

Política econômica

Um olhar para a crise do PIIGS

Edison Marques Moreira*

Economista da FEE

O pânico gerado pelo agravamento da crise internacional em 2008 ficou para trás. Suas consequências, no entanto, ainda se fazem presentes. O episódio mais recente refere-se aos problemas de dívida soberana de alguns países da Zona do Euro, ou seja, o grupo de países chamado PIIGS (sigla dos nomes em inglês de Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha). A situação mais crítica é a da Grécia. No final de 2009, a combinação de uma relação dívida pública/PIB de 113,4%, com vencimentos concentrados no curto prazo, e um déficit fiscal/PIB de 13,6% levou o País a uma situação vulnerável. O caso da Grécia é emblemático, pois explicita as dificuldades enfrentadas pelos demais membros do grupo PIIGS. Entretanto os problemas vão além da situação fiscal. A redução dos déficits orçamentários é condição necessária para o fim da crise das dívidas soberanas, embora não seja suficiente apenas essa medida. O entendimento central dessa questão remete-nos ao início do processo de utilização do euro. A entrada do PIIGS na Zona do Euro teve como consequência a melhora das condições de captação dos Governos junto aos mercados, com seus custos convergindo na direção dos títulos emitidos pela Alemanha. Além disso, a adoção de uma moeda única, ancorada na estabilidade e na credibilidade do marco alemão, elevou o poder de compra dos agentes econômicos. Houve, assim, um amplo impulso ao crescimento da demanda doméstica.

Esse processo minou a competitividade externa dessas economias frente à Alemanha. As majorações de preços e salários aconteceram em níveis superiores aos dos ganhos de produtividade. Em uma união monetária, divergências de custos domésticos entre os países signatários levam a desalinhamentos — nesse caso, à apreciação — das taxas reais de câmbio. Entre 2000 e 2008, o crescimento dos déficits em transações correntes do PIIGS foi o espelho dos superávits externos, cada vez maiores, na Alemanha.

Tal perda de competitividade externa foi fruto, também, das políticas deliberadas de contenção dos custos domésticos na Alemanha, ao longo da presente década. Essa postura representou uma reversão às políticas expansionistas realizadas na década de 90, que contemplavam o ônus da reunificação e da absorção da massa de trabalhadores do antigo lado Oriental.

No momento, a “bola da vez” é a Grécia. O seu gigantesco déficit aumentou os temores de um calote, deflagrou uma onda de especulação contra a moeda comum europeia e ameaçou outros países com a saúde financeira claudicante, como Espanha, Portugal, Irlanda e Itália.

A crise grega expôs o problema estrutural da Zona do Euro: o desequilíbrio entre a centralização da política monetária — no Banco Central Europeu (BCE) — e os instrumentos de política econômica (políticas fiscal, de salários, etc.) em nível nacional. Existe uma união europeia monetária, que não está incorporada numa união política. E essa divergência está no centro dos problemas orçamentários dos países, nas crises e nos mecanismos para corrigi-las.

A crise que começou na Grécia, país que responde por apenas 2,5% do PIB da União Europeia (UE), ganhou relevância, porque ela denuncia uma situação comum a outras economias muito maiores. Espanha, Portugal e Irlanda também têm elevados déficits fiscais e alto nível de endividamento, junto ao mercado tanto local quanto ao internacional. Além disso, todos esses países têm perspectiva de pouco crescimento, o que significa que a receita, nos próximos anos, não deverá cobrir o rombo no orçamento.

Quando há uma situação como essa, há dois caminhos: calote ou desvalorização cambial. Como esses países não têm como mexer no câmbio, porque adotaram o euro, o medo do calote fica, todavia, mais presente.

Agrava ainda mais o quadro dos países em situação fiscal já frágil o fato de boa parte dos títulos soberanos desses países estarem justamente nas mãos dos bancos europeus. Com o medo do calote, esses papéis

* E-mail: moreira@fee.tche.br

“viram pó”, o que, no jargão do mercado, significa uma perda dramática de valor, por causa do risco de seus emissores não honrarem seus compromissos. Os bancos espanhóis, gregos, portugueses e irlandeses sofrem ainda mais com essa perda, o que se constitui num efeito em cadeia.

Mas parte dos títulos também está distribuída entre vários bancos, em diferentes partes do mundo. Assim, a crise dissemina-se, e as perdas são ampliadas. É interessante salientarmos que os investidores globais que registram perdas com papéis da dívida de países europeus vendem ativos em outros mercados, para cobrir prejuízos. Isso explica a depreciação cambial em alguns mercados — inclusive no Brasil —, a queda das Bolsas de Valores e a desvalorização de títulos soberanos de países que não estão envolvidos na crise.

A partir disso, neste texto, pretendemos mostrar a situação atual (até junho de 2010) da crise na Zona do Euro, e, para isso, o mesmo está estruturado em cinco seções. Na seção 1, salientamos as dificuldades dos países em chegarem à consolidação da moeda única (euro). Na seção 2, procuramos dar uma visão geral da situação da crise, subdividindo-a em duas partes, a saber: na primeira, referimo-nos à preocupação com o déficit fiscal do PIIGS, principalmente com o da Grécia; na segunda, sinalizamos a necessidade da recuperação da competitividade externa por esses países. Já na seção 3, o foco é em cima do pacote de ajuda a essa zona europeia, e, após, na seção 4, manifestamos a nossa preocupação com o possível contágio que a crise está provocando no sistema bancário. Por último, elaboramos algumas **Considerações finais**.

1 O caminho em direção à moeda única

A primeira ideia de criar uma força europeia comum fracassou em 1954: a chamada Comunidade Europeia de Defesa (CED). A proteção da Europa ficou a cargo da Organização do Tratado do Atlântico Norte (OTAN) sob a influência dos EUA, porém sem a presença da França. Em 1957, seis nações europeias (França, Alemanha, Itália, Bélgica, Holanda e Luxemburgo) decidiram criar um mercado comum, a Comunidade Econômica Europeia (CEE), através do Tratado de Roma. A Grã-Bretanha, em 1961, pediu sua integração à CEE, seguida por Dinamarca, Irlanda e Noruega. O Presidente Charles de Gaulle, preocupado com a soberania francesa, vetou a entrada da Grã-Bretanha e rechaçou diversas propostas

que acelerariam a unificação. Em 1973, finalmente, Reino Unido, Dinamarca e Irlanda aderiram à CEE. A Grécia ingressou em 1981, seguida por Espanha e Portugal em 1986.

