

Quais são as contradições da crise do Euro?

Lucas Braga de Melo

Logo após o colapso financeiro dos subprimes nos EUA em 2008, foi deflagrada a crise europeia. Essa última, entretanto, tem suas origens bem antes da crise imobiliária americana e, ainda, pode ser ramificada em dois pontos centrais. Em primeiro lugar, o design institucional deficiente da zona do Euro, o qual desde a criação da União Monetária não foi capaz de centralizar as políticas fiscais dentro do bloco e tampouco garantir estabilidade fiscal entre os países, especialmente durante uma crise. Em segundo plano, mas não menos importante, os altos níveis da dívida pública, concentrados inicialmente na Grécia, mas também presentes nos países periféricos da zona do Euro. Neste sentido, o deficiente quadro institucional e o instável nível da dívida pública são interdependentes e juntamente compõem a crise vivida pela Europa.

No âmbito institucional, a teoria econômica é bem clara sobre as condições para se formar uma União Monetária ótima. Os países que a formam devem ser dotados de livre mobilidade de capital, serviços e trabalho, ou seja, livre circulação não só de bens, como também de fatores de produção. Tais variáveis em comum são fundamentais, pois permitem a existência de um nível similar de produtividade, de competitividade e de ocorrência de oscilações econômicas semelhantes entre os Estados membros. Ainda, na existência de tais fatores, as respostas das políticas monetárias e fiscais aos choques externos serão as mesmas para todos os países. Nesse sentido, a política fiscal e/ou monetária em comum não implicaria prejuízo a um determinado país, enquanto beneficiasse a outro. A Zona do Euro, entretanto, é atualmente o resultado de vários atalhos tomados para sustentar um objetivo: uma União Monetária composta por uma série de países diferentes, nem mesmo com variáveis macroeconômicas convergentes e, ainda, sem um agente central fiscal capaz de implantar disciplina fiscal (o Pacto de Estabilidade e Crescimento - PEC, que visava propiciar a disciplina fiscal nos países do Bloco, foi reiteradamente descumprido).

Além disso, uma União Monetária implica necessariamente: ausência de política monetária independente, “taxa de câmbio fixa” e intensificação do comércio entre os seus países membros. Nesse sentido, todos os Estados que compõem a zona do

Euro cedem sua política monetária independente em prol de vantagens como redução dos custos de transação para os investimentos, comércio, e viagens entre os seus integrantes. Ainda, a União Monetária Europeia (UME) permite um maior poder de barganha internacional para a Europa com o mundo, ou seja, o Euro integra o continente e o faz mais forte diplomaticamente.

Entretanto, nem tudo são flores. Desde a criação da zona do Euro em 1999, países como Portugal, Itália, Grécia e Espanha (PIGS) vinham evitando baixo crescimento, perda de competitividade e outras pressões sociais como o alto desemprego através de déficits fiscais. Neste contexto, esses países periféricos da zona do Euro estavam em uma situação em que não podiam desvalorizar a moeda visando aumentar a competitividade das exportações e nem mesmo incorrer em expansões monetárias para estimular a economia, já que estas são de responsabilidade exclusivo do Banco Central Europeu (BCE). Desta maneira, lhes restava apenas a política fiscal como alternativa. Houve, então, um aumento dos déficits fiscais para que se mantivesse o crescimento e a competitividade, ou seja, os governos estimulavam a economia aumentando os gastos governamentais. A ausência de um agente fiscal central que monitorasse estes elevados níveis de déficits e forçasse o cumprimento do Tratado de Maastricht, que estabeleceu um nível máximo de 60% da relação dívida/PIB e 3% de déficit, foi uma das razões para que as políticas fiscais divergissem consideravelmente dentro do bloco.

É também nesse sentido que a crise europeia se correlaciona à crise dos subprimes nos EUA. Os altos níveis de dívida até 2008 eram sustentáveis na medida em que a taxa de juro incidente sobre a dívida era baixa, os governos podiam emitir títulos de longo prazo e a capacidade de se pagar a dívida era alta, já que estes países contavam com razoáveis níveis de crescimento e estabilidade econômica. Entretanto, logo após a crise de 2008, o novo governo grego anunciou que seu déficit orçamentário era muito maior que o divulgado anteriormente. Assim, a crise dos subprimes aliada aos elevadíssimos níveis de déficit orçamentário e relação dívida pública/PIB geraram dúvidas em relação à capacidade do governo grego arcar com suas obrigações.

