

Tem sido comum a observação de analistas de que “a crise da Zona do Euro é de natureza política”. Esse tipo de observação não é realista uma vez que tende a sub-estimar os elementos de natureza econômico-financeiros que também assumem importância muito relevante nas causas e origens da crise. Na realidade existe uma crise econômica bastante complexa cuja superação vem sendo dificultada e postergada por dificuldades de natureza política. Esse tipo de situação, aliás, está longe de ser uma característica exclusiva ou particular da Zona do Euro. Pois, em geral, quanto mais grave a natureza de uma crise econômica, mais duras e impopulares têm que ser as medidas necessárias para superá-la, e mais difícil a sua aprovação na esfera política.

Na verdade, a criação da Zona do Euro atendeu a profundas motivações de natureza geo-políticas, sem preencher as condições de natureza econômica. O que se observou foi que ao longo dos primeiros anos algumas vantagens econômicas do processo de integração prevaleceram sobre os pontos frágeis, mas algumas distorções se agravaram continuamente. Por exemplo, de início a integração contribuiu para que países economicamente frágeis passassem a ter acesso a um grande volume de dinheiro, a custos muito próximos daqueles incorridos pelas economias mais fortes. Por outro lado, as diferenças de competitividade, que já eram grandes no início, aumentaram continuamente. Países que já eram originalmente muito menos competitivos aproveitaram as facilidades de financiamento abundante e barato para se acomodarem e adiarem as reformas estruturais indispensáveis. Enquanto isso, a Alemanha, que originalmente já era a economia mais competitiva da região, aprofundou as reformas que aumentaram ainda mais a sua vantagem relativa. Quando veio a crise, em 2008, as diferenças entre as diversas economias subitamente afloraram e passaram a se refletir nos custos de acesso ao financiamento. O que, por sua vez, passou a alavancar ainda mais as distorções e vulnerabilidades nas economias mais frágeis.

Portanto, o principal desequilíbrio econômico na Zona do Euro são as diferenças de competitividade entre as economias. E a maior dificuldade em lidar com esse problema é a impossibilidade de usar a desvalorização da taxa de câmbio. Pois não estando disponível esse instrumento, o ganho de competitividade relativa tem que se dar por meio de aumentos de produtividade e quedas de preços e salários. Os aumentos de produtividade dependem de reformas estruturais e são, por natureza, muito lentos. E a redução de preços e salários é extremamente dolorosa. É aí que a natureza econômica do

problema passa a deteriorar também o ambiente político. Os ânimos se exaltam, as acusações mútuas se exacerbam. Evitar a nova ocorrência de guerras na região foi um dos objetivos mais nobres da criação da Zona do Euro. Mas a inconsistência do projeto econômico acabou, paradoxalmente, por resultar numa nova situação de conflito, que tornou a resposta à crise extremamente lenta e ineficaz.

Uma sequência de pacotes mal concebidos, ao longo de mais de dois anos, foi permitindo que a crise assumisse proporções cada vez mais graves. Há poucas semanas, nos piores momentos, os indicadores de mercado chegaram a refletir o temor de quebra de grandes bancos na Europa, ou seja, a ameaça concreta de uma nova crise bancária sistêmica, cujas conseqüências sobre a economia mundial seriam avassaladoras. Diante disso as autoridades se apressaram em anunciar a elaboração de mais um pacote, renovando as promessas de que agora seria algo muito mais profundo e abrangente. As linhas gerais desse pacote foram anunciadas no dia 27 de outubro, e podem ser resumidas como segue:

1. Recapitalização dos Bancos: foi dado um prazo para que os bancos da Zona do Euro façam uma recapitalização. Será feita uma precificação a mercado dos títulos soberanos em carteira com base na posição de 30.09.2011 e depois o Core Tier 1 Capital Ratio (Capital de Maior Qualidade) terá que ser elevado até atingir 9% em 30 de junho de 2012. Devem ser esgotadas as possibilidades com recursos privados e soluções de mercado, como chamadas de capitais, vendas de ativos, retenção de lucros, contenção de crédito, etc. Excepcionalmente, os bancos poderão contