena) e non poden influír nela a actividade empresarial nin a política económica. Pero entón todo o debate pasa a ser inútil desde o principio.

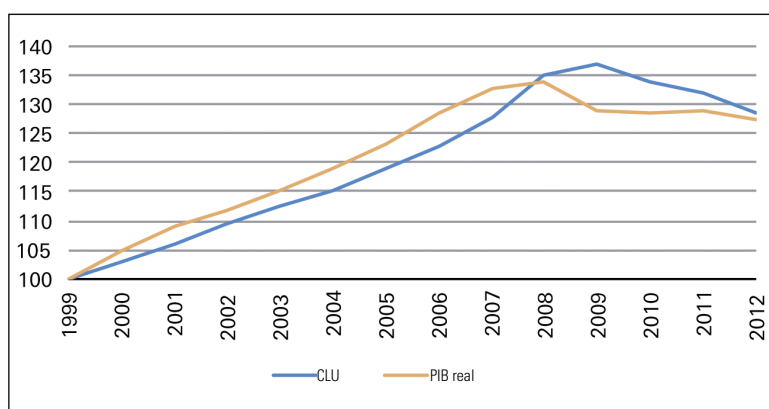
Por conseguinte, os gobernos deben elixir se o seu enfoque de política económica repousa sobre a idea do investimento inducido por "aforros de economía" ou a idea do investimento inducido por aforros de beneficio. Obviamente, dependendo do modelo que utilicen os responsábeis políticos, as estratexias da política económica serán totalmente distintas. No modelo ortodoxo de beneficios fixos, o axuste do investimento aos aforros é un proceso automático que extrae o resultado óptimo en termos de crecemento e postos de traballo sen intervención do goberno ou do banco central. No outro modelo, no que os beneficios son flexíbeis, a economía é inherentemente inestábel. Neste caso, a intervención do goberno ou do banco central necesítase para estimular o investimento, xa que a flexibilidade dos tipos de xuro pode non abondar para estabilizar a economía.

Se o crecemento dos ingresos é o principal obxectivo da política económica, entón a política económica debería centrarse claramente nun proceso no que os plans de investimento superen regularmente os plans de aforro debido á flexibilidade dos beneficios. Nese mundo, mesmo se se deixa inalterado o incentivo privado para o

"aforro", a economía no seu conxunto pode expandirse vigorosamente. Os "aforros" correspondentes ao incremento do investimento son xerados precisamente a través deste investimento, que é "financiado" a través da liquidez creada polo crédito bancario baseado na política monetaria expansionista. Un maior investimento estimula maiores beneficios, xa que os ingresos de monopolios privados soben no sector corporativo. Estes beneficios proporcionan o aforro macroeconómico que se require desde un punto de vista *ex post* para "financiar" o investimento adicional. No enfoque de beneficios flexíbeis, "a partida dos beneficios desde cero é o resorte do cambio no... mundo moderno... Alterando o índice de beneficios en direccións concretas pode inducirse os emprendedores a produciren isto no canto daquilo, e alterando o índice de beneficios en xeral pode inducírselles a modificaren a media das súas ofertas de remuneración segundo os factores de produción" (Keynes 1936, p. 140).

Por tanto, nun mundo de incerteza e de desviación permanente da ficción da competencia perfecta, as crises nos mercados de bens e de capitais conducen a un axuste das cantidades e os beneficios, no canto de axustes de prezos. No tocante ao mercado laboral, o incentivo adecuado para o cambio require unha ampla mobilidade laboral ou negociacións salariais centralizadas. A UEM, co enfoque de flexibilidade imposto pola troika, está a se dirixir exactamente

Figura 23: CLU (1) e PIB real – España (1999 = 100)



1 CLU definidos como renda bruta per cápita en ECU/euros dos traballadores por conta allea dividida polo PIB real polo número total de persoas empregadas.
 Fonte: base de datos de AMECO (acceso en novembro de 2012); cálculos propios.

na dirección contraria. No entanto, se a lei dun prezo goberna o mercado laboral, e se os salarios de diferentes grupos de cualificacións veñen dados para cada empresa individual, as empresas compiten diferenciando os rendementos en produtividade, como se tratou a sección 2.4 anterior. Unha innovación ou un novo produto provocan unha caída relativa en custos laborais unitarios para a empresa innovadora. O nivel de custo inferior pode trasladarse a prezos máis baixos, o que incrementa a cota de mercado da empresa ou, se os prezos permanecen inalterados, pode incrementar directamente os beneficios da empresa. Nese mundo, a resposta flexible das cantidades e os beneficios non reflicte unha "inflexibilidade" patolóxica dos prezos e os salarios. En lugar diso, é o principal ingrediente dos sistemas de mercado no mundo real, é dicir, a loita pola vantaxe competitiva absoluta no ámbito das empresas. Na súa dimensión intertemporal, esta loita consiste en conseguir unha maior produtividade cuns salarios concretos. Na súa dimensión internacional, consiste na combinación de salarios máis baixos cunha produtividade alta específica.

Nun mundo de distintos desempeños de produtividade nas empresas, os prezos mantéñense, mais os beneficios son flexíbeis. Visto ao revés, se os prezos e os salarios reaccionasen flexibelmente aos cambios no desempeño das empresas individuais, os beneficios manteríanse. Nun contexto dinámico, no que os prezos e os

salarios veñen dados para unha empresa individual, a flexibilidade dos beneficios individuais proporciona o volante, e o investimento é o vehículo que impulsa a economía. Neste mundo, a rama da industria, unha rexión particular ou un estado non son os actores principais, e calquera análise que se centre nestas entidades sen deixar marxe para a función dos beneficios e o emprendemento non dará captado a natureza do proceso de desenvolvemento económico dinámico.

Basicamente, o enfoque baseado no aforro argumenta xusto o contrario. Este modelo espera que as perturbacións procedentes do comercio ou a tecnoloxía sexan absorbidas por unha reacción flexible nos prezos ou salarios, mentres que as cantidades reaccionan menos e mesmo poden manterse constantes. Os beneficios non responden as perturbacións, xa que o modelo dunha competencia perfecta —por principio— funciona de tal xeito que os cambios nos beneficios non se producen. Neste enfoque, o aumento das importacións de produtos manufacturados máis baratos de países en desenvolvemento, por exemplo, obriga os salarios e os custos laborais unitarios do Norte a caer, e, por tanto, os prezos dos produtos nacionais axústanse aos das importacións máis baratas. Soamente poderase evitar un aumento do desemprego estendendo a estrutura salarial entre traballadores de distintas cualificacións, e tamén entre aqueles sectores e empresas que estean expostos á nova competencia

do estranxeiro e os que non o están. Con todo, este modelo foi refutado de maneira clara empiricamente polo aumento do desemprego despois da crise de 2008.

En conclusión, se o índice de crecemento dos ingresos reais non se asume como determinado a priori, os intentos da política económica de mellorar o desempeño do crecemento resultan útiles. En enfoque baseado nos aforros que favorecen a economía convencional e a troika, por tanto, é enganoso. Se os mercados non proporcionan automaticamente unhas taxas positivas e estables de crecemento dos ingresos reais, entón a perspectiva dinámica, que resalta o incentivo dos ingresos de monopolios temporais para os investidores pioneiros, é o único modelo relevante para o desenvolvemento do sistema no seu conxunto. O enfoque ortodoxo, que se centra principalmente na decisión dos consumidores de "suavizar o consumo ao longo do tempo" nunhas condicións de previsión perfecta, ofrece unha versión elegante da idea de Leon Walras de limpeza do mercado, mais non capta as características fundamentais das economías modernas.

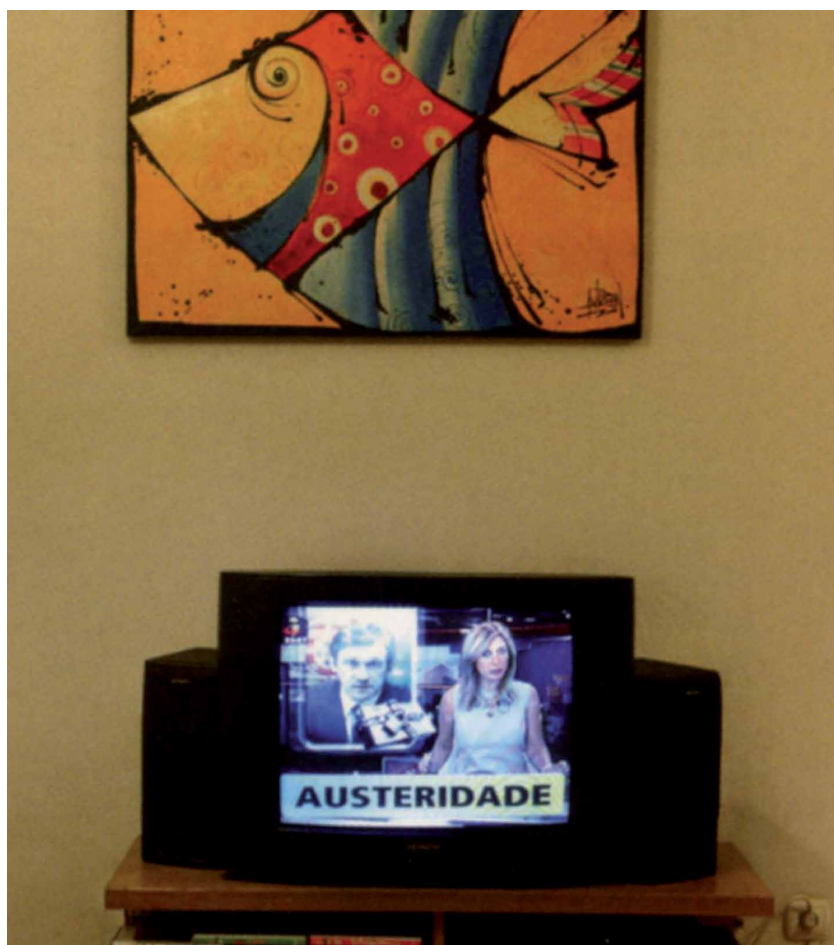
Ademais, algo que se esquece moi a miúdo na disputa teórica entre os defensores dos dous modelos é que o axuste do aforro ao investimento no mundo real fica solapado por varios tipos de perturbacións exógenas. Por exemplo, as taxas de xuro quizais non caían se a política monetaria está loitando contra un maior nivel de prezos causado por un shock negativo de oferta, como aconteceu durante as explosións dos prezos do petróleo no mundo industrializado dos anos 1970. Os tipos de xuro xa poden ser extremadamente baixos sen iso provocar unha cantidade suficiente de investimento, como no caso de todo o mundo industrializado neste momento do tempo; isto significa que a canle de tipos de xuro non pode funcionar para mover aforros adicionais para o seu uso produtivo en termos de investimento. Os efectos negativos da

caída da demanda privada sobre os beneficios poden verse agravados por unha política fiscal procíclica se a “austeridade” se considera, erroneamente, unha solución. Unha sobrevaloración do tipo de cambio real pode perturbar o proceso de axuste obrigando á política monetaria a reaccionar de maneira procíclica ou aplicando directamente condicións monetarias procíclicas.

En conxunto, na teoría económica convencional, a procura de variábeis que “equiparen” aforro e investimento dunha forma suave termina “resolvendo” o problema ignorándoo. Unha afirmación do tipo: “En equilibrio, no entanto, o tipo de xuro mundial equipara o aforro global ao investimento global”, como a que fixeron Obstfeld e Rogoff (1996, p. 31), é sinxelamente incorrecta. Como o aforro e o investimento son sempre idénticos *ex post*, a noción de “equilibrio”, así como a proposta social ou de que os tipos de xuro desempeñan unha función equilibradora, é claramente enganosa. Os modelos que se ocupan exclusivamente das economías que están a crecer baixo unhas condicións de “estado estábel” son inútiles. Nestes modelos, a apertura da sociedade que se reflicte nunha incerteza obxectiva (Davidson, 2013) caracterízase por ter uns axentes económicos que poidan prever perfectamente o futuro e dispoñan de información completa acerca da súa contorna económica.

5. DESEQUILIBRIOS EXTERNOS NUNHA ECONOMÍA ABERTA.

Segundo a opinión ortodoxa que dominou o pensamento económico durante as dúas últimas décadas, nunha economía aberta, “se o aforro non alcanza o investimento desexado... os estranxeiros deben asumir o equilibrio, pedindo, como resultado, dereitos sobre os ingresos ou a produción nacional” (Obstfeld e Rogoff 1996, p. 1734). Ou, como dixo Krugman (1992): “Un déficit externo *debe* [cursiva no orixinal] ter como contrapartida un exceso de investimento nacional sobre os aforros nacionais, o que fai que sexa natural buscar fontes



3º premio fotoxornalismo 2013 Estação Imagen (Notícias) Mora a António Pedro Santos pola serie “A crise é o maior ‘reality show’ do mundo”

dun déficit nun cambio autónomo no índice de aforro nacional” (p. 5). Con todo, suxerir que a identidade implica causalidade e dar ao “aforro” unha función específica, é dicir, un papel primordial no proceso, non está xustificade, como se demostrou.

O feito de que —desde un punto de vista *ex post*— xurdise unha fenda entre o aforro e o investimento nun país non apunta a unha decisión “autónoma” de ningún axente económico en ningún dos países implicados. Os plans dun grupo de actores non se poden levar a cabo sen ter en conta unha interacción altamente complexa destes plans cos doutros actores, así como os cambios nos prezos e as cantidades baixo condicións de incerteza obxectiva sobre o futuro. Para dar á identidade aforro-investimento contido informativo, é necesario identificar as variábeis que determinan os movementos de cada un, aforro, consumo e investimento, e por conseguinte os ingresos nacionais do país, xunto cos

ingresos nacionais de todos os seus socios comerciais. Ademais, a identidade contábel dos aforros e o investimento non proporciona ningunha indicación acerca da eficacia do proceso que conduce a unha igualdade *ex post* do aforro e o investimento, e por tanto non pode ser considerada unha condición de equilibrio. A identidade non di nada acerca dos factores equilibradores nin da súa función no proceso de axuste.

Nun contorno non estacionario, calquera incremento do gasto (incremento nunha posición de débeda neta dun sector) aumenta os beneficios e calquera incremento do aforro (posición do acredor neto) reduce os beneficios. Que o aforro e o investimento cambien aquí ou alí, ou que os beneficiarios (ou perdedores) do proceso de axuste se sitúen no país no que se orixinou a perturbación ou noutros países non cambia o curso dos eventos. A decisión dun determinado grupo de axentes economi-

cos (público ou privado, nacional ou estranxeiro) de gastar menos diñeiro procedente dos seus ingresos correntes diminúe os beneficios. Unha caída nos aforros estranxeiros pode supor en realidade maiores beneficios nacionais e máis investimento en lugar dunha caída do investimento.

Un déficit de conta corrente, ou un “fluxo de aforro estranxeiro” crecente, xorde moi a miúdo despois de perturbacións negativas sobre o mercado de bens, por exemplo unha caída de relacións de intercambio ou unha apreciación da moeda real e duradeira. Unha apreciación real reduce directamente os ingresos das empresas se as cotas de mercado están protexidas por unha estratexia de axuste de prezos ao mercado. Se as empresas tentan defender as súas marxes de beneficio, é inevitábel unha caída nas cotas de mercado e, como regra, un xiro na conta corrente cara ao déficit. Unha entrada de aforros estranxeiros neta máis alta, loxicamente asociada cun incremento das importacións netas (maiores importacións ou menores exportacións), non pode compensar de ningunha maneira a caída dos beneficios globais, ou nin sequera inducir as empresas no país respectivo a investiren máis que antes. En condicións normais, o proceso que conduce a unha deterioración da conta corrente reduce os ingresos reais da economía que se estea considerando (reducindo os beneficios ou outros tipos de ingresos, con repercusións negativas sobre os beneficios). Por tanto, fixarse simplemente en fluxos de capital de maneira illada non significa comparar a situación de antes e despois do xiro. Na maior parte dos casos, unha entrada de capital neto máis alta indica unha perturbación negativa e non, como suxire a teoría neoclásica, unha positiva.

6. BALANZAS EXTERNAS E A FUNCIÓN DA POLÍTICA FISCAL: O CASO ALEMÁN. A interacción do aforro e o investimento pode ser analizada até determinado punto examinando o fluxo financeiro neto entre

os distintos sectores da economía. Alemaña é un caso importante neste contexto, xa que parece ter resolto o problema de estimular a demanda sen sacrificar o seu aforro fiscal. A figura 18 mostra a pauta dos fluxos financeiros netos de Alemaña durante os últimos 50 anos.

Nos anos 1960 a pauta de balanzas financeiras en Alemaña era tal que o endebedamento neto por parte do sector corporativo constituía a principal contrapartida ao aforro neto dos fogares. Naquel período, nin o goberno nin os países estranxeiros contribuíron significativamente á absorción do aforro privado. Co inicio da UEM, o sector corporativo alemán foise separando cada vez máis da súa tradicional posición de déficit para asumir unha función como aforrador neto a partir da metade da primeira década deste século. Aínda que ao principio da primeira década da UEM o sector público seguiu a ser deficitario, en 2009 decidiu deter virtualmente o endebedamento neto corrente, introducindo unha “interrupción da débeda” na constitución alemá, que a partir de entón unicamente permitiría ao Estado cantidades moi pequenas de endebedamento neto anual.

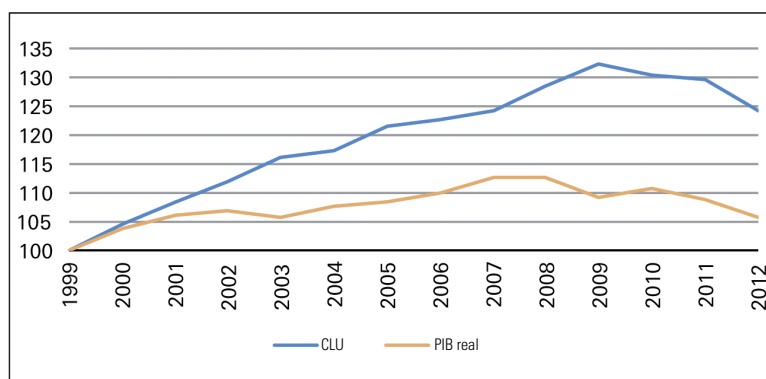
A contrapartida dos intentos cada vez maiores en todos os sectores da economía alemá de se converter nun aforrador neto era o endebedamento crecente dos países estranxeiros respecto dos seus prestamistas alemáns. O mecanismo para conseguir isto descríbese de forma detallada no capítulo II, cando se fala dunha depreciación real a través do *dumping* salarial, activado pola presión gobernamental sobre os sindicatos. O resultado para a UEM foi desastroso, mentres que para a economía alemá resultou nunha traxectoria de crecemento insustentábel e un reto enorme para a política económica.

O desafío para Alemaña consiste en volver impulsar as súas empresas cara a unha situación na que gañen moito menos pero invistan moito máis. Obviamente, o incríbel incremento de beneficios alemáns durante

a segunda metade da primeira década da UEM debeuse ao tremendo éxito das empresas alemás por todo o mundo a expensas das súas veciñas europeas. Como mostramos, sen a canle de exportacións o experimento alemán de moderación salarial tería sido un fracaso completo, xa que serviu para reducir o crecemento da demanda nacional. Tampouco tería sido posíbel a acumulación de beneficios no crecemento das exportacións impulsado en gran medida pola depreciación real. Pero ao estar totalmente aberta a canle das exportacións, as empresas alemás especializadas en bens comerciábeis aproveitaron esta oportunidade de ouro para expandiren as súas cotas de mercado e as súas cotas de beneficio ao mesmo tempo. A distribución da renda secundaria tamén se moveu ao seu favor, debido non só á compresión salarial, senón tamén a un recorte significativo dos impostos corporativos.

Ao atoparse agora a maior parte dos antigos importadores de bens alemáns en graves problemas e non estar xa dispostos a asumir a función de debedores, o modelo debe cambiarse radicalmente. Os mecanismos dispoñíbeis para os responsábeis políticos baséanse nos salarios e os impostos. Unha reestruturación da demanda agregada cara a unha maior demanda nacional e unha menor demanda estranxeira unicamente poderase lograr dándolle a volta á moderación salarial e presionando para conseguir un período ampliado de crecemento salarial superando por ampla marxe a senda da moderación, e mesmo excedendo a liña da tendencia da produtividade máis o obxectivo da inflación. Unha potente intervención gobernamental será crucial para conseguir o cambio requirido no equilibrio de poder no mercado laboral a favor do traballo. Uns maiores salarios provocarían un incremento na demanda nacional, que leva xa máis dunha década sendo plana en Alemaña. Ao mesmo tempo, o goberno debe restaurar os tipos impositivos corporativos até niveis normais, e utilizar os ingresos para in-

Figura 24: CLU (1) e PIB real – Portugal (1999 = 100)



1 CLU definidos como renda bruta per cápita en ECU/euros dos traballadores por conta allea dividida polo PIB real polo número total de persoas empregadas.

Fonte: base de datos de AMECO (acceso en novembro de 2012); cálculos propios.

vestimentos en infraestruturas, o que beneficiará a empresas especializadas no investimento nacional e na satisfacción do investimento nacional.

A tarefa que agarda a Alemaña supón un desafío aínda maior, xa que a filosofía que hai detrás de toda a edificación da súa política económica se basea en conseguir superávits de exportación. A "orientación ás exportacións" é defendida con unllas e dentes na política e os medios de comunicación, e descrita como única forma de que a economía prospere e cre postos de traballo. Os responsábeis políticos (e as empresas) de Alemaña deben aprender agora a lección de que non se pode empregar primeiro sistematicamente outras nacións como debedoras e logo rexeitalas por seren "laxas", "vagas" e insuficientemente sólidas no seu comportamento económico sen cuestionar os cimentos do propio modelo económico do país. Isto resulta especialmente difícil cando o proceso de dar unha nova orientación á política económica non será activado por un acontecemento externo como a apreciación da moeda. No contexto da unión monetaria, este proceso debe ser iniciado internamente, recoñecendo que o modelo elixido pola gran maioría resultou ser insustentábel. Dada a limitada capacidade dos seres humanos para admitir os erros persoais, semella moi pouco razoábel esperar que o devandito proceso se produza.

Por tanto, tendemos a crer que será moi difícil conseguir unha solución cooperativa. O que moverá a posición alemá será a presión política conxunta dos países do sur de Europa, incluído Francia, ou o derrubamento dos muros nun país tras outro ou un pánico inminente en moitos países ao mesmo tempo. Sempre que recoñezan a súa debilidade individual e o seu poder colectivo, unha coalición dos países debedores que ameace con pór fin á UEM pode ser a mellor maneira de obrigar a Alemaña a cambiar o seu modelo económico. No caso de que a UEM chegue ao seu fin, as novas (vellas) divisas destes países desvalo-

rizaríanse significativamente fronte ao vello euro e a que pase a ser nova moeda alemá, destruindo da noite para a mañá unha parte enorme dos mercados de exportación alemáns.

CAPÍTULO V: CONCLUSIÓNS

1. O PROBLEMA DA TRANSFERENCIA E A NECESIDADE DE CONTAS EXTERNAS SUSTENTÁBEIS. Un axuste eficaz e rápido das valoracións das divisas en liña cos termos fundamentais canto a prezos ou custos laborais unitarios resulta crucial para un fluxo fluído de comercio e capital e a prevención de desequilibrios insustentábeis entre os países. Esta é a conclusión que pode extraerse de 40 anos de experiencia cos distintos réximes de tipo de cambio que xurdiron desde o final do sistema de Bretton Woods. Sexa libre flutuación, flutuación controlada, flutuación sucia, fixación ou fixación perpetua: con todos estes sistemas, os déficits de conta corrente, enormes e en ascenso, asociados cunha perda de competitividade das economías no seu conxunto son insustentábeis. O mesmo pode dicirse das unións monetarias entre estados independentes. Con todo, unha sobrevaloración ou unha subvaloración (apreciación ou depreciación dos tipos de cambio reais) que se produzan nunha unión monetaria como consecuencia do *dumping* salarial nun país ou outras formas de competencia entre nacións, como a competencia fiscal, serán moito máis difíciles de

afrontar, porque non existe a posibilidade de axustes nos tipos de cambio.

No ámbito global existe un problema similar. Nos anos anteriores á crise financeira global afloraron enormes desequilibrios na economía mundial, e fíxose evidente que "os mercados" non ían ser capaces de resolver este problema. O xurdimento da crise financeira de 2008 —e as súas ramificacións globais desde entón— levou os países desenvolvidos e en desenvolvemento do G-20 a un primeiro plano. O G-20 foi deseñado para liderar unha resposta de política internacional coordinada tanto á crise financeira como aos desequilibrios globais. Os ministros de economía do G-20 subliñaron a necesidade de avaliar as causas dos desequilibrios globais, avultados de forma persistente, e os requisitos para que se producese un reequilibrio. Co tempo, a preocupación pasou a se centrar cada vez máis nos desequilibrios estruturais internos, as políticas fiscais e a aliñación monetaria, como partes dun paquete de política común para capear a seguinte fase da crise.

O debate no G-20 abriu novas sendas para enfocar o problema da gobernanza económica global. Recoñeceuse que o mantra de "deixar as divisas aos mercados" perdeu o seu poder de persuasión. A contradición entre esperar que as forzas do mercado fagan o seu traballo e esperar unha realiañamento das divisas en función de determinantes fundamentais de competitividade salta á vista. E isto volveuse revelar

nos últimos anos cando unha grande economía emerxente, Brasil, tivo que repeler enormes entradas de capital que estaban a causar unha apreciación insustentábel da súa divisa. Mais a contradición non debería causar sorpresa; a economía mundial xa pasou antes por situacións similares. En 1985, por exemplo, a incapacidade dos mercados de resolveren os tradicionais desequilibrios comerciais entre Xapón e Estados Unidos acabou resolvéndose a través do histórico Acordo da Praza. Despois de que todos os demais enfoques fallasen, unha intervención coordinada entre os membros do G-5 acabou obtendo unha desvalorización do 50% do dólar estadounidense.

O ímpeto renovado por unha cooperación multilateral para resolver o problema dos desequilibrios persistentes no plano global, e o feito de que se presentasen propostas concretas para establecer mecanismos que reducesen a volatilidade monetaria e financeira global, tamén debería servir como unha chamada de atención para a UEM. Os desequilibrios que xurdiron dentro da unión monetaria son parte dun problema máis grande de tipos de cambio desaliñados, e ao que haberá que acabar facendo fronte globalmente.

As conclusións para o mundo real baseadas nunha simple identidade contábel adoitan ser cuestionábeis. Non hai ningún vínculo causal directo entre un déficit de conta corrente e o comportamento dos aforros ("deficiencia de aforros") de certos sectores dunha economía. Segundo as regras xerais da contabilidade, ningún país pode manter un déficit de conta corrente que non estea financiado por [os "aforros" netos de] outros países. A "deficiencia de aforros" é o resultado visíbel dun proceso macroeconómico, mais non necesariamente o resultado dunha falla de aforros ao principio deste proceso. A identidade está totalmente muda acerca dos mecanismos económicos que conducen ao devandito resultado. A conxectura da teoría neoclásica é que os aforros

sempre encabezan procesos de axuste macroeconómico, e veñen seguidos do investimento. Porén, esta conxectura é insustentábel. Desde a perspectiva desta teoría, semella paradoxal que a conta corrente de moitos países en desenvolvemento actualmente estea en superávit. É iso o resultado dun superávit de aforros no sentido estrito da palabra? Ou é, máis ben, o resultado de políticas deseñadas para evitar a aparición de novos déficits de conta corrente logo da dolorosa experiencia de moitos países en vías de desenvolvemento que afrontaron crises financeiras e unha condicionalidade política imposta polos seus acredores?

Os desequilibrios de conta corrente, como tales, non deben ser o principal centro de atención da política económica, polas dificultades de cuantificar unha banda apropiada para cada país, fóra da cal un desequilibrio pasa a ser verdadeiramente insustentábel (o aspecto que máis afecta a como aparecen eses desequilibrios). Hai moitas boas razóns polas que unha conta corrente pode ter déficit ou superávit nun determinado punto do tempo. Unha razón é que unha economía medra máis rápido que a dos seus socios comerciais, o que fai que as importacións aumenten máis rápido que as exportacións (un exemplo son os Estados Unidos nos anos 1990). Outra é que un país pode ser un importador principal dun ben primario cuxo prezo tende a subir, o que incrementa a factura das importacións sen que haxa ningunha compensación a través da suba das ganancias por exportacións (por exemplo, o grupo de "países de baixos ingresos e déficit alimentario"). E outra razón máis é que un país pode servir de centro para empresas estranxeiras produciren bens manufacturados a grande escala, pero quizais non alcanzou aínda unha renda per cápita o suficientemente alta como para permitir á súa poboación consumir unha cantidade de bens importados que equilibre as exportacións (como en China, por exemplo).

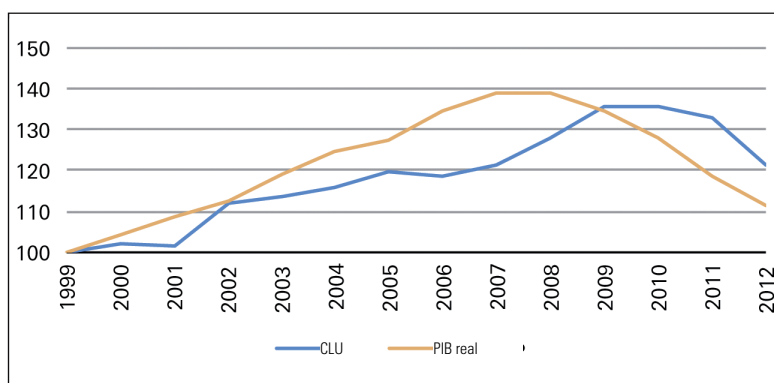
En todos eses casos, precisase un colchón a curto prazo de entradas ou

saídas netas de capital para permitir un funcionamento fluído do sistema comercial internacional. Noutras palabras, os desequilibrios de conta corrente non son, por si mesmos, o indicador dun problema sistémico que necesite unha intervención coordinada. Ademais, o importante non é tanto a posición de conta corrente de ningún país: algúns exportadores de bens poden contar con manter indefinidamente os seus superávits (Arabia Saudita). O que importa son déficits de conta corrente que sexan causados por unha perda de competitividade de todo o sector manufactureiro (ou de servizos) dun país, e os superávits de conta corrente que sexan causados polas ganancias de competitividade no agregado. Este tipo de desequilibrio de conta corrente é o que resulta claramente insustentábel.

O feito de as taxas de cambio teren un papel fundamental para a balanza externa e, por tanto, os acontecementos macroeconómicos nacionais, está apoiado pola evidencia empírica. Analizando os factores que inflúen nos reveses de conta corrente, o Informe sobre Comercio e Desenvolvemento da UNCTAD de 2008 demostrou que, no canto de seren impulsados cos aforros autónomos e as decisións de investimento de axentes nacionais e estranxeiros, os reveses de conta corrente tenden a ser causados por perturbacións externas procedentes dos mercados tanto de bens como financeiros. En concreto, normalmente as melloras na conta corrente veñen acompañadas de perturbacións positivas nas relacións de intercambio, dunha depreciación real nos tipos de cambio ou do pánico nos mercados de capital internacionais seguido de paradas repentinas dos fluxos de capital.

A razón máis profunda pola cal os desequilibrios de conta corrente son insustentábeis radica nunha falacia de composición. Os países que se endebdan cos seus socios comerciais durante períodos extensos de tempo antes ou despois entran nunha situación na que xorden interrogantes acerca

Figura 25: CLU (1) e PIB real – Grecia (1999 = 100)



1 CLU definidos como renda bruta per cápita en ECU/euros dos traballadores por conta allea dividida polo PIB real polo número total de persoas empregadas.

Fonte: base de datos de AMECO (acceso en novembro de 2012); cálculos propios.

da sustentabilidade da súa débeda externa acumulada, noutras palabras, a súa capacidade de pagar e devolver esa débeda. Con todo, o pagamento da débeda neta por parte dun país debedor unicamente é posíbel cando consegue un superávit de conta corrente. Isto significa que o país acredor debe estar disposto a converter a súa posición de superávit nunha posición de déficit. As empresas individuais ou os fogares pode ser capaces de reducir a súa débeda pendente “apertando o cinto” ou aumentando as súas fontes de ingresos; isto non ten ningunha repercusión sobre a renda do acredor. Non obstante, isto non é posíbel na maioría dos casos de relacións acredor-debedor entre países. Se un país acredor defende por todos os medios o seu superávit de conta corrente, resulta moi difícil ou mesmo imposible para o país debedor converter un déficit de conta corrente en superávit, que é o que require o pagamento neto da súa débeda externa. Este problema coñécese como “problema de transferencia”. Foi analizado por Keynes (1929) en conexión coas reparacións impostas a Alemaña polo Tratado de Versalles despois da Primeira Guerra Mundial. Chegou á rechamante conclusión de que Alemaña, ao ser obrigada a pagar as reparacións en especie, necesitaría xerar superávits de conta corrente durante un período prolongado e debería adquirir cotas de mercado a expensas dos aliados, os beneficiarios das reparacións. Se estes países rexeitaban dar a Alemaña esa marxe de manobra, o pagamento das reparacións sería imposible.

É trágico que a día de hoxe Alemaña, a vítima da condicionalidade aliada daquela, sexa incapaz de entender a natureza da súa relación cos membros da UEM do sur de Europa. Alemaña segue a insistir en que “todo o mundo ten que mellorar a súa competitividade” (Merkel, 2013; e Schäuble, 2011) e en defender as súas cotas de mercado internacionais. Esta actitude impide directamente unha solución á crise do euro ao crear un problema de transferencia. Como a

competitividade é un concepto relativo e as contas correntes terán que ser equilibradas para a zona do euro no seu conxunto (xa que o resto do mundo non aceptará o balance de conta corrente dun bloque tan enorme, algo que pode facer a través da manipulación dos tipos de cambio), o enfoque alemán infrinxe a lóxica fundamental.

2. Á ZONA DO EURO ESPÉRANLE DECISIONS DIFÍCILES. Ao principio de 2013 o índice de desemprego na UE era de máis do 12%. Nalgúns países do sur de Europa o desemprego total superaba o 25%, e o desemprego xuvenil alcanzou un alucinante 55%, ou mesmo un 60%. Máis que ningunha outra cousa, estas cifras amosan o fracaso da zona do euro á hora de facer fronte ao problema xurdido como a “crise do euro”. A espectacular caída do crecemento e o emprego foi desencadeada polas repercusións da crise financeira global de 2008 e 2009. Con todo, aínda que Alemaña e a maior parte dos países máis grandes foron capaces de volver a taxas de crecemento positivas bastante pronto, os países debedores víronse privados das maneiras de combater a recesión, e obrigóuselles a aplicar políticas procíclicas nunha dimensión que non se vía desde os anos 1930.

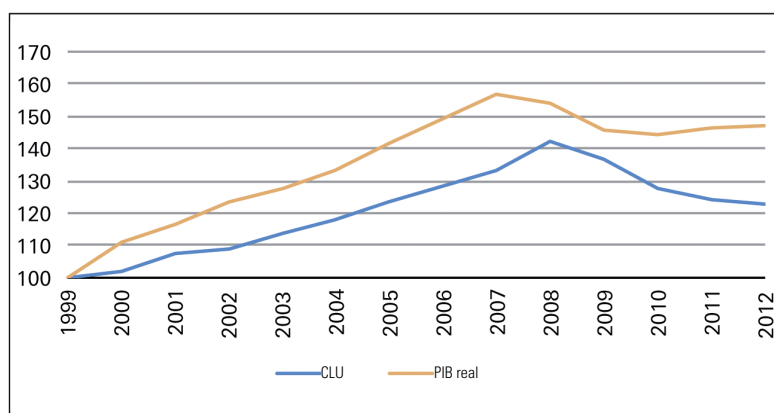
O mantra alemán da “austeridade como única solución” (Schäuble, 2011) impúxose de maneira xeneralizada en todos os países que pedían axuda financeira cando o seu acceso

aos mercados de capital internacionais se interrompeu ou quedou bloqueado de facto por tipos de xuro moi altos. Unha obsesión por aparentes problemas fiscais domina o debate. As condicións acordadas polo Eurogrupo para o acceso a apoio financeiro dos países acredores centráronse en consolidar os orzamentos públicos a calquera custo e o máis axiña posíbel.

Claramente, as diferenzas nos rendementos da débeda pública entre países acredores e debedores foron o primeiro sinal dos mercados financeiros que indicaba unha separación entre as nacións “sólidas” e “dilapidadoras” na zona do euro. O rendimento da débeda non indica necesariamente, como moitos cren, un problema co déficit orzamentario actual das reservas de débeda pública no país en cuestión. Unha ollada á época anterior á creación da UEM revela que os rendementos dos bonos non sancionaba os países cunha alta débeda pública de ningún xeito sistemático. Os rendementos nominais dos bonos diverxían nunha ampla marxe, pero isto reflectía principalmente diferenzas entre o nivel global dos tipos de xuro dos países. En termos reais, porén, a situación era bastante distinta (figura 19). O rendimento axustado á inflación da débeda pública italiana ou belga non era moi superior ao dos bonos alemáns, malia a débeda pública italiana e belga multiplicar case por tres a alemá (figura 20).

Isto mostra que no pasado os mercados non consideraban que a débeda

Figura 26: CLU (1) e PIB real – Irlanda (1999 = 100)



1 CLU definidos como renda bruta per cápita en ECU/euros dos traballadores por conta allea dividida polo PIB real polo número total de persoas empregadas.

Fonte: base de datos de AMECO (acceso en novembro de 2012); cálculos propios.

pública dos países da UE tivese risco de suspensión de pagamentos. En lugar diso, tiñan en conta o risco dunha desvalorización da moeda na que se denominaba a débeda pública. O feito de os rendementos tamén converxeren perfectamente durante a primeira década da UEM confirma claramente este punto: mentres o perigo dunha descomposición da zona do euro se considerase insignificante, a converxencia dos rendementos nominais dos bonos era perfectamente lóxica. No entanto, cando xurdiu a crise do euro xa non se podía excluír a saída de países en problemas, de modo que os mercados percibiron un risco cada vez maior de que os bonos destes países puidesen non ser pagados en euros, co resultado de que os rendementos empezaron a diverxer. O BCE efectuou varios intentos importantes de conter a magnitude da diverxencia, como as dúas operacións de refinanciamento a longo prazo e o sinal por parte do presidente do BCE aos mercados financeiros de que o BCE faría “todo o que fixer falla para conservar o euro”. Grazas a estes intentos as diverxencias reducíronse, pero non desapareceron por completo.

Ao resultar obviamente incapaces os programas de axuste de proporcionaren o que se agardaba deles, é dicir, un “axuste” en termos de redución tanto dos déficits orzamentarios públicos como da débeda pública, a incerteza sobre o futuro do euro segue a ser alta. Nestes momentos, a situación estabilizouse grazas ao enorme poder do BCE para intervir e pór un tope aos rendementos dos bonos. Con todo, isto simplemente significa que o incendio está temporalmente controlado; aínda falta moito para extinguílo.

Para extraermos as conclusións correctas para o futuro do euro, é importante comprender moi ben o que aconteceu nas nacións con problemas até esta data. Os programas de axuste prescritos pola troika teñen dous elementos principais. O primeiro é un axuste fiscal, o que significa recortes no gasto público e nos maiores tipos

impositivos. Nunha forte contorna de recesión, as políticas fiscais restritivas deste tipo empeoran inevitavelmente a situación. O seu impacto negativo sobre a actividade económica implica, como regra, unha caída nos ingresos públicos por impostos e incrementos nos gastos públicos debido ás obrigacións existentes no ámbito da seguridade social e as prestacións por desemprego.

A idea expresada por partes da troika e do goberno alemán de que o sector privado pode reaccionar positivamente a esta política fiscal restritiva roza o absurdo. Os chamados efectos non keynesianos, que se basean no “teorema de equivalencia ricardiana” e a teoría das expectativas racionais, son unha ficción teórica que calquera cidadán razoábel consideraría pura estupidez. Os recortes no gasto público, nun momento no que a incerteza das empresas acerca da demanda e dos fogares acerca dos seus ingresos xa é alta e conduciu o sector privado a reducir o gasto, unicamente serven para aumentar a incerteza. A asunción de que o fogar medio ten unha previsión total acerca das súas futuras fontes de ingresos e a carga fiscal significa ignorar o problema antes de sequer empezar unha análise seria. A incerteza no sector privado debe ser motivo para que os gobernos gasten máis ou baixen os impostos para dar a volta ás percepcións e estimular máis consumo privado e investimento. Que os gobernos fagan exactamente o contrario mostra que a súa política se

basea nun modelo absurdo da economía, e que os responsábeis políticos están a tentar implantar nos cerebros da maioría dos cidadáns.

O segundo elemento da estratexia de axuste son as “reformas estruturais”, o que significa principalmente reformas no mercado laboral ou, en linguaxe simple, recortes salariais. Segundo o ministro de Finanzas alemán (Schäuble, 2013), a forma de saír da crise consiste en mellorar a competitividade de todos os países da zona do euro. Segundo este razoamento, pode conseguirse un rexuvenecemento da UE e un futuro mellor para todos cando todos os países que agora están en crise copien o modelo alemán. Para alén dos problemas do concepto de competitividade mencionados anteriormente, as “reformas estruturais” encamiñadas a reducir os salarios van camiño do fracaso. De aplicárense en moitos países simultaneamente, o resultado dos recortes salariais será unha caída espectacular da demanda nacional en todos eses países e un colapso dos fluxos comerciais entre eles. Como se mostrou anteriormente, en Alemaña os recortes salariais reduciron directamente a demanda nacional; con todo, en todos os países europeos a demanda nacional constitúe de lonxe a maior porcentaxe da demanda total, e por tanto os recortes salariais causarían que o desemprego aumentase aínda máis (figuras 21-26).

Non hai ningunha dúbida: o empeoramento da crise no sur de Europa está estreitamente correlacionado coa



3º premio fotoxornalismo 2013 Estaçon Imagen Mora (Noticias) a António Pedro Santos pola serie "A crise é o maior 'reality show' do mundo"

aplicación das políticas de axuste deflacionista (austeridade fiscal e redución de salarios) impostas pola troika. Mentres que Francia e Italia experimentaron unha forte desaceleración do crecemento mesmo con políticas de crecemento salarial inalteradas (e respectivamente os custos laborais unitarios), en todos os países que seguiron o "tratamento da troika" dunha forma ou outra o descenso do crecemento desde 2009 é contundente.

Grecia, país que reduciu os custos laborais unitarios máis que ningún outro, entrou nunha depresión, e perdeu en torno ao 20% do seu PIB en comparación con 2009. Porén, a pesar destes "logros", non alcanzou un nivel de competitividade que lle permitise obter algúns beneficios dun axuste tan duro, en termos de maiores exportacións (véxase a figura 7). Tendo en conta os cambios sucedidos en toda a historia da UEM, o axuste da economía grega aínda está lonxe do que se require para restabelecer a súa competitividade internacional.

Paradoxalmente, eses países que avanzaron bastante canto á mellora da súa competitividade demostran que é o camiño equivocado para todos os demais. Se Francia e Italia se embarcasen en axustes similares aos dos países europeos máis pequenos da periferia, o resultado sería unha depresión e unha deflación profunda e duradeira en toda a zona do euro. Iso fortalecería, case con total seguridade, os movementos políticos radicais, e poría a democracia en perigo. Tamén fa-

ría que a opinión pública se puxese en contra da unión monetaria e da idea de integración europea, dunha forma máis xeral. Por outra banda, sen axuste Francia e Italia perderían máis en termos de competitividade, polo que un reequilibrio do seu comercio exterior se volvería imposible. Ningunha das dúas sendas é factíbel. Isto amosa que só se poderá atopar unha solución á crise europea nun esforzo cooperativo internacional, que inclúa un axuste importante nos países con superávit, especialmente Alemaña.

3. O BALANCE DE CUSTOS E BENEFICIOS DE PERTENCER Á UEM CAMBIA CON RAPIDEZ. Co dominio alemán sobre os mercados de exportación e o feito de que Alemaña non estea disposta a mudar o seu modelo de política económica, o tipo de condicionalidade vinculada aos programas de axuste das economías en crises e o axuste disfuncional significan que o custo de seguir sendo parte da UEM está a aumentar con rapidez. Fronte a isto, os beneficios de pertencer a ela, como se describe ao principio deste estudo, son pequenos, e estanse reducindo.

A desintegración dos mercados de capital na UEM despois da crise financeira reduciu rapidamente o beneficio de formar parte da unión monetaria e estar suxeito á política monetaria común. O BCE esforzouse por conter a diverxencia nos tipos de xuro a longo prazo introducindo o programa de operacións de refinan-

ciamento a longo prazo e mediante a intervención verbal á que se fai referencia na sección anterior. Aínda que isto axudou a estabilizar a situación por un momento, as diferenzas nos tipos de xuro nos países mantivéronse, engadidas á pauta desfavorábel da competitividade externa. Os resultados son condicións monetarias (tipos de xuro e tipos de cambio reais) que son peores en termos absolutos nos países deficitarios, onde a situación económica require un estímulo moito máis forte que nos países con superávit. Ao mesmo tempo, os tipos de xuro da débeda pública nos países con superávit alcanzaron mínimos, o que prepara o terreo para unha fácil consolidación dos seus orzamentos, dado que as condicións monetarias benignas neles estimulan a economía no seu conxunto.

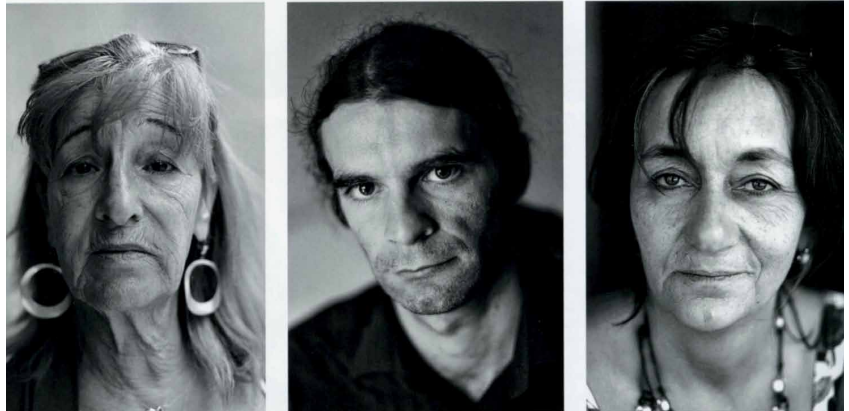
Isto implica que a diverxencia orixinal e a dirección global dos programas de axuste están a desestabilizar a unión monetaria até un punto no que a propia supervivencia da unión está a ser cuestionada seriamente. Con todo, os responsábeis políticos europeos non parecen recoñecer isto. Nin tampouco están dispostos a se implicar nun esforzo político para dar a volta á economía global e deter a diverxencia crecente. Por tanto, a desintegración e o eventual derrubamento da unión deben considerarse moi en serio.

O BCE, en concreto, tería que seguir de maneira moito máis consecuente un enfoque político que deteña a diverxencia dos tipos de xuro a longo prazo. Pero até agora actuou con pouco entusiasmo. Por unha banda, o BCE sinalou a posibilidade de adoptar medidas rigorosas e fundamentais ("custe o que custe"). Por outra banda, rexeitou aplicar en realidade as devanditas medidas. Peor aínda, durante as negociacións con Chipre, o BCE obrigou directamente o goberno chipriota a aceptar as condicións impostas polo Eurogrupo detendo a provisión de liquidez aos bancos máis vulnerábeis do país. Isto foi un grave erro e unha violación da función do banco central nunha unión moneta-

ría. O banco central ten que ser o banco central de cada país, dunha forma absolutamente non partidista, e non debe involucrarse en chantaxes aos gobernos. As condicións políticas vinculadas aos fondos de rescate proporcionados polos demais países europeos son unha cousa. Son o resultado de negociacións entre estados, polo menos segundo o significado formal do termo "soberanos". Pero a provisión de liquidez por parte do banco central é unha cousa distinta.

Se o modelo de negocio dos bancos individuais resulta non ser xa viable, as autoridades supervisoras teñen que reducir a capacidade deses bancos dunha maneira ordenada, que inclúa a protección dos depositantes, como establecen as normas e os regulamentos europeos. Pero se os modelos de negocio dos bancos afectados se ven suxeitos a negociacións entre gobernos, e o banco central se pon ao lado destes gobernos e aplica unha presión adicional sobre os bancos para que se reestructuren ou pechen nun período de tempo moi breve, iso establece un pésimo precedente, e destrúe a confianza dos depositantes na divisa común. A igualdade de trato dos clientes dos bancos en toda a unión monetaria, depositantes e investidores por igual, é unha condición previa para un réxime monetario que funcione. Esta condición previa violouse no caso de Chipre.

4. UNHA SAÍDA ORDENADA DA UEM DENTRO DA UE. Chipre é o primeiro caso dun país que é separado da convertibilidade xeralmente acordada dentro da zona do euro. As autoridades chipriotas impuxeron restricións aos movementos de capital, aínda que estas restricións foron acordadas por parte da troika. Isto significa que a unión monetaria deixou de existir de feito como unha entidade única, xa que non está a cumprir totalmente coas súas obrigacións. Ademais, o golpe asestado a Chipre e a imposición ao país da obriga de abandonar a súa estratexia económica nacional, virtu-



1º premio fotoxornalismo 2013 Estação Imagen Mora (Restratos) a Daniel Rocha pola serie "O desemprego tem rosto"

almente da noite para a mañá, provocaron graves preocupacións sobre o futuro de Chipre dentro da zona do euro. Por primeira vez na historia da crise europea, os cidadáns quedaron conmocionados de tal maneira que xa non é tabú falar dunha saída da unión monetaria.

De feito, a medida que os custos económicos que implica ser membro dela aumentan e os beneficios se reducen, varios países teñen que considerar a opción de saída. Porén, non é doado saír dunha unión monetaria como a UEM. Desvalorizar unha moeda que xa está en circulación e romper a súa convertibilidade fixa a outra moeda, como en Arxentina en 2002, resulta fácil en comparación cos enormes desafíos loxísticos e políticos que supón implantar unha nova divisa.

O maior problema, de lonxe, consiste en preparar a poboación. Sería enormemente difícil manter en segredo un paso tan importante, ou executalo da noite para a mañá, aínda que haxa que realizar rapidamente varias accións. Pero no caso do euro, o medo a perder parte dos aforros provocaría que os depositantes retirasen depósitos de bancos nacionais e os transferisen ao estranxeiro. O resultado sería unha fuga bancaria que ameazaría con derrubar o sistema bancario. Para evitar un colapso do sistema bancario, sería preciso impor severos controis administrativos aos bancos, e tamén controis aos fluxos de capital. No caso de Chipre, con todo, a troika xa impuxo

enormes perdas aos depositarios dos dous bancos máis grandes. Ademais, a troika e as autoridades chipriotas xa impuxeron restricións sobre as transaccións bancarias e os fluxos de capital. Para a poboación, a conmoción xa se achega á que suporía saír por completo da zona do euro.

Ademais do impacto inmediato e da necesidade de impor controis sobre a banca e os fluxos de capital, saír do euro tamén crearía problemas de circulación monetaria, sobre todo porque imprimir os billetes require tempo. O diñeiro electrónico converteríase rapidamente, dependendo da lei que rexa os contratos particulares. No entanto, probablemente fose preciso que o Estado promovese diñeiro fiduciario con circulación nacional—obrigas de pagamento de distintas descrições, a miúdo emitidas por autoridades nacionais— para responder ás necesidades de liquidez até que a nova divisa estivese firmemente asentada. Durante algún tempo, habería turbulencias monetarias e sistemas paralelos de fixación de prezos en funcionamento.

O problema técnico máis complexo da volta a unha divisa nacional, con todo, sería atopar un novo réxime de cambio de divisas viable. A nova moeda podería introducirse a un tipo administrativo de 1:1 co euro, mais obviamente se depreciaría axiña nos mercados de cambios. Para un pequeno país como Chipre, que depende virtualmente das importacións, a magnitude da desvalorización



1º premio fotoxornalismo 2013 Estação Imagen Mora (Restratos) a Daniel Rocha pola serie "O desemprego tem rosto"

da nova moeda nacional sería crucial. Se a nova moeda se deixase por completo a mercé do mercado, habería un risco significativo dunha caída do seu valor que iría moito máis alá do garantido para restaurar a competitividade das exportacións do país. Unha desvalorización tan profunda causaría limitacións no aspecto das importacións que serían dificilmente soportábeis. A perspectiva de ter que recorrer ao FMI, pouco despois de a troika perder o control sobre o país, sería un pesadelo. Pero tampouco se podería excluír esa perspectiva, xa que os vaivéns dunha saída e a incerteza sobre o futuro do país poderían facer que a demanda da súa moeda se reducise significativamente no curto prazo. Para descartar un resultado tan negativo, pagaría a pena considerar unha rede de seguridade proporcionada por outros países da UE.

Os países que estean a pensar en saír da UEM nunha situación similar á de Chipre pensaríano dúas veces tamén antes de saír da UE. Seguir pertencendo á UE podería ser importante para manter vínculos co mercado común europeo, e por tanto os beneficios do acceso ao mercado das exportacións unha vez que se restaurase a competitividade. A UE ten unha obriga moral e práctica de se preparar para unha situación así, ofrecendo aos países dispostos a dar un paso tan grande unha saída segura. A UE podería proporcionar unha rede de seguridade en forma dun mecanismo monetario conectado á UEM.

Sería mesmo posíbel restabelecer aspectos do SME que se aplicaban antes da creación da UEM, e que continúan existindo formalmente. A nova SME podería permitir aos países vincular a súa nova moeda ao euro a un tipo razoábel, reducindo así o risco de se converter nun saco de boxeo nos mercados financeiros internacionais. Esa "saída ordenada" axudaría a preservar algúns dos logros e o espírito da colaboración europea, sen manter os países na camisa de forza da UEM. A crise amosou que esta tendeu a destruír as relacións amigábeis construídas entre as nacións europeas durante as últimas cinco décadas.

5. A SAÍDA NON SON NIN UNHA UNIÓN POLÍTICA NIN UNHA UNIÓN DE TRANSFERENCIAS. Moita xente segue a soñar cunha Europa unificada politicamente por completo, que axudase a superar as dificultades que afronta actualmente a UEM. Na nosa opinión, ese soño non debe guiar a política. Dada a evidente incapacidade das institucións europeas de xestionar como cómpre facelo a unión monetaria, os observadores realistas teñen que admitir que a unión monetaria era un obxectivo ambicioso de máis. O intento de avanzar máis rapidamente polo camiño cara á unión política a través dunha unión monetaria non funcionou. Agora, paradoxalmente, Europa debe retirarse se quere progresar de novo.

Na base do fracaso da UEM están o modelo económico mercan-

tilista alemán e a incapacidade dos demais países europeos de cuestionaren abertamente ese modelo e de convenceren a Alemaña de que nin sequera favorece os intereses dese país optar pola competencia en lugar da cooperación entre as nacións, en concreto entre os membros da unión monetaria. Recoñecer que a falla de espírito de cooperación será un feito da vida durante o futuro inmediato debe servir para determinar unha reforma dos acordos institucionais necesarios para unha división pacífica do traballo en Europa. Isto non require necesariamente unha unión monetaria. Sen esa unión monetaria volvería ser posíbel utilizar a desvalorización da moeda como instrumento de política económica, para rexeitar os intentos dalgúns países de ocupar economicamente outros. A desvalorización foi o mecanismo empregado máis frecuentemente na historia moderna para responder aos ataques dun socio comercial agresivo sen optar polo proteccionismo categórico. Un sistema de desvalorización ordenada (e revalorización por outra banda) podería preservar moito mellor a idea fundamental sobre a que se fundou a integración económica en Europa, é dicir, o libre comercio, no canto dos acordos actuais (UNCTAD TDR, 2010).

Unha unión de transferencias, que algúns tamén consideran unha saída, non é factíbel entre nacións independentes e soberanas. Ningún membro da UE quere pasar a ser dependente dun país, Alemaña, que podería transferir diñeiro aos seus veciños para lles permitir comprar os seus produtos, pero que conduciría a un ditado alemán acerca das condicións cotiás da vida en Europa ■

Notas:

1. Aínda, dunha maneira ou outra, a maior parte da literatura académica se basea na teoría dos OCA.
2. Esta sección parte do Apéndice 1 do Capítulo I do Informe sobre Comercio e Desenvolvemento da UNCTAD de 2006, escrito por Heiner Flassbeck.