Houve, a partir de então, um grande aumento da aversão ao risco nos mercados, principalmente em relação aos títulos de alguns governos europeus. De fato, a aversão ao risco foi refletida como um aumento da taxa de juro nos PIGS,

principalmente na Grécia. Em outras palavras, o prêmio de risco para que o governo grego pudesse seguir rolando sua dívida aumentou significativamente. Como a dívidagrega corresponde atualmente a mais de 160% e, na época, a 140% do PIB, e seus detentores são, como também na maioria dos PIGS, residentes estrangeiros, o aumento da taxa de juro implica em uma situação em que mais de 20% do PIB é transferido ao exterior somente para servir à dívida pública. Essa situação é claramente instável e apresenta um alto risco de moratória.

Outro fator que põe em cheque a capacidade dos PIGS cumprirem com suas obrigações é o baixo crescimento recentemente vivenciado. Em 2011, a Grécia teve uma contração de 15%, a Irlanda, de 13%, Itália, de 7% e Portugal e Espanha, de 5% do PIB. Neste sentido, quando a dívida cresce a uma taxa maior que a taxa de crescimento econômico, a relação dívida/PIB aumenta, elevando não só a dívida pública em termos absolutos, mas também a sua proporção em relação ao tamanho da economia. Ainda, em períodos de recessão, as transferências governamentais como seguro desemprego e previdência social aumentam, enquanto as receitas diminuem, já que a produção é menor e, portanto, o lucro tributável também. Assim, uma recessão implica pressões para que se eleve o déficit público, dificultando a capacidade de o governo pagar a dívida.

Mesmo com a dificuldade de se reduzir o déficit fiscal em meio à recessão atual, muitos governos têm adotado medidas de austeridade fiscal para recuperar a estabilidade de suas contas. Vale ressaltar que muitas destas medidas também são tomadas para que os governos possam receber resgates externos, mas focaremos nessas condicionalidades dos resgates um pouco mais adiante. A Grécia, por exemplo, diminuiu seu déficit orçamentário de -11,7% para -8,3% do PIB de 2011 para 2012. O país também diminuiu os salários do serviço público, congelou as aposentadorias, aumentou a fiscalização de impostos, reformou a administração pública dos municípios e privatizou algumas empresas. Portugal e Espanha vêm adotando medidas que aumentam a produtividade e flexibilidade do mercado de trabalho, além de também diminuir seus gastos. A Itália, por sua vez, focou na reestruturação do sistema de previdência social e também no corte de gastos.

Nesse sentido, as medidas de austeridade são muito importantes para a recuperação da estabilidade fiscal nos países problemáticos. Em primeiro lugar, elas

diminuem diretamente o montante da dívida pública e o déficit orçamentário. Ainda, essas medidas ajudam a restaurar a confiança nos países, permitindo assim uma maior liquidez de seus títulos e menor prêmio de risco para sua solvência, facilitando a rolagem da dívida pelo governo. Finalmente, a redução dos gastos permite que os PIGS convirjam os seus déficits para os parâmetros pré-estabelecidos pelo Tratado de Maastricht da zona do Euro. Entretanto, apesar de serem essenciais, as medidas de austeridade, especialmente em um período de recessão, podem apresentar seu lado negativo.

Quando a economia está em recessão, uma resposta contra cíclica bem comum é o aumento dos gastos governamentais, ou seja, um aumento do déficit fiscal, pois tal medida permite um estímulo à produção via aumento da demanda agregada. Entretanto, como os PIGS, estão adotando contrações fiscais sem nenhuma política monetária para contrabalanceá-las, o resultado pode ser um período de recessão mais prolongado que o esperado. Ainda, se analisarmos a relação Dívida/PIB, podemos ver que se o período de recessão é mais longo e o PIB decresce a uma taxa menor que a dívida pública diminui via medidas de austeridade, a relação dívida/PIB aumenta. Neste caso, as medidas de austeridade, além de acarretarem um período mais longo de recessão, pioram os resultados orçamentários do governo.

Então, as medidas de austeridade devem ser adotadas ou não? A resposta, como em muitas análises econômicas, é: depende. Caso se acredite que uma expansão fiscal via aumento da demanda agregada é capaz de estimular a produção e que o aumento desta, por sua vez, aumenta a renda disponível das famílias, o que geraria um consumo ainda maior, que também estimula ainda mais a produção, gerando uma espécie de efeito multiplicador na produção da economia; então, as medidas de austeridade não deveriam ser implantadas. Entretanto, caso se acredite que um aumento dos gastos governamentais afeta, mas pouco, a taxa de crescimento da economia, devido a esta expansão fiscal ser refletida também em um aumento da inflação e/ou em um aumento da poupança das famílias, já que estas são racionais e sabem que tal expansão será refletida em maiores impostos e em menor renda disponível no futuro; as medidas de austeridade fiscal devem ser implantadas. Por fim, quando se acredita que expansões de gastos públicos reduzirão ainda mais a percepção de solvência do governo, estimulando os credores a se desfazerem dos títulos soberanos, políticas de austeridade são não somente desejáveis, como altamente recomendáveis.

Deixando a divagação teórica das medidas de austeridade à parte, o fato é que, como dito antes, Itália, Portugal, Grécia e Espanha vêm adotando sim cortes orçamentários, aumentando impostos e implantando medidas que restaurem a competitividade. Além disso, apesar da adoção de tais políticas, os PIGS tiveram de ser resgatados por fundos externos. A Grécia, por exemplo, receberá, em um prazo de três anos, o valor total de 170 bilhões de Euros. Os bancos espanhóis receberam cerca de 37 bilhões de Euros em Novembro de 2012, Portugal e Irlanda também receberam montantes significativos de resgates.

Os empréstimos foram em sua maioria concedidos por uma parceria entre o FMI, União Europeia e BCE. Ainda, na agenda institucional europeia, foi criado o Fundo Financeiro Europeu de Estabilidade (EFSF em inglês) e o Mecanismo de Estabilidade Europeu (EMS em inglês), assim estes resgates foram sistematizados através desses fundos financeiros dentro da União Europeia, porém com participação do FMI e supervisão do BCE. Neste contexto, o EMS é um fundo permanente para providenciar assistência financeira para os países altamente endividados.

O problema de prover empréstimos sempre que necessários, no contexto da União Europeia, é que podem surgir incentivos perversos entre os agentes. Em outras palavras, o resultado pode ser um considerável grau de risco moral. Neste sentido, Estados-membros confiantes de que receberão resgates externos ficarão tentados a adotarem políticas econômicas e fiscais que farão novos resgates ainda mais prováveis. Afinal, para que incorrer nos altos custos das medidas de austeridade, se haverá fundos disponíveis sempre que necessários? Similarmente, os credores não serão tão criteriosos em conceder crédito a governos soberanos, cientes da possibilidade de resgate. Portanto, estes resgates sistematizados tendem a estimular a procrastinação da adoção de disciplina fiscal nos países endividados. Surge, então, do problema de risco moral, a necessidade de aplicar condicionalidade aos empréstimos realizados.

Neste contexto, a condicionalidade aliada à prestação de contas dos resgates são elementos que garantem o seu completo pagamento e evitam o risco moral que poderia ser gerado. Em outras palavras, condicionalidade e prestações de contas significam que os países endividados só receberão os resgates, caso adotem a disciplina fiscal e providenciem informações sobre seus cortes e orçamentos, provando sua capacidade de pagá-los. De fato, isso vem ocorrendo nos PIGS (como ocorreu por

diversas vezes nas crises da dívida da América Latina, dos anos 1980 aos 2000), o que por sua vez, ressalta o caráter positivo dos fundos que providenciam a estabilidade fiscal para estes países, o ESM e o EFSF.

Neste contexto, os fundos de estabilização financeira são de extrema importância para a zona do Euro. Primeiramente, a disponibilidade de uma reserva oficial e segura reduz o risco de uma moratória, até porque os investidores não temeriam a possibilidade de o governo ser pressionado involuntariamente em uma moratória devido a sua incapacidade de rolar as dívidas. Em segundo plano, as externalidades negativas de um colapso financeiro de uma instituição pública ou privada são neutralizadas através deste fundo. Nesse sentido, há a responsabilidade de cada Estado-membro evitar criar dificuldades para os países endividados, portanto, é de interesse de toda a comunidade europeia administrar a sustentabilidade da dívida pública de todos os países. Assim, os fundos de estabilização financeira exercem um papel necessário, mas não suficiente para a estabilização financeira da União Europeia.

Concluindo, a crise da dívida pública na zona do Euro expôs os desequilíbrios fiscais entre seus países membros. Destacou também as disparidades nos fundamentos macroeconômicos em toda a área, principalmente quando considerados a desintegração das políticas fiscais, o spread entre os países e os diferentes níveis de estabilidade fiscal. Em resposta à instabilidade fiscal, os países endividados da região adotaram medidas nacionais no formato de disciplinas fiscais rígidas e supranacionais no formato de resgates externos visando o cumprimento de suas obrigações. Além disso, os benefícios de uma moeda comum vieram com o custo de ajustar a política fiscal para os padrões da União Monetária.

A crise atual, ainda, tem mostrado o quão complexo é o design institucional da zona do Euro. Assim, as condições para o funcionamento de uma União Monetária vão muito mais longe do que geralmente havia sido pensado. Neste sentido, o quadro institucional, evidentemente, tem de ser mais dirigido à coordenação e convergência de políticas fiscais. Além disso, as negociações e discussões atuais refletem a complexidade do arranjo institucional da União Monetária como uma moeda única, políticas fiscais à nível nacional e uma autoridade monetária comum para 17 países diferentes. Esta crise mostrou as deficiências, mas também representa uma oportunidade para criar um design institucional mais seguro para o futuro.