

ZONA EURO: UN ADEVĂR CARE NU CONVINE

Lucian Croitoru

Ianuarie 2012

Opiniile prezentate în această lucrare aparțin în întregime autorului și ele nu implică sau angajează în vreun fel Banca Națională a României.

Reproducerea acestei lucrări fără permisiunea autorului este interzisă, iar utilizarea datelor în diferite lucrări este permisă numai cu indicarea sursei.

SUMAR

În acest studiu arătăm că principala problemă cu care se confruntă economia zonei euro este competitivitatea relativ redusă a economiilor din grupul PIIGS comparativ cu celelalte economii din cadrul zonei. Arătăm că ceea ce selectează bine țările din grupul menționat nu sunt nici deficitele bugetare și nici datoriile publice, ci deficitele de cont curent. Ipoteza inițială a politicianilor că intrarea în zona euro va duce la convergența trendurilor productivității nu s-a adevărat.

Arătăm că în timp ce creșterea disciplinei bugetare în cadrul zonei euro este o necesitate, ea nu rezolvă problema lipsei de competitivitate. Adoptarea regulilor privind menținerea deficitelor bugetare structurale la niveluri în jurul a 0,5 procente din PIB s-ar putea dovedi prematură dată fiind procesul de deleverage al sectorului privat.

Arătăm că mai bune sunt soluțiile care ajută ieșirea din criză fără a adânci recesiunea. Între acestea, deprecierea euro ar fi o soluție care să dea timp țărilor cu deficit de competitivitate să implementeze măsuri de creștere a productivității muncii. Relaxările cantitative ale Băncii Centrale Europene sunt compatibile cu această soluție.

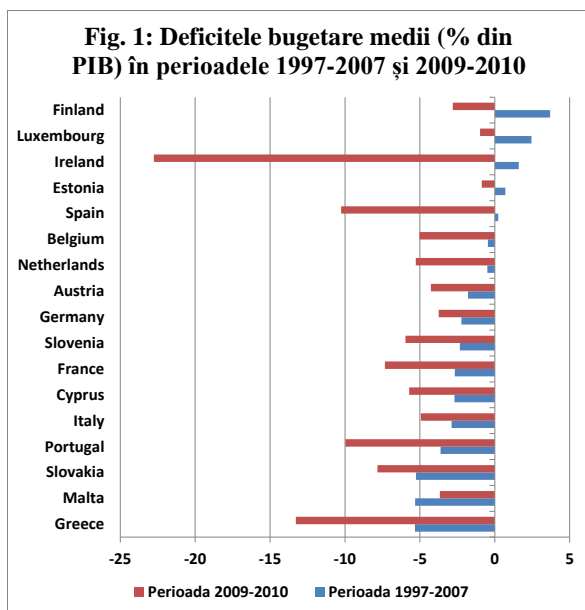
Introducere

Actualul plan de tratare a crizei din zona euro are ca punct central adoptarea unui acord fiscal care prevede limitarea deficitelor bugetare structurale și a datoriei publice ca procent din PIB prin prevederi constituționale sau similare. Se speră ca includerea în constituții a acestei reguli (pe care o denumim în continuare regula D/D) va contribui pe termen scurt la refacerea încrederii, iar pe termen lung la o mai mare stabilitate economică și financiară. Cu toate că este necesară, o astfel de regulă nu va aduce beneficiile dorite dacă este implementată prea devreme și dacă nu este acompaniată de o regulă suplimentară care să schimbe anticipațiile entităților financiare referitoare la comportamentele guvernelor în perioadele de criză.

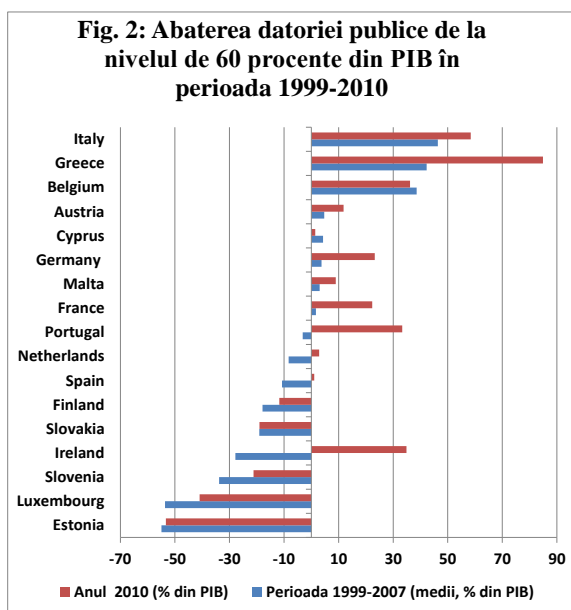
Pe termen scurt, regula D/D nu este un răspuns suficient la criza din zona euro deoarece nu vizează cauza de fond a crizei. Pe termen lung, regula nu limitează salvările entităților private de către guverne (SEPG), ceea ce permite sectorului privat să-și asume dezechilibre mai mari decât cele pe care le-ar considera prudente în lipsa posibilelor “salvări” de la guvern. Astfel, deficite și datorii publice relativ mici pot coexista cu dezechilibre uriașe în sectorul privat, care pot fi la fel de distrugătoare ca și cele din sectorul public. Dezechilibre mari ale sectorului privat pot oricând genera o criză.

Cauza crizei zonei euro

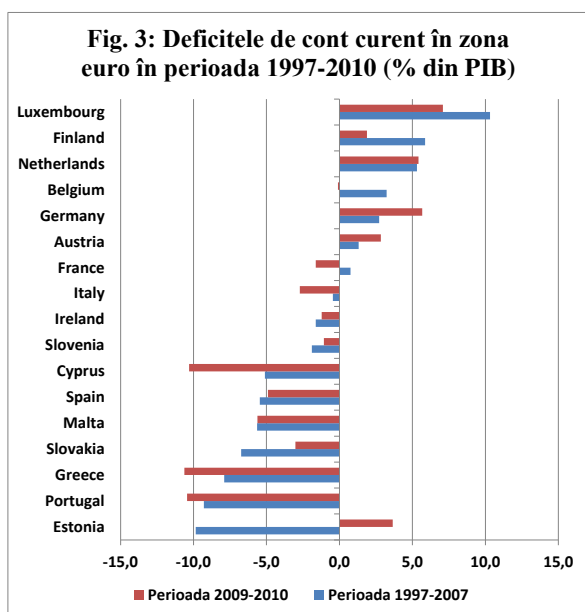
Deși pot crea probleme în viitor, nici dezechilibrele bugetare și nici nivelurile datoriilor publice nu sunt cauzele crizei în țările PIIGS. Înainte de criză, în perioada 1999-2007 doar Grecia, Portugalia (din grupul PIIGS) Malta și Slovacia au avut deficite bugetare medii mai mari de 3 la sută din PIB (Fig. 1). Pragul de 60 la sută din PIB la datoria publică a fost depășit doar de Italia și Grecia din grupul PIIGS; la nivelul întregii zone euro, acestora li se adaugă Belgia, Franța, Cipru, Malta, Austria și Germania (Fig. 2).



Sursa: Calculele autorului pe baza datelor AMECO



Sursa: Calculele autorului pe baza datelor AMECO

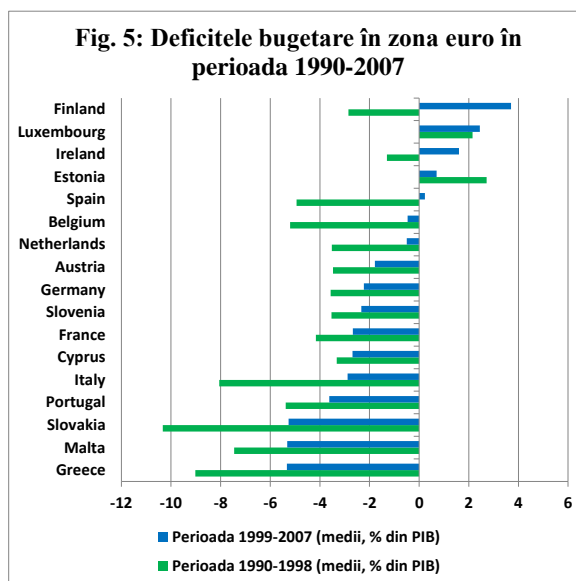
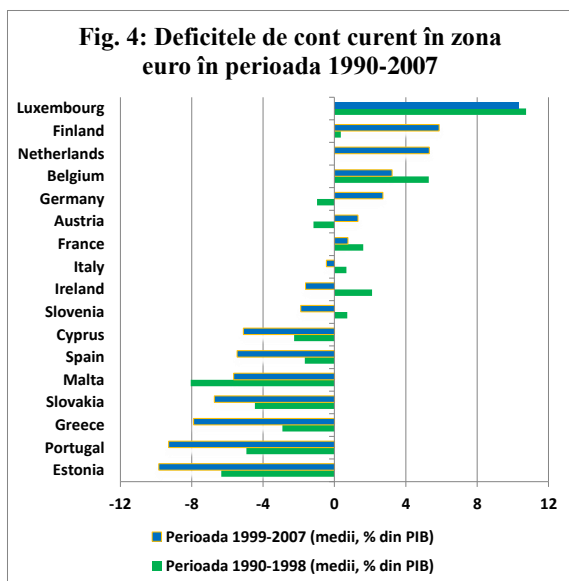


Sursa: Calculele autorului pe baza datelor AMECO

Problema zonei euro o constituie dezechilibrele externe. Deficitul de cont curent relativ mari sunt o trăsătură comună a țărilor PIIGS, cu excepția Italiei (Fig 3). Pentru aceste țări, deficitul de cont curent s-a adâncit în perioada 1999-2007 față de perioada 1990-1998 (Fig. 4).

În schimb, în aceeași perioadă, deficitul lor fiscal s-a redus, sau au devenit surpluseuri în cazul Irlandei și al Spaniei (Fig. 5). Aceasta arată în mod clar că pentru aceste țări,

exceptând Italia, problema adevărată, care a stat la baza crizei declanșate în 2007, o constituie dezechilibrele de cont curent ale sectorului privat (Fig. 6). Grecia a avut o poziția specială, cu deficitul ei bugetar mediu de peste 5,5 procente din PIB.



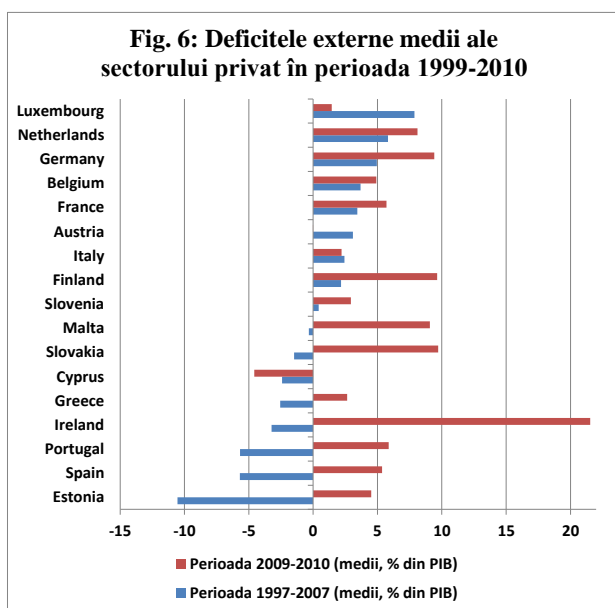
Sursa: Calculele autorului pe baza datelor AMECO Sursa: Calculele autorului pe baza datelor AMECO

Dezechilibrele externe ale sectoarelor private din aceste țări au fost accentuate de adoptarea euro, care le-a făcut mai dependente de costurile unitare cu forța de muncă, adică de raportul dintre salariile nominale și productivitatea muncii. Ipoteza că trendurile productivității în țările din zona euro vor converge nu s-a adeverit, astfel că ritmurile diferite de creștere a salariilor nominale (Anexa 2) au accentuat dezechilibrele balanțelor comerciale.

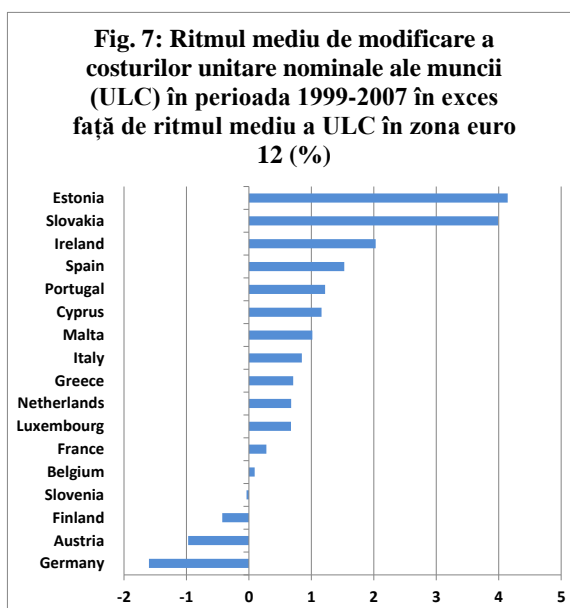
În perioada 1999-2007, în Irlanda, Spania, Portugalia, Italia și Grecia (în această ordine), costurile unitare nominale ale muncii au crescut mai repede decât în celelalte țări ale zonei euro ¹² (Fig. 7). În aceste țări s-au înregistrat atât cele mai mari cât și cele mai mici ritmuri de creștere a productivității muncii, dar și cele mai mari ritmuri de creștere a compensațiilor forței de muncă din zona euro ¹².

Cele mai mari creșteri ale productivității muncii din zona euro ¹² s-au înregistrat în Grecia și Irlanda, dar acestea au fost erodate de cele mai mari creșteri ale compensațiilor cu forța de muncă. Și în Portugalia, creșterea productivității muncii a fost mai mare ca în Germania și Franța, dar ritmul de creștere a compensațiilor muncii în Portugalia a fost cu mult mai mare decât în oricare țară nordică din zona euro ¹². La cealaltă extremă, Spania și Italia au arătat cele mai mici creșteri ale productivității muncii din zona euro ¹² (Anexa 1 și Fig. 1 din Anexa 3), dar nu și cele mai mici creșteri ale compensațiilor cu forța de muncă (ultimele au crescut mai repede decât în Germania, Austria, Franța și Belgia).

¹ Austria, Belgia, Finlanda, Franța, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburg, Olanda, Portugalia, Spania.



Sursa: Calculele autorului pe baza datelor AMECO



Sursa: Calculele autorului pe baza datelor AMECO

Dacă țările ale căror costuri unitare ale muncii au crescut relativ repede ar fi avut monede proprii, acestea s-ar fi depreciat pentru a compensa creșterea prea rapidă a salariilor și creșterea relativ înceată a productivității muncii. Deprecierea ar fi stimulat exporturile și ar fi redus importurile, reducând deficitul extern privat pentru Portugalia, Spania, Irlanda și Grecia, concomitent cu reducerea surplusurilor comerciale ale Germaniei, Olandei etc. Cu o monedă unică însă, deficitul a rămas dependent de rata de creștere a salariilor și de cea a productivității.

Pierderea de competitivitate pe ruta creșterii relativ rapide a costurilor nominale unitare ale muncii în Italia, Grecia, Portugalia, Spania, Irlanda a fost amplificată de aprecierea monedei unice. Aprecierea a fost un factor care a acționat în sensul erodării competitivității medii a zonei euro și a exercitat presiuni pentru deteriorarea deficitelor de cont curent în întreaga zonă euro față de piețele non-euro. În zona sudică a zonei euro însă, aprecierea euro s-a combinat cu lipsa convergenței reale, făcând din deteriorarea competitivității sursa de bază a crizei din zona euro.

În esență, cu o monedă unică, diferențele de competitivitate prin preț depind de diferențialul de inflație. Acesta se poate vedea scriind costurile unitare ale muncii (ULC) ca produs între deflatorul PIB (DEF PIB), raportul dintre populația ocupată și numărul de salariați (PO/SAL)

și ponderea costurilor nominale cu forța de muncă în PIB (CN/PIB). În Anexa 4 sunt prezentate pe țări evoluțiile acestor indicatori. Se vede că dinamica costurilor unitare cu forța de muncă este foarte bine explicată de evoluția deflatorului PIB și că nu s-au produs modificări importante ale ponderii compensațiilor muncii în PIB sau ale raportului dintre populația ocupată și numărul de salariați. Datele sprijină ideea că într-o zonă monetară, țările cu inflație relativ mare pierd competitivitate.

Evoluția competitivității țărilor PIIGS după intrarea în zona euro arată un adevăr neconvenabil: țările care au intrat în uniunea monetară cu o competitivitate scăzută, din motive care vor trebui atent studiate, nu au putut converge în mod sustenabil către nivelurile de productivitate ale țărilor din nord. Criza a arătat că doar adoptarea monedei unice nu este suficientă pentru a face ca trendurile productivității să converge. Datorită îndatorării masive în euro, aceste țări nu mai pot părăsi zona euro fără costuri enorme pentru ele, pentru a deveni suficient de competitive. Această situație se reflectă în costuri în creștere pentru toți membrii zonei euro.

De aici rezultă o lecție pentru aspiranții la moneda unică: din moment ce ipoteza convergenței productivităților în interiorul zonei euro nu s-a confirmat, intrarea în zona monetară trebuie amânată până când productivitatea muncii va converge suficient de mult cu cea din zona nordică a zonei euro, oricât de lung va fi acest proces. Cu toate acestea, menținerea unei date relativ apropiate pentru aderarea la zona euro este benefică deoarece poate duce la accelerarea reformelor necesare reducerii decalajelor privind productivitatea.

Mai mult, intrarea trebuie pregătită prin crearea mecanismelor (surselor) de asigurare a creșterii susținute a productivității muncii și după adoptarea euro. Scopul îl constituie evitarea apariției divergenței între trendurile productivității muncii în țările nou intrate și trendurile productivității muncii în țările cu productivitate înaltă. O pregătire insuficientă s-ar solda cu o criză, așa cum s-a întâmplat în cazul țărilor PIIGS.

Modificările produse de criză

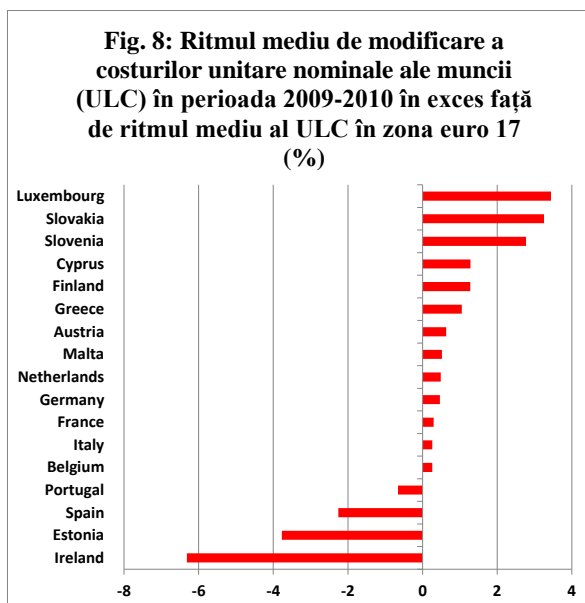
Criza economică a fost rezultatul dezechilibrelor externe dintre țările nordice, mai competitive, și țările din sud, mai puțin competitive. Înainte de criză, surplusurile de fonduri private din unele țări nordice au fost intermediare pentru a finanța deficitele private în alte țări

din zona euro. Odată cu venirea crizei, aceste fonduri private străine au fost tăiate și deficitul privat s-a prăbușit.

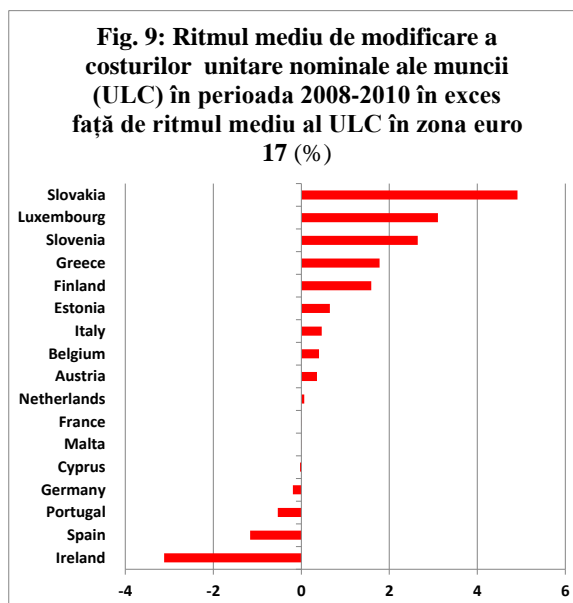
Criza a determinat două schimbări importante, care însă nu au dus nici la eliminarea deficitelor de cont curent și nici la modificări semnificative ale distribuției lor pe țări. Prima schimbare constă în apariția surplusurilor de cont curent în sectoarele private, astfel că toate țările, exceptând Cipru, au avut, în medie, surplusuri externe în sectorul privat în perioada 2009-2010 (Fig. 6).

Apariția surplusurilor externe private în țările PIIGS reflectă scăderi substanțiale ale ritmurilor medii de creștere a costurilor unitare cu forța de muncă până la niveluri sub media zonei euro (Fig. 8 și Fig. 9), cu excepția Greciei și Italiei, inclusiv prin devalorizări interne, adică prin reducerea salariilor relative. Față de ritmurile medii individuale din perioada 1999-2007, în perioada 2009-2010, ritmurile medii de creștere a costurilor unitare ale muncii au scăzut în țările PIIGS, cu excepția Greciei, și au crescut în Germania, Slovenia, Finlanda, Luxemburg, Austria, Franța, Belgia și Olanda (Fig. 10). Crearea surplusurilor este recesionistă, dar are în spate o cauză foarte puternică: nevoia entităților private de a reduce datoriile externe în condițiile în care valoarea activelor lor scade.

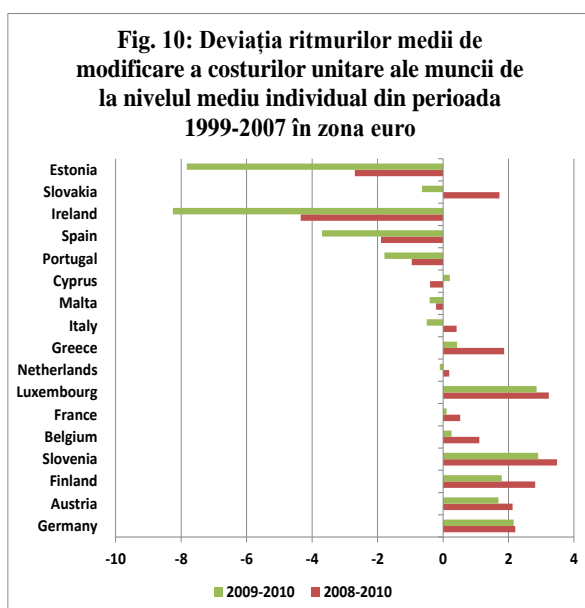
A doua modificare importantă a apărut de la politicile economice. Fondurile private din zona nordică au fost înlocuite cu fonduri publice. În consecință, deficitul bugetar a crescut în toate țările zonei euro în perioada 2008-2010 cu mult peste nivelul mediu înregistrat în perioada 1999-2007, aproape de nivelurile medii din perioada 1990-1998. Astfel, deficitul de cont curent ca procent din PIB a rămas relativ la dimensiunile de dinainte de criză. Țările din nord au rămas cu surplusuri iar cele din sud cu deficite de cont curent.



Sursa: Calculele autorului pe baza datelor AMECO



Sursa: Calculele autorului pe baza datelor AMECO



Sursa: Calculele autorului pe baza datelor AMEC

Soluții posibile pe termen scurt

Atât timp cât dezechilibrele sunt mari, riscul reapariției crizelor este mare. Sunt mai multe căi de a reduce dezechilibrele. Unele sunt recesioniste, altele nu. Între soluțiile care nu stimulează creșterea economică pe termen scurt se află și cea bazată pe limitarea deficitelor bugetare structurale la maximum 0,5 procente din PIB. Din moment ce distribuția pe țări a dezechilibrelor externe a rămas relativ similară cu cea de dinainte de

criză, a părut logic ca efortul de reducere a deficitelor de cont curent să fie continuat de sectoarele publice prin reducerea deficitelor bugetare și prin crearea de reguli care să prevină acumularea lor ulterioară. Dar soluția D/D nu rezolvă în mod necesar problema competitivității și este recesionistă.

Pot fi explorate și alte căi de reducere a dezechilibrelor din categoria celor care nu stimulează creșterea economică pe termen scurt. Prima cale constă în continuarea devalorizărilor interne (reduceri relative ale salariilor), care vor majora și mai mult surplusurile externe ale

sectoarelor private în țările PIIGS. Progresele în competitivitate ar fi însă depășite de consecințele recesioniste, care ar fi foarte severe.

A doua posibilitate constă în reducerea rapidă a deficitelor bugetare din țările cu deficit de cont curent. Și această soluție, ca și prima, ar adânci țările PIIGS într-o recesiune care le-ar face și mai vulnerabile. Reducerea deficitelor de cont curent pe această cale nu ar duce însă în mod automat la reducerea decalajelor de competitivitate.

Între soluțiile de corectare a dezechilibrelor externe care totodată ar stimula creșterea economică este și reducerea excedentelor de cont curent în Germania și alte țări nordice. În practică, pentru aceste țări aceasta ar însemna mai mult credit, salarii mai mari și mai multă inflație. Beneficiul pentru zona de sud ar fi creșterea exporturilor. Este evident însă că Germania ar putea cu greu accepta creșterea inflaționistă a cererii ei interne din moment ce aceasta ar putea însemna o reducere a competitivității și a perspectivelor de creștere pe termen lung.

În sfârșit, a patra soluție o poate constitui continuarea îmbunătățirii competitivității prin deprecierea monedei euro. Deprecierea ar inversa măcar parțial procesul de apreciere început în urmă cu mulți ani. Combinată cu creșterile de competitivitate deja realizate după criză de țările sudice din zona euro, această depreciere ar putea ajuta UE în ansamblu să reducă dezechilibrele prin creșterea exporturilor și reducerea importurilor. Efectul va fi mai mare în țările în care ponderea exporturilor și importurilor cu țări din afara zonei euro este mai mare.

Deprecierea nu poate fi o soluție permanentă din moment ce adevărata problemă o constituie lipsa de competitivitate non-preț a țărilor PIIGS față de Germania și alte țări din nord.

Deprecierea euro în raport nu numai cu dolarul SUA, dar și cu monede asiatice, ar permite însă țărilor din sud să-și îmbunătățească creșterea productivității înainte ca fundamentele relativ bune să ducă din nou la aprecierea euro. Soluția este compatibilă cu relansarea creșterii economice și ar însemna o creștere a competitivității externe a întregii zone euro relativ la alte țări.

În lipsa unei sume suficient de mari în Mecanismul de Stabilitate Financiară care să restabilească încrederea, o politică realmente expansionistă a BCE nu va putea fi evitată. Ea ar putea rezulta într-o depreciere a euro. Evident, o depreciere importantă va rezulta într-o creștere a inflației în zona euro. Între limitarea deficitului bugetar structural la 0,5 la sută din

PIB și depreciere, problema se rezumă la alegerea între deflație pe termen scurt și inflație pe termen lung.

Limitarea deficitelor bugetare structurale la 0.5 procente din PIB în toate țările din zona euro înseamnă o austeritate crescută și implicit opțiunea pentru deflație pe termen scurt. Această opțiune reprezintă o constrângere în calea unei politici expansioniste în nord, care s-ar putea dovedi utilă, inclusiv pentru a absorbi eventuale exporturi crescute ale țărilor PIIGS. Limitarea prin constituții a deficitelor ar trebui să devină efectivă după îndepărtarea pericolului recesiunii.

Ieșirea din capcana anticipațiilor: o nouă regulă fiscală

Problemele asociate cu dezechilibrele derivând din deficitele de competitivitate ar fi atenuate dacă uniunea monetară ar fi dublată de o uniune fiscală. Pentru a fi democratică, aceasta din urmă ar trebui să derive din uniunea politică a țărilor membre. Problema finanțării externe care apare pentru țările mai puțin competitive ale uniunii monetare, așa cum se întâmplă în prezent, nu mai apare prin definiție în interiorul uniunii fiscale. Dar uniunea fiscală nu garantează creșteri economice sustenabile și stabilitate financiară. Ea poate doar să reducă amplitudinea fazelor ciclului real de afaceri dacă se bazează pe reguli care să garanteze comportamente fiscale bune. O astfel de construcție este necesară pentru Uniunea Europeană, și cu atât mai mult pentru zona euro.

Regula D/D este un pas necesar dar nu și suficient în această direcție. Ea este necesară pentru a preveni comportamentele fiscale prociclice, care pot supraîncălzi economiile sau dimpotrivă, le pot afunda în recesiune. Regula este insuficientă din două perspective. Prima, fără uniune fiscală, problema finanțării externe pentru țările cu deficit de competitivitate rămâne deschisă, chiar dacă deficitele bugetare se vor reduce. A doua perspectivă este chiar mai profundă: regula D/D nu poate garanta comportamente fiscale bune deoarece este limitată în scop. Ea nu limitează intervențiile statului la nivelul entităților clasificate în mod just ca *too big to fail*.

Din acest motiv, guvernele vor rămâne în capcana anticipațiilor (definită de mine în articolul "*Statul, criza și capcana anticipațiilor*", publicat pe www.bnro.ro/Puncte-de-vedere-4011.aspx), în care se află de mai bine de 70 de ani. Capcana anticipațiilor este un echilibru prost, în care, datorită predominanței concepțiilor etatiste, guvernele tind să maximizeze

salvările (bail-outs) (și nu să le limiteze la entitățile *too big to fail*) în perioade de criză/recesiune și să reglementeze insuficient în perioade de boom economic.

Comportamentele fiscale proaste induse de capcana anticipațiilor au contribuit nu numai la supraîndatorarea guvernelor, dar au influențat negativ comportamentele sectorului financiar. În fazele ascendente ale ciclului economic, entitățile financiare au menținut stocurile de capital la niveluri relativ mici, comparativ cu cele pe care le-ar fi menținut dacă ar fi știut că nu există posibilitatea de a fi salvate de către guverne.

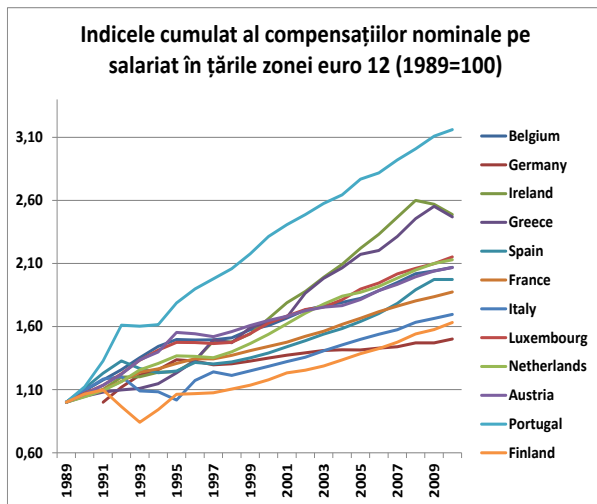
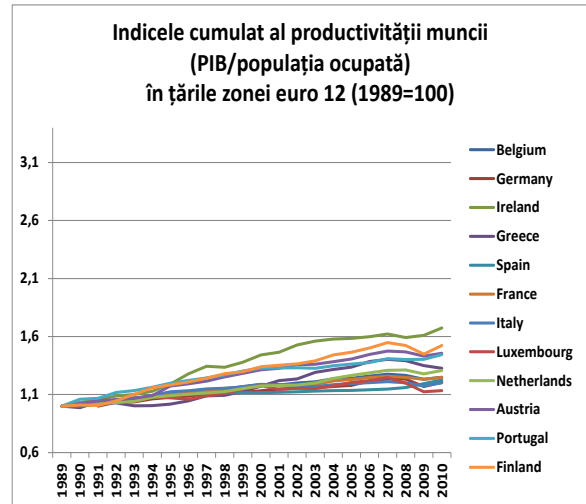
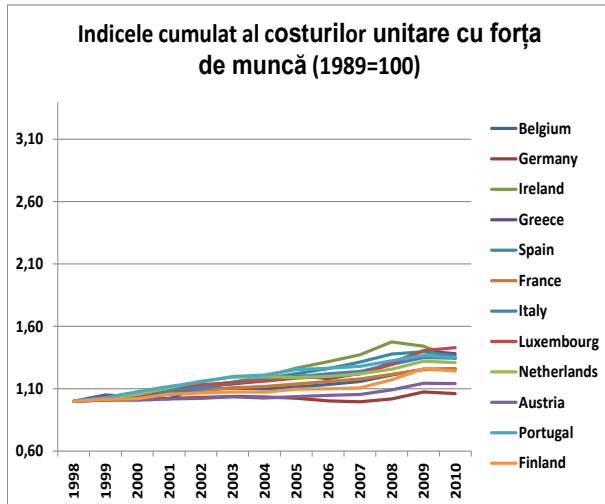
Din această cauză, chiar și în perioadele în care guvernele și-au limitat deficitele și îndatorarea, dezechilibrele din sectorul privat s-au putut majora substanțial. Aceasta explică, după opinia mea, de ce în istoria recentă, țări care au reușit să impună prudență fiscală (Marea Britanie la sfârșitul anilor 80, Asia la mijlocul anilor 90) au ajuns în crize financiare.

Fără reguli care să limiteze salvările de către guverne ale entităților *too big to fail*, capcana anticipațiilor va continua să existe, iar comportamentele din sectorul financiar nu se vor schimba. În cel mai bun caz, regulile D/D ar putea să reducă limitele în interiorul cărora se va manifesta procesul de maximizare a salvărilor, dar nu vor elimina procesul.

Sectorul financiar va anticipa însă că, cel mai probabil, regulile D/D vor fi încălcate în cazul unei noi crize. Din acest motiv, disciplina fiscală definită prin menținerea deficitelor și a datoriei publice la niveluri relativ mici nu garantează stabilitatea economică și financiară. Modelul cunoscut al ciclului afacerilor, în care perioadele de creștere excesivă vor fi urmate de recesiuni relativ adânci va continua să existe. Pentru limitarea amplitudinii fazelor ciclului de afaceri este necesar ca, alături de reguli D/D, să existe reguli SEPG, adică reguli care să limiteze salvările entităților private de către guverne la nivelul entităților clasificate în mod just ca *too big to fail*.

Anexa 1: Costurile unitare cu forța de muncă în țările zonei euro 12 în perioada 1980-2010 (1989=100)

Sursa: Calculele autorului pe baza datelor AMECO



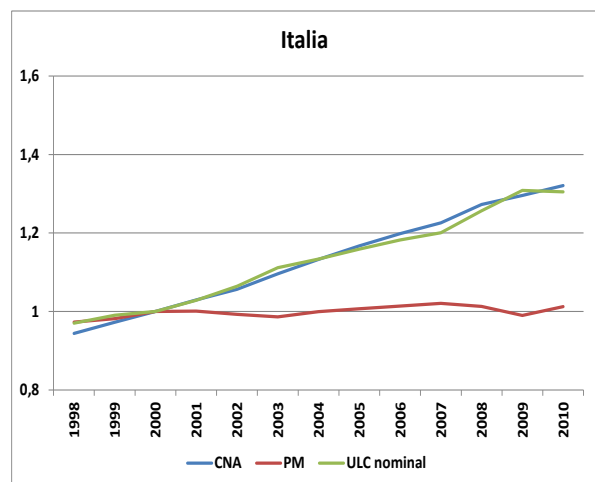
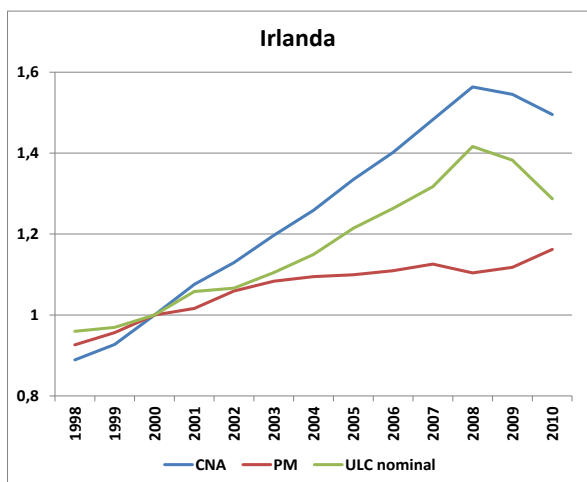
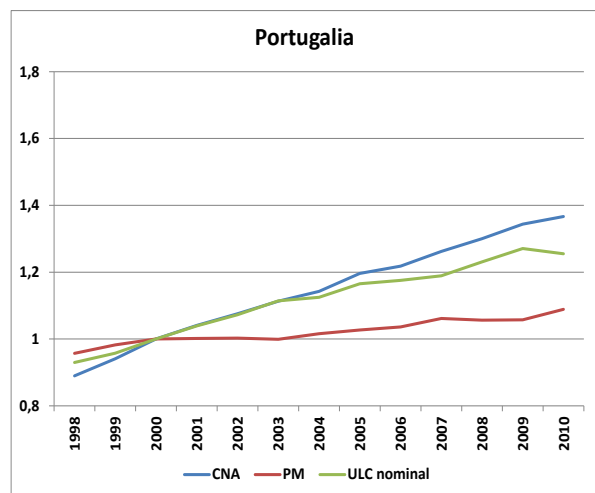
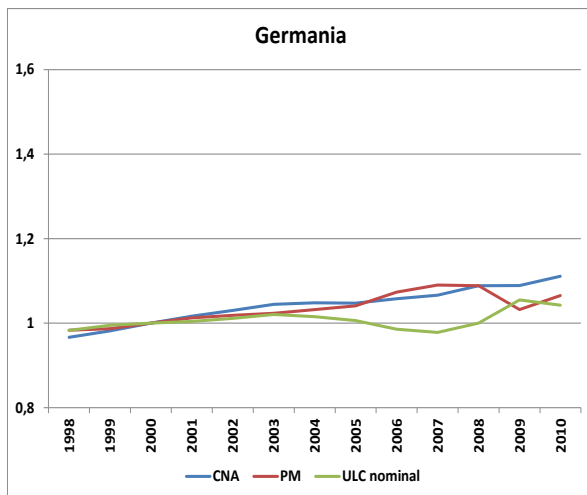
Anexa 2: Costurile unitare cu forța de muncă și factorii de influență în țările zonei euro 12 în perioada 1998-2010 (2000=100)

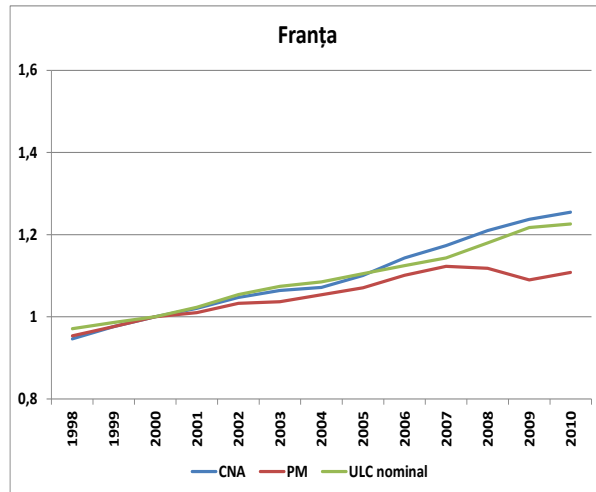
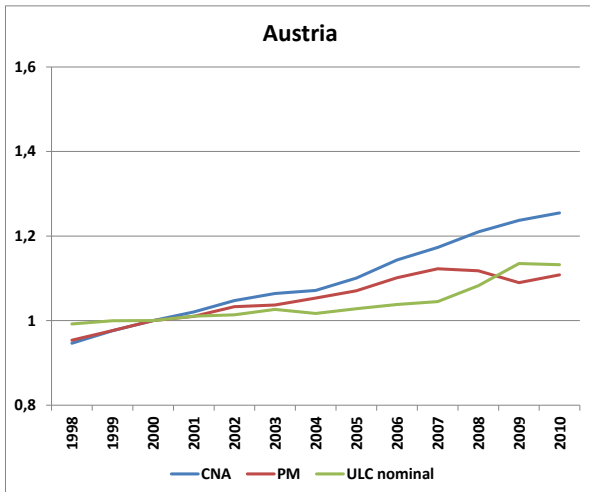
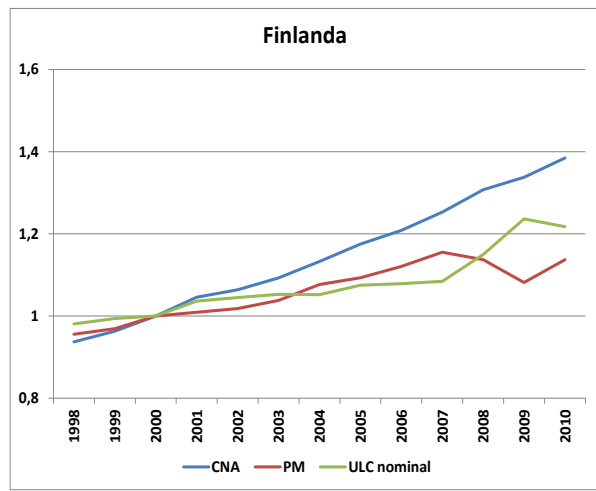
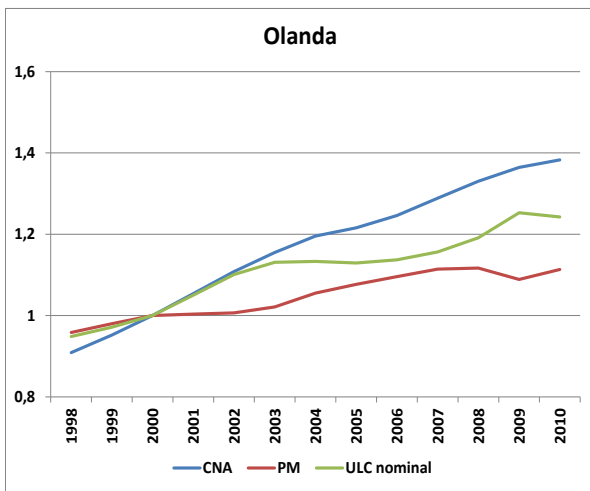
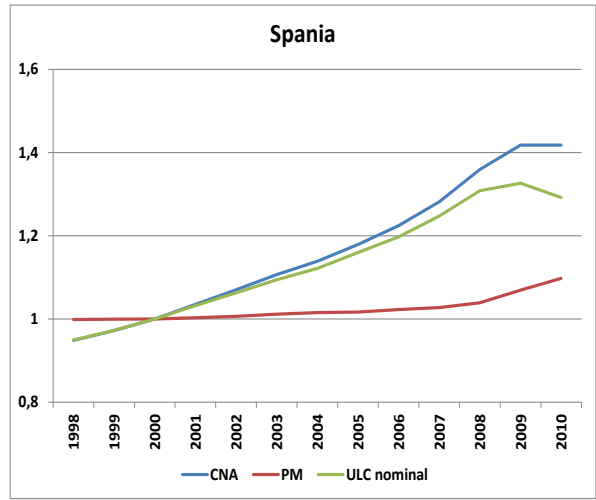
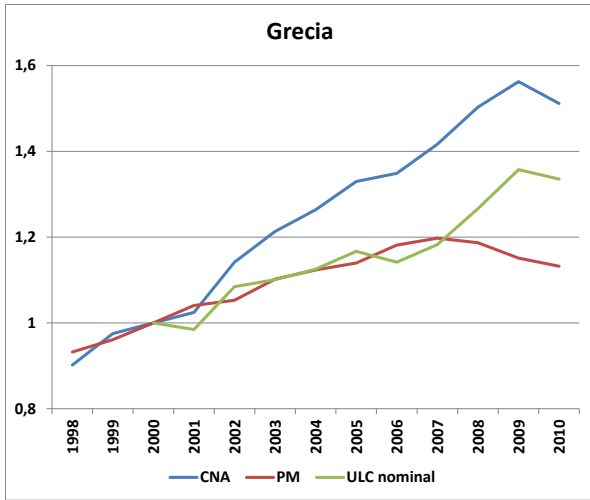
Legendă: CNA= indicele cumulat al compensațiilor nominale pe angajat;