A transformação da Europa em um mercado único a partir de janeiro de 1993, onde produtos, capitais e serviços circulariam livremente, foi consolidada na Ata Única de 1986. A ampliação desse projeto no Tratado de Maastricht (TM), assinado em fevereiro de 1992, era, simultaneamente, a consagração do Ato Único Europeu, que estabeleceu o mercado único na Europa, e o primeiro passo na construção da união econômica e política, projetada para até o final da década de 90. Seus termos levaram à criação de uma moeda única, um banco central comum e uma política monetária única.

A Comunidade Econômica Europeia tentou várias vezes a criação de uma única moeda, porém sempre fracassou. O Plano Werner, de 1972, nunca chegou a ser implementado, pois o colapso do sistema de Bretton Woods, em março de 1973, e a instabilidade econômica gerada pela alta dos preços do petróleo, em 1973-74, inibiram as iniciativas de maior integração monetária. Em março de 1979, foi instituído o Sistema Monetário Europeu (SME), que vigora até hoje. O SME tinha por objetivo criar uma zona de estabilidade cambial e de preços. As moedas têm teto e piso para flutuações dentro do “mecanismo de paridades cambiais” — 2,25% para cima e para baixo —, e os bancos centrais de cada País-membro comprometem-se a intervir no mercado, a cada vez que a variação cambial de uma moeda atingir 75% da margem consentida. O mecanismo do SME garantiu, nos anos 80, a estabilidade das economias dos Países-membros da CEE. A adoção de um padrão monetário único seria uma evolução notável do SME.

Em 1989, o Plano Delors, um novo plano de união monetária e econômica, estabelecia três passos essenciais, culminando com a criação de uma moeda única na CEE. Primeiro, a política monetária seria elaborada por um sistema europeu de bancos centrais, constituído de um banco central europeu e dos bancos centrais dos Países-membros. Segundo, a política econômica e principalmente a política fiscal seriam coordenadas pela Comissão da CEE e pelo Conselho de Ministros: receava-se que a adoção por um ou mais países de uma política fiscal insustentável viesse a comprometer a política monetária comum. Terceiro, o principal objetivo da política monetária seria manter a estabilidade dos preços: a criação de um banco central independente garantiria a condução da política monetária.

O Tratado de Maastricht nada mais é do que uma reedição do Plano Delors: a liberalização total do

movimento de capitais nos Países-membros (12 ao todo); a instalação de um sistema europeu de bancos centrais; e a troca de diferentes moedas por uma moeda comum. O Tratado de Maastricht, uma espécie de constituição europeia, foi assinado pelos 12 países da CEE e só entraria em vigor se os parlamentos de nove países e a população de outros três membros o aprovassem. O TM definiu novos passos rumo à integração monetária e econômica e à cooperação política na CEE e entrou em vigor em primeiro de janeiro de 1993. A CEE adotou o princípio da “subsidiariedade”, pelo qual a mesma age apenas quando estritamente necessário. O Instituto Monetário Europeu, a segunda etapa, administrado pelos presidentes centrais de cada País-membro, foi formado em primeiro de janeiro de 1994, para coordenar as políticas monetárias e preparar a moeda única. A moeda única, a terceira etapa, seria adotada em primeiro de janeiro de 1997, se a maioria dos membros tivesse chegado a uma “convergência econômica”, medida em termos de inflação, taxas de juros, déficit orçamentário e estabilidade das moedas. Caso contrário, a moeda única seria adotada, automaticamente, em primeiro de janeiro de 1999, pelos países que tivessem alcançado os requisitos de “convergência econômica”.

Os cinco critérios de “convergência econômica” exigidos pelo Tratado de Maastricht eram: o déficit público não deveria ultrapassar 3% do PIB; a dívida pública não deveria ser mais que 60% do PIB; a taxa de inflação não poderia ser mais de 1,5% acima da taxa de três países com inflação mais baixa; as taxas de juros sobre a dívida pública, a longo prazo, não deveriam ficar mais de 2% acima das taxas vigentes naqueles mesmos três países; a taxa de câmbio de cada país teria de manter-se, por dois anos, dentro dos limites estabelecidos pelo SME, não podendo ocorrer nenhuma desvalorização ou valorização cambial significativa. Portanto, para participar da União Econômica Monetária (UEM), muitos Países-membros da CEE tiveram de modificar suas políticas econômicas. Para tanto, era necessário não só haver maior convergência da inflação e das taxas de juros, para gerar maior estabilidade cambial, como também controlar os déficits fiscais e a dívida. A duração da segunda etapa e o início da terceira dependeriam do grau e da rapidez da convergência econômica e financeira alcançada entre os Países-membros. À época da negociação do acordo, poucos países preenchiavam os critérios de “convergência econômica” exigidos para a união monetária. Contudo vários Países-membros quiseram evitar que houvesse uma “Europa de duas velocidades”. Assim, os negociadores buscaram uma forma que permitisse que todos os países ingressassem, simultaneamente, numa

união econômica e monetária, dando um tempo àqueles que não estivessem em condições de satisfazer os requisitos econômicos. No final de 1996, seria decidido se a maioria dos Países-membros satisfazia os critérios econômicos e se convinha à CEE entrar na terceira etapa. Em caso afirmativo, seria criado o Banco Central Europeu, que emitiria uma moeda única. Os países que não satisfizessem os critérios econômicos ficariam dispensados do Tratado, podendo, assim, aderir mais tarde.

Tais disposições aplicavam-se a todos os países, salvo o Reino Unido e a Dinamarca, que podiam optar pela não participação na União Econômica e Monetária, mesmo satisfazendo às condições econômicas necessárias, mantendo, pois, o direito de ingressarem posteriormente.

2 A crise em marcha

A teoria econômica que analisa as condições para a formação de uma união monetária ótima procura identificar os benefícios e os custos da participação de um país. No caso da Alemanha e da França, a decisão foi política. Alguns países, como a Suécia e a Inglaterra, preferiram ficar fora do euro e manter suas moedas. E no caso da Grécia e de outros países europeus, por que eles aderiram? Se a decisão não foi política, é porque eles avaliaram que os benefícios compensavam os custos.

Numa união monetária, podem ocorrer pelo menos três tipos de benefício. O primeiro é o aumento do comércio internacional, porque deixa de existir o custo da variação cambial. O segundo tipo de benefício decorre da integração dos mercados financeiros, traduzindo-se, na prática, por uma taxa de juros real mais baixa. O terceiro benefício, para um país acostumado a uma política monetária errática, é ter um banco central com credibilidade, não sujeito ao sopro dos ventos políticos.

Com relação aos custos, podemos perguntar: quais são eles, ao se abdicar de sua própria moeda? O país deixa de ter o instrumento de política monetária, a taxa de juros. Quando um choque afeta as economias da união monetária de maneira assimétrica, não há como calibrar a taxa de juros para atender a cada um dos membros. Ademais, a taxa de câmbio deixa também de ser um ator coadjuvante importante nesse processo, pois não há como mudá-la junto aos demais parceiros da união, já que a moeda é única. O único instrumento de política econômica que resta é a política fiscal.

No início de 2010, alguns países da Zona do Euro (principalmente o PIIGS) fizeram com que os mercados fossem tomados pelo aumento da aversão ao risco, quando o alto déficit fiscal da Grécia ameaçou a rolagem de sua dívida. Gerou-se, com isso, o medo da contaminação de Portugal, Espanha, Itália e Irlanda com problemas semelhantes.

2.1 A preocupação com o déficit fiscal

A crise de confiança nos países mais frágeis da União Europeia segue o roteiro clássico de rescaldo de crises econômicas ou movimentos bruscos de redução de crédito, como o que eclodiu em 2008. Se, no passado, os elos mais fracos da economia mundial eram os endividados países emergentes, agora as vítimas são as economias com maiores déficits fiscais e/ou com menor competitividade da Europa, cuja rolagem das dívidas soberanas começou a sofrer resistências. O fato de estarem todos sob o euro ameaça a estabilidade do bloco europeu. Se, por um lado, isso complica, pois quase elimina a saída individual e exige a mobilização de vários governos, por outro, gera um sentido de urgência, que deve apressar uma solução.

Os problemas fiscais da Grécia e de alguns outros países da Zona do Euro mostram que a trajetória da economia mundial continuará, por algum tempo, perturbada por desequilíbrios nos fundamentos macroeconômicos em várias nações do mundo. Em vista disso, seria otimismo exagerado prevermos um retorno rápido do crescimento mundial aos níveis médios, prevalentes antes do início da crise do “subprime”.

Parte dos desequilíbrios é datada de muito antes da crise. Nesse sentido, o caso do PIIGS é exemplar. Como regra geral, esses países se aproveitaram do ingresso na Zona do Euro, coincidentemente com um período de alta liquidez internacional, para expandirem seu endividamento público, deixando de cumprir os compromissos assumidos no Tratado de Maastricht. Com a crise financeira e a desaceleração econômica, tais países tiveram seus déficits aumentados tanto pela queda da arrecadação quanto pela elevação das despesas primárias, acarretando incrementos adicionais no seu endividamento.

Enquanto predominou a euforia, os mercados financiaram alegremente a festa fiscal que ocorria sob o manto do euro. Porém, após o *tsunami* da crise financeira, com os investidores muito mais avessos ao risco, a continuidade dessa “corrente da felicidade” tornou-se

impossível. Em particular, pela maior fragilidade de suas contas públicas, a Grécia é o país que se defronta com a necessidade de fazer, rapidamente, um profundo ajuste fiscal, sob pena de perder totalmente as condições de refinanciamento no mercado de sua dívida mobiliária.

O imbróglio grego, aliás, é a reencenação, com alguns protagonistas diferentes, da crise do “subprime”. O socorro à Grécia pelos países mais fortes da região (leia-se Alemanha e França) repete o drama do salvamento de bancos pelos Governos dos Estados Unidos, do Reino Unido e de outras nações. Embora os efeitos diretos de um eventual *default* na dívida da Grécia possam ser suportáveis, a questão é que não se pode descartar a ocorrência de efeitos sistêmicos, mormente tendo em vista a existência de outros países do euro, com situações fiscais igualmente periclitantes. Salientamos que, em 2009, os países abaixo relacionados apresentavam os seguintes déficits fiscais em relação ao PIB: Alemanha, 3,3%; Itália, 5,2%; França, 7,6%; Portugal, 9,4%; e Espanha, 11,2%. Quanto à dívida pública em relação ao PIB, a situação era: Alemanha, 84%; Itália, 135%; França, 99%; e Espanha, 78%). Tais efeitos seriam particularmente graves, considerando-se a situação ainda frágil de parte importante do sistema bancário europeu e de sua relevante exposição ao risco desses países.

Por causa desse risco de contaminação e, principalmente, pela necessidade de evitar fissuras no edifício político da união monetária europeia é que a Grécia recebeu ajuda financeira dos países mais fortes da Zona do Euro e de organismos internacionais, como o Fundo Monetário Internacional (FMI), mediante, obviamente, a imposição de compromissos de ajuste fiscal ao Governo grego.