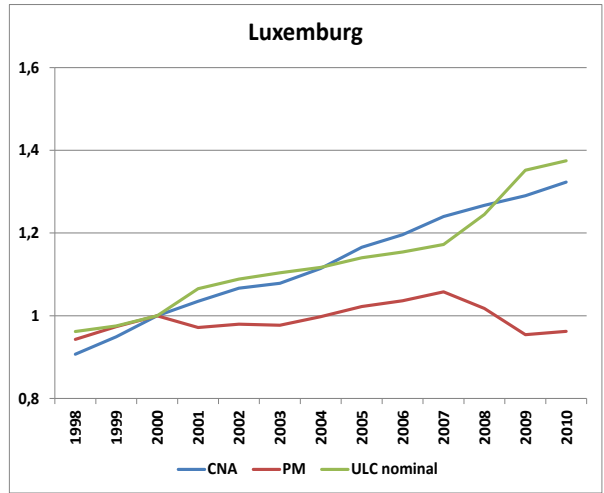
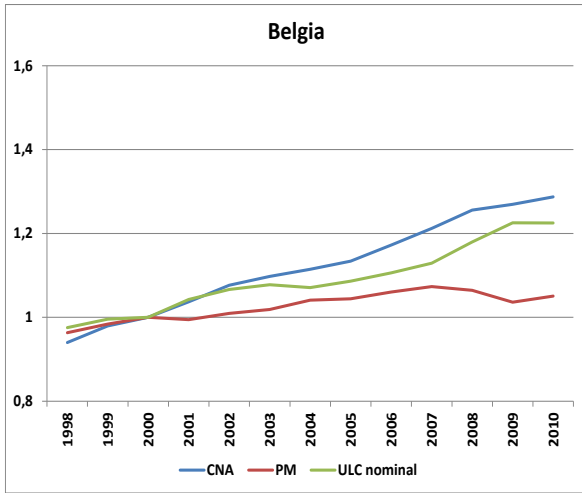
PM= indicele cumulat al productivității muncii;

ULC nominal= indicele cumulat al costurilor nominale unitare cu forța de muncă.

Sursa: Calculele autorului pe baza datelor AMECO

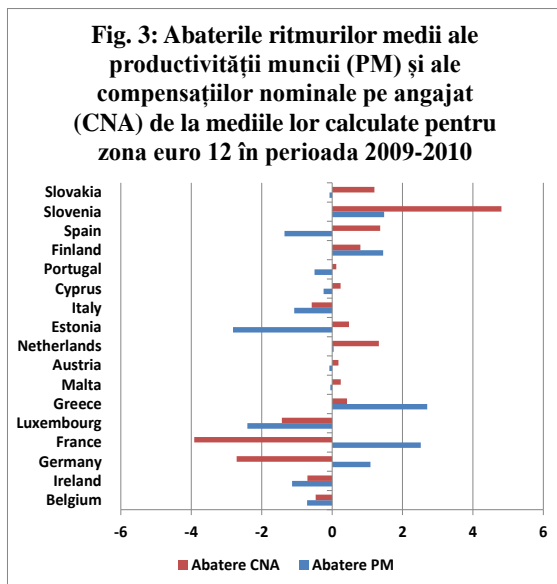
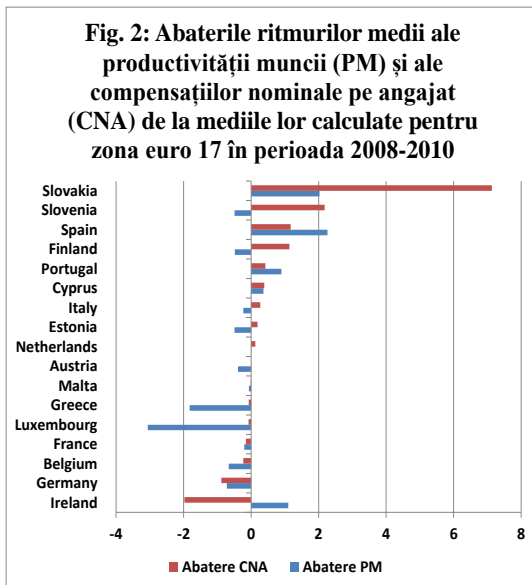
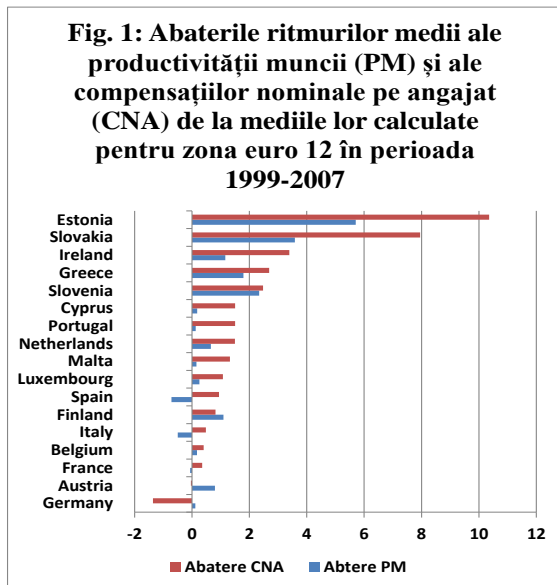






Anexa 3: Ritmurile medii ale productivității muncii și ale compensațiilor pe angajat în perioada 1999-2010

Sursa: Calculele autorului pe baza datelor AMECO



Anexa 4: Aspectele redistribuționale ale costurilor unitare ale muncii (2000=100)

Legendă: **DEF PIB**= Deflatorul cumulat al produsului intern brut;

Indicele PO/SAL= Indicele cumulat al raportului dintre populația ocupată și numărul de salariați din economie;

CN/PIB= Ponderea compensațiilor nominale totale și produsul intern brut;

ULC nominal= indicele cumulat al costurilor nominale unitare cu forța de muncă.

Sursa: Calculele autorului pe baza datelor AMECO