Ainda que a crise financeira aguda da Grécia venha a ser superada, graças à ajuda externa, os problemas macroeconômicos na Europa, nos EUA e no Japão continuarão obstaculizando a recuperação da economia mundial. Na Europa, outros países (principalmente os demais países do PIIGS, mas não somente eles) terão que fazer um esforço fiscal semelhante ao da Grécia, no contexto de economias anêmicas e vítimas da histórica ausência de reformas, que possa aumentar sua competitividade externa. Apenas a Alemanha e, em menor grau, a França parecem em condições de ensejar uma recuperação um pouco mais vigorosa. A dificuldade ainda será maior, caso o Banco Central Europeu — que herdou as tradições de austeridade do Bundesbank — inicie prematuramente o processo de retirada dos estímulos monetários, sem atentar para as condições das economias mais frágeis da Zona do Euro.

2.2 A importância de recuperar a competitividade externa

O PIIGS, além de reduzir os déficits fiscais, necessita recuperar sua competitividade externa. Um ajuste fiscal estrutural cíclico somente terá êxito se vier acompanhado de algum vetor de demanda agregada que viabilize a retomada do nível de atividade.

É notório que a taxa de câmbio efetiva de um país depende da evolução interna dos salários e da produtividade, o que desloca as correntes de comércio. A Alemanha, por exemplo, tem “desvalorizado” sistematicamente sua taxa de câmbio com relação aos parceiros, controlando o aumento da sua taxa de salário; em 2010 e 2011, congelará, praticamente, os aumentos dos salários em troca da garantia de emprego.

A situação referida acima sinaliza um outro ponto crucial da crise: o desequilíbrio nas contas correntes, que pode levar à dissolução da Zona do Euro, se medidas fortes não forem tomadas rapidamente. Isto porque as dramáticas divergências nas contas correntes estão intimamente ligadas às crescentes divergências na competitividade dos Países-membros.

Em janeiro de 1999, no mesmo mês em que o euro foi lançado como moeda comum, o então Secretário de Estado de Finanças da Alemanha, numa reunião de ministros do Comitê de Assuntos Monetários e Econômicos da União Europeia, em Bruxelas, advertiu que o euro já nascia sob risco de perigo iminente. Segundo ele, a União Monetária Europeia só poderia funcionar se os aumentos salariais, em todos os Países-membros, estivessem em linha com o alvo de inflação definido pelas autoridades monetárias.

A taxa de câmbio nominal na Zona do Euro é fixa. Um país não pode turbinar sua competitividade com desvalorização da moeda. Assim, diante da forte correlação entre o custo unitário da mão de obra e a inflação, a regra implícita de uma zona comum exige que o crescimento real do salário, em cada País-membro, siga estritamente os progressos da produtividade nacional. Violações dessa regra provocam deflação na união monetária como um todo, ou desvio na taxa real de câmbio e na competitividade.

Três anos depois da implantação do euro (em 1999), a Alemanha, maior economia da UE, descolou-se de vários outros membros da Zona do Euro. Aplicou a estratégia de aumentar sua competitividade internacional, limitando a alta do custo unitário da mão de obra. As principais vítimas foram França, a própria Grécia, Itália, Portugal e Espanha. Houve, em função disso, uma

depreciação real do custo relativo alemão, num sistema que abandonara o uso da taxa de câmbio como instrumento para elevar a competitividade.

No caso da Grécia, a perda de competitividade refletiu-se em mudança nas contas correntes, como também na passagem de superávit fiscal para déficit fiscal de quase 15% do PIB. Essa situação ocorreu porque, entre 2000 e 2010, as exportações líquidas da Grécia diminuíram, mas a demanda doméstica cresceu 2,3%. O custo unitário da mão de obra grega aumentou 2,8% por ano e atingiu o índice 130 em 2010 (comparado a 100 em 2000). Na outra direção, a Alemanha acumulou um gigantesco superávit nas contas correntes, pois passou de um déficit externo de 1,7% do PIB em 2000 para um superávit de 8% em 2007. Isso ocorreu porque, entre os anos de 2000 e 2010, as exportações líquidas da Alemanha explodiram, ao passo que a demanda doméstica diminuiu, com um crescimento insignificante de 0,2% nesse período. A compensação real ao trabalhador ficou bem abaixo da alta de produtividade. O custo unitário da mão de obra aumentou, apenas marginalmente, para o nível de 105 em 2010. Isso significa que a produção de bens ou de serviços que carregavam o mesmo custo, em 2000, em todos os Países-membros da Zona do Euro, reflete agora uma enorme diferença.

Essa situação leva à conclusão de que, se a Europa não chegar a um acordo sobre ajustamentos salariais por vários anos, mesmo décadas, para reequilibrar seu comércio, tanto Grécia como Espanha, Portugal, Irlanda e Itália serão empurrados a examinar a opção de sair da Zona do Euro. Nenhum país no mundo pode sobreviver, economicamente, enfrentando desvantagem absoluta em relação a seus mais importantes parceiros.

As diferenças na competitividade externa estão tornando-se um problema crescente na Zona do Euro, e podemos dizer que os déficits de vários países, de fato, não estão relacionados à queda na receita, por causa da crise econômica ou por aumentos de despesas. Esse endividamento explica-se também pela possibilidade reduzida de crescimento do PIB, por causa da falta de competitividade.

3 O pacote de ajuda

O pacote que os Governos da Zona do Euro anunciaram no final da segunda semana do mês de maio (8 e 9 de maio de 2010), para socorrer os países integrantes com problema de dívida pública (ou déficit fiscal) bastante elevada, inicialmente, é dramático. Primeiro, os Governos europeus criaram um fundo de

€\$ 500 bilhões (cerca de €\$ 440 bilhões em garantias de empréstimos aos membros da Zona do Euro em dificuldades e um acréscimo de €\$ 60 bilhões numa linha de crédito para balanços de pagamentos). Segundo, o FMI providenciará €\$ 250 bilhões (US\$ 320 bilhões) adicionais. Terceiro, o Banco Central Europeu decidiu adquirir os bônus dos membros sob ataque. Por fim, o Federal Reserve (FED) dos EUA reabriu as linhas de *swap*, para permitir acesso a recursos em dólar aos bancos estrangeiros.

Será que o plano funcionará? Partindo-se da premissa de que seja ratificado, a resposta deveria ser **sim**. Ele eleva enormemente o custo de se apostar contra o endividamento de governos fracos. A dívida pública da Zona do Euro é ligeiramente inferior à dívida pública dos EUA em relação ao PIB. Se os governos solventes decidirem apoiar os menos solventes, eles poderão fazê-lo, por ora.

Por que se concluiu que seria necessária uma reforma tão radical? Afinal, ela está longe de ser o que os formuladores tinham em mente. Esse é o ponto em que precisamos recuar ao começo do projeto de uma união monetária. Ela se baseava em três premissas: primeira, limites definidos por tratado (ver, no texto, o Tratado de Maastricht) restringiriam os déficits fiscais dos membros; segunda, na medida em que isso falhasse, a cláusula de “não resgate” os limitaria; e, terceira, as economias dos Países-membros convergiriam com o passar do tempo. Infelizmente, nenhuma dessas premissas se concretizou, pelas razões abaixo apontadas.

Primeiro, os limites definidos por tratado sobre os déficits mostraram-se ineficazes e irrelevantes. Eles revelaram ser ineficazes porque, quando deveriam ter sido vinculantes, foram ignorados. Isso se aplicou, de forma mais espetacular, no caso da Grécia, que fez seus números saltarem. Eles comprovaram ser irrelevantes, porque alguns países que têm grandes déficits, especialmente a Espanha, cumpriram facilmente os critérios fiscais, ou seja, enquanto, em sua economia, a bolha continuava inflando, a Espanha obteve um superávit fiscal em 2005, 2006 e 2007.

Segundo, por muito tempo, os mercados deixaram de dar atenção à fragilidade fiscal que despontava, classificando todos os bônus da Zona do Euro de forma semelhante. Os mercados financeiros financiaram a orgia e, agora, em pânico, estão recusando-se a financiar a faxina resultante. Em cada etapa, eles atuaram de forma pró-cíclica.

Agora, os Governos empenham-se em lidar com as sequelas. Ao insistirem em afirmar que não haverá calotes, porém, estão protegendo o setor financeiro. Em

vez disso, espera-se que os países endividados paguem. Será que esse trato comprovará ser aceitável na ausência de um retorno ao crescimento nos países afetados? Dificilmente.

Que caminho, pois, devemos trilhar a partir desse ponto?

Uma questão fundamental é decidir se seguimos rumo à maior integração ou rumo à desintegração. A resposta deve ser a primeira. É claro, é impossível imaginarmos um retorno às moedas nacionais, pois isso provocaria a implosão do sistema financeiro, uma vez que as relações entre ativos e passivos, agora em euros, ficariam extremamente incertas. Haveria fuga em massa de capital, que se refugiaria nos bancos dos países considerados seguros.

Outra questão é como reforçar a solidariedade. A ideia interessante veio de um instituto de pesquisa de políticas públicas, sediado em Bruxelas, Bruegel, em que os países da Zona do Euro deveriam reunir até 60% do PIB das suas dívidas nacionais, criando, dessa forma, um dos dois maiores mercados de dívida pública do mundo.

Este é o momento da verdade, especialmente para Berlim. A sobrevivência da Zona do Euro está predominantemente nos interesses de longo prazo da Alemanha, não só porque ela representa a pedra angular de uma política de integração europeia do pós-guerra. A união monetária também tem protegido a competitividade da indústria alemã e, portanto, possibilitou o crescimento da economia, apesar da estagnação na demanda interna.

A inclinação alemã é acreditar que tudo estaria bem se os países deficitários fossem submetidos a uma disciplina mais rígida. Isso é falso. A resposta, em vez disso, é criar um sistema que reconheça a realidade e reaja a ela. Esse sistema deve ser criado, para conter a divergência, facilitar a reestruturação da dívida e promover o ajuste econômico. Será isso, ou o fracasso.

Em relação ao socorro à Grécia, especificamente, o programa contempla um pacote de €\$ 110 bilhões (equivalentes a pouco mais de um terço da dívida da Grécia), dos quais €\$ 30 bilhões virão do FMI (muito mais do que normalmente permitido) e do restante da Zona do Euro. Isso seria suficiente para manter a Grécia fora do mercado, se necessário, por mais de dois anos. Em contrapartida, a Grécia prometeu uma consolidação fiscal de 11% do PIB no prazo de três anos, além das medidas tomadas anteriormente, como a meta de chegar a um déficit de 3% em 2014, abaixo dos 13,6% em 2009. Medidas voltadas para reduzir gastos governamentais deverão produzir uma economia de 5,25% do PIB, em

três anos: pensões e salários serão reduzidos e, então, congelados por três anos, sendo abolido o pagamento de bônus sazonais. As medidas tributárias deverão render 4% do PIB. Mesmo assim, prevê-se que a dívida pública atingirá um pico de 150% do PIB.

Adeus à fantasia de que haveria uma leve contração econômica neste ano, seguida por um retorno ao crescimento estável. O novo programa prevê, aparentemente, uma redução acumulada de aproximadamente 8% do PIB, embora essas previsões sejam, naturalmente, muito incertas. Da mesma forma, o plano antigo baseava-se no pressuposto de que a Grécia poderia reduzir seu déficit orçamentário para menos de 3% do PIB ao final de 2012. O novo plano estabelece 2014 como ano-alvo.

Duas outras provisões do que foi decidido são dignas de nota: em primeiro lugar, não deverá haver reestruturação da dívida e, em segundo, o Banco Central Europeu suspenderá a avaliação de crédito mínima exigida para os ativos gregos garantidos pelo Governo e usados em suas operações de liquidez, oferecendo, assim, uma tábua de salvação para os bancos gregos mais vulneráveis. Afinal, o programa parece sensato, seja para a Grécia, seja para a Zona do Euro.

Começemos com a Grécia: o País já perdeu acesso aos mercados. Assim, a alternativa a concordar com esse pacote (possa ele ser, ou não, implementado) seria a inadimplência. O País, então, deixaria de pagar os juros da dívida, mas teria de zerar imediatamente seu déficit fiscal primário de 9% a 10% do PIB. Isso seria um aperto muito mais brutal do que aquele que a Grécia agora pactuou, visto que, com um *default*, o sistema bancário entraria em colapso. A Grécia está certa em “prometer mundos e fundos”, visando ganhar o tempo necessário para eliminar o déficit primário de forma mais suave.

Na realidade, está pedindo-se à Grécia que faça o que fez a América Latina na década de 80. Aquilo resultou numa década perdida, e os beneficiários foram os credores estrangeiros. Além disso, uma vez que os credores estão sendo pagos para escapar, quem irá substituí-los? Esse pacote certamente não conseguirá trazer a Grécia de volta ao mercado, em condições administráveis, em poucos anos. Mais dinheiro será necessário, se a reestruturação da dívida for, imprudentemente, descartada.

Para os outros membros da Zona do Euro, o programa evita um choque imediato em sistemas financeiros frágeis. Mas é claro que isso ajudará outros membros que agora estão na linha de fogo. Esses membros da Zona do Euro poderão muito bem se ver “num mato sem cachorro”, mas vários deles têm déficits

orçamentários insustentáveis e uma proporção de endividamento em rápida ascensão. Nesse aspecto, a situação não difere da do Reino Unido e da dos EUA, mas faltam-lhes as mesmas opções de política econômico-financeira. Essa história, em suma, não terminou.

Para a Zona do Euro, duas lições são claras: primeiro, ou ela permite inadimplências de países, por mais conturbadas que venham a ser, ou cria uma união fiscal efetiva, com forte disciplina e recursos suficientes para amortecer o ajuste em economias arrasadas — neste último caso, há recomendação da necessidade de criação de um Fundo Monetário Europeu com reservas de €2 trilhões; e, em segundo lugar, o ajuste na Zona do Euro não dará certo sem ajustes compensatórios nos países centrais. Se a Zona do Euro estiver disposta a viver com uma demanda geral estagnada, ela se tornará uma arena para desinflação competitiva, do tipo que visa “empobrecer os vizinhos”, com crescente dependência em relação aos mercados como uma saída para os superávits fiscais. Poucos gostarão desse desfecho.

As crises, ora em evolução, confirmam os que viram o euro como uma iniciativa de alto risco. Esses choques não surpreendem, muito pelo contrário, poderiam ter sido previstos. O receio de que o atrelamento mútuo de países tão diversos aumentaria a tensão, em vez de reduzi-la, também parece justificado. Vejamos, por exemplo, o surto de sentimento antieuropeu na Alemanha. Entretanto, agora que a Zona do Euro foi criada, ela precisa funcionar. A tentativa de salvar a Grécia é apenas o começo da história. Muito mais ainda precisa ser feito — em resposta à crise imediata e na reforma da própria zona — num futuro não muito distante.

4 O contágio dos bancos

O setor bancário europeu passou a emitir, a partir da evolução da crise da Grécia, um sinal de alerta, devido ao fato de que alguns bancos poderiam entrar em colapso, no rastro da crise da dívida soberana, na Zona do Euro. Os bancos, agora, estariam mais relutantes em emprestar uns aos outros do que em qualquer outro momento.

A deterioração das condições nos mercados monetários interbancários está levando alguns analistas a preverem que a próxima crise se dará entre os bancos. Uma das principais medidas de risco bancário, o *spread* entre os *overnight index swap* e os contratos futuros na Zona do Euro, subiu, na primeira semana de maio deste ano, para um nível bastante elevado. Esse *spread* mede

o ágio das taxas para três meses — que embutem maior risco do crédito — em relação às taxas “sem risco” do *overnight*.

Outro sinal de alerta é uma adesão significativa à concessão de empréstimos por bancos no esquema de *overnight*, especialmente em áreas problemáticas na Zona do Euro. Dos €\$ 450 bilhões negociados diariamente no mercado financeiro de curto prazo europeu, 90% fluem mediante empréstimos no *overnight*. As mudanças no comportamento dos emprestadores devem-se à crescente preocupação de como Grécia, Espanha e Portugal reestruturarão o seu endividamento, pois pode haver grandes implicações para as instituições financeiras da Zona do Euro.

Um reflexo dessa instabilidade foram as fortes quedas nas ações europeias e nas dos EUA, no final de abril (27 de abril), na medida em que os investidores buscavam refúgio nos bônus do Tesouro dos EUA e no dólar. A agência de risco Standard and Poor's rebaixou a classificação de crédito da Grécia em três graus, para a categoria de investimento de alto risco (*junk*), mencionando preocupações sobre a capacidade do País de instituir as reformas necessárias para reduzir drasticamente o seu déficit orçamentário. A agência também reduziu a classificação de Portugal em dois graus, para “A-”.

Os *swaps* de crédito — Credit Defaults Swaps (CDS) — de cinco anos sobre a dívida do Governo da Grécia, uma medida do custo do seguro contra um calote na dívida, atingiram um recorde, no dia 27 de abril deste ano, de 798 pontos-base (pb), numa alta ante os 710 pb do dia 26 do mesmo mês (de 88 pb). O *spread* dos rendimentos do bônus de 10 anos do Governo grego em relação aos *bunds* (seu equivalente alemão), ou seja, o ágio exigido por investidores para manterem papéis de dívida grega em vez dos títulos de dívida alemã, também se elevou, atingindo o seu maior nível histórico, que foi de 718 pb.

A possível contaminação da crise da dívida da Grécia no sul da Europa forçou o Primeiro-Ministro da Espanha (socialista), José Luiz Rodriguez Zapatero, e o líder do Partido Popular de direita (da oposição), Mariano Rajoy, a se reunirem numa tentativa de impedir que a turbulência atingisse a economia do País. O resultado do encontro foi um acordo para sanar os instáveis bancos de poupança, responsáveis por metade dos depósitos e do crédito no País.

Ambos concordaram que é preciso forçar os combalidos bancos de poupança a fazerem fusões com concorrentes mais sadios. O acordo é importante porque muitos dos bancos de capital fechado da Espanha são

controlados pelos governos regionais, que, por sua vez, são controlados por um dos dois principais partidos do País. Mas nem esse pacto é garantia de que haverá alguma fusão de bancos. Os políticos também concordaram com as bases gerais de uma reforma na regulamentação, que, dentre outras coisas, daria aos bancos de poupança um instrumento para levantar capital.

Na realidade, podemos dizer que a crise grega deixou de ser um evento localizado para se tornar um poderoso fator de instabilidade global. Desde a queda do banco de investimentos Lehman Brothers, em setembro de 2008, os mercados não tinham visto, por exemplo, um dia tão frenético e pesado em baixas em todos os ativos, das Bolsas às *commodities*, como o dia 5 de maio de 2010. A Bolsa de Nova York teve a maior variação negativa ao longo de um dia desde o “setembro negro” de 1987 e chegou a recuar 9,2%, arrastando consigo o Standard & Poor's 500, com uma queda de 8,6%. O real chegou a perder 5,28% no meio da tarde, refletindo, dentre outros fatores, a saída de dólares provocada pela tentativa de cobertura de prejuízos em outros mercados pelos investidores externos.

O nível de risco existente nos mercados globais mudou de qualidade com as incertezas geradas pelo pacote de auxílio à Grécia. As perguntas que se faziam eram se o pacote seria suficiente e se outros países europeus de maior porte, como a Espanha, que têm déficits orçamentários enormes, também poderiam ser obrigados a recorrer à ajuda das autoridades da Zona do Euro e do FMI.

Referindo-se à Espanha, especificamente, devemos salientar que os rendimentos dos bônus espanhóis atingiram, em meados de junho (16 de junho) deste ano, o maior nível sobre os títulos da Alemanha desde o lançamento do euro. Isso ocorreu porque aumentaram muito os temores quanto à capacidade dos bancos do País de pagar suas dívidas.

Essa situação da Espanha fez com que aumentasse o sentimento de um provável calote em relação a outras economias periféricas da Zona do Euro, como Grécia e Portugal. Os rendimentos dos bônus espanhóis de 10 anos, subiram 12 pb, para 4,85%, o maior nível desde julho de 2008, levando os *spreads* sobre os Bunds alemães para 221 pb — o maior desde o advento do euro, em janeiro de 1999.

A maior aversão ao risco de investidores em relação aos papéis de países da União Europeia também fica clara quando se observa o comportamento dos CDS, que medem o prêmio em relação à Libor, exigido pelo investidor para aplicar em papéis soberanos de cada país. No caso da Espanha, esse *spread* subiu para 258,2 pb

em 16 de junho, ante 248,3 pb de um dia antes. No início deste ano, esse *spread* era de 112,8 pontos. Esse ambiente de cautela, consequentemente, teve efeito sobre CDS de outros países da região.

Na realidade, os bancos espanhóis, nos dois últimos meses do primeiro semestre de 2010, têm captado volumes recordes de empréstimos do BCE, uma vez que as instituições financeiras do País enfrentam dificuldades para conseguir financiamento nos mercados de capitais internacionais. Realmente, o Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA), por exemplo, o segundo maior banco da Espanha, alertou que estava tendo problemas para refinarciá-las dívidas, à medida que muitas instituições impuseram limites de crédito aos bancos do País, em maio e junho, tal como fizeram com a Grécia, devido a apreensões sobre o seu sistema financeiro.

Em maio de 2010, os bancos espanhóis captaram €\$ 85,6 bilhões do BCE. É o dobro do volume que haviam recebido após a quebra do Lehman Brothers, em setembro de 2008, e 16,5% do total líquido de créditos oferecidos pelo Banco Central Europeu.

O volume também é o maior desde a criação da Zona do Euro, em 1999, e representa uma parcela desproporcionalmente grande dos fundos emergenciais oferecidos pela autoridade monetária europeia, pois os bancos espanhóis representam em torno de 11% do sistema bancário da Zona do Euro

Não surpreende que a crise financeira mundial tenha acabado por testar a resiliência de créditos soberanos. Os governos, frequentemente, assumem o ônus de dívidas do setor privado, elevando os gastos com estímulo, para compensar a desalavancagem das empresas e dos consumidores ou para estatizar as dívidas de instituições financeiras prejudicadas pela crise.

Assim, quando vemos os créditos soberanos da Grécia e da Espanha sendo questionados, o temor desloca-se para seus credores privados, especialmente bancos da França e da Alemanha, e para os Governos em Paris e em Berlim, que talvez tenham de dar apoio aos credores, em última instância. A Espanha, por exemplo, cortou sua dívida pública de um nível equivalente a 60% do PIB para 40%. Mas sua economia dependia de um *boom* insustentável no setor de construção civil e de consumo financiado por crédito junto aos bancos, e a resposta à crise apenas transferiu o endividamento do setor privado para o público. A decisão de Madri de injetar dinheiro público no CajaSur, um banco regional de poupança, reavivou as especulações sobre o quanto esse processo ainda perdurará.

Mas os problemas nos bancos europeus não se equivalem automaticamente a uma repetição da crise do

Lehman. Desta vez, há razões para maior calma. O estoque de ativos dos bancos está longe de ser transparente, mas é muito menos incerto do que a dimensão e a distribuição de prejuízos potenciais às contrapartes do Lehman. Os bancos, em geral, estão mais capitalizados e, portanto, capazes de absorver baixas contábeis de seus ativos.

As autoridades econômico-financeiras também estão mais bem preparadas para lidar com as ameaças ao funcionamento de mercados financeiros, ao menos no curto prazo. Por exemplo, diante da volatilidade no mercado, o BCE deu, recentemente, meia volta e começou a comprar títulos dos governos. Na crise iniciada em 2008, o FED rapidamente restabeleceu as linhas de *swap* com outros bancos centrais. Ambos os casos ajudaram a injetar liquidez na economia.

Por outro lado, as taxas interbancárias pelas quais os bancos emprestam dinheiro uns aos outros, embora recentemente tenham subido muito em relação às taxas de juros do *overnight*— um indicador de incerteza quanto à saúde dos bancos —, continuam bem abaixo dos níveis estratosféricos atingidos na esteira do pânico após o colapso do Lehman.

5 Considerações finais

As consequências da crise atual ainda estão por vir. Entretanto analistas concordam que a influência econômica e política da Europa poderá ser reforçada no futuro, como também poderá ser inevitável seu rebaixamento à condição de coadjuvante, num cenário global dominado pela China e pelos Estados Unidos da América.

A verdade é que o mercado financeiro se acalmou com as medidas do pacote divulgadas no segundo final de semana do mês de maio (8 e 9 maio de 2010). A União Europeia anunciou a criação de um fundo de estabilização financeira de €\$ 750 bilhões. E o mais importante, o Banco Central Europeu recuou de sua posição de não comprar papéis de dívida de países europeus excessivamente endividados. Passou a acompanhar as decisões dos bancos centrais dos EUA (FED), do Canadá, da Inglaterra e da Suíça de injetar liquidez para evitar a repetição de pânico financeiro que ocorreu em 2008, com a falência do Lehman Brothers. Essa decisão de monetização dos títulos de dívida pública, que não depende de aprovação dos parlamentos, tem eficácia imediata e deverá acalmar o mercado financeiro por hora. No dia 5 de maio deste ano, a situação

era tão grave que muitos analistas acreditavam na possibilidade de ocorrer uma situação similar a uma corrida bancária, em que os intermediários financeiros paralisariam as operações de empréstimos, com corrida generalizada para ativos líquidos e considerados mais seguros, particularmente o dólar e títulos do Tesouro norte-americano. Daí, a decisão dos bancos centrais de intervirem para evitar o pior.

Essa crise, desencadeada pelo excesso de endividamento da Grécia, deverá ter novos desdobramentos, e não há nenhuma segurança de que as medidas anunciadas serão suficientes para acalmar os ânimos do mercado financeiro global.

Enquanto as autoridades governamentais não enfrentarem o problema da falta de regulamentação dos mercados financeiros, novos desdobramentos serão inevitáveis. Qualquer que seja a forma da nova regulamentação, ela será um processo penoso para países e instituições com alto endividamento, pois a solução passará, inevitavelmente, pela clássica solução do problema de endividamento, que é a dupla transferência de rendas interna e externa. No caso desses países, o problema será maior, pois, ao adotarem o euro, abriram mão da taxa de câmbio e da depreciação como mecanismo de correção dos déficits em transações correntes e da emissão de moeda para saldar a dívida pública.

As decisões tomadas no pacote de ajuda, portanto, não representam uma solução para a dívida da Grécia, nem para os demais países, mas, sim, mostram que os investidores e os especuladores começaram a rejeitar essas dívidas, que, até agora, lhes renderam polpudas comissões e juros, provocando sua desvalorização. Para evitar um círculo vicioso de quebras financeiras, elas (as dívidas) estão, a partir de agora, sendo transferidas dos balanços dos bancos, das instituições financeiras e dos investidores privados para o balanço dos bancos centrais e do tesouro nacional. Ou seja, países com gestão fiscal responsável e que fizeram ajustes estruturais na sua economia, tornando-a competitiva, contendo os salários reais e os preços, como a Alemanha, é que passarão a ser financiadores e detentores da maior parte das dívidas assumidas por países que se endividaram muito acima das suas possibilidades.

Especificamente em relação ao Brasil, os impactos da crise da Grécia dar-se-ão sobre o canal de transmissão imediata e de maior contundência, que é o da conta movimentos de capitais do exterior. De imediato, já tivemos, na primeira semana de maio do corrente ano, um ensaio do que poderá acontecer se a crise se agravar. Houve uma pequena parada súbita nos fluxos de capitais

do exterior, com os bancos e as empresas brasileiras paralisando captações no exterior. Tivemos também uma pequena saída de capitais, fazendo com que as cotações da Bolsa de Valores tivessem quedas. Obviamente, o real sofreu uma depreciação. É esse o canal que tem desestabilizado periodicamente a economia brasileira a partir do início dos anos 90, quando a conta movimento de capitais foi liberada. Mesmo que a economia brasileira esteja com as contas públicas em ordem, tenha reservas cambiais e pratique uma política monetária conservadora, os reflexos de uma parada súbita nos fluxos de capitais podem ter consequências dolorosas. Basta lembrarmos que, no terceiro trimestre de 2008, a parada no fluxo de capitais levou a uma reação muito forte de contração doméstica de crédito pelos bancos, que fez com que a economia, que vinha crescendo a mais de 6% ao ano, despencasse para menos 0,2% ao ano. Em 1999, sofremos recessão econômica similar, quando tivemos uma típica crise cambial, mas, diferentemente de 2008, tínhamos endividamento público e externo crescentes. Em 1997, com a crise da Ásia; em 2000-01, com a crise do NASDAQ, da Argentina e da Turquia, sofremos parada súbita por contágio. O fluxo de entrada e saída de capitais e as taxas de câmbio flexíveis são, na verdade, os canais de transmissão através dos quais crises financeiras repercutem na atividade econômica e na inflação no Brasil.

Referências

- AJUSTE fiscal não será suficiente. **Valor Econômico**, São Paulo, p. A 12, 30 maio 2010.
- CRISE fiscal na UE ameaça contagiar bancos. **Valor Econômico**, São Paulo, p. A 14, 2 e 3 jun. 2010.
- CRISE grega coloca em alerta a Zona do Euro. **Valor Econômico**, São Paulo, p. A 14, 4 mar. 2010.
- EURO corre risco de fracasso. **Valor Econômico**, São Paulo, p. A 5, 4 jun. 2010.
- O EFEITO bumerangue da crise global nos bancos. **Valor Econômico**, São Paulo, p. A 12, 16 jun. 2010.
- TEMOR de perda nos bancos é nova ameaça. **Valor Econômico**, São Paulo, p. C 7, 15 jun. 2010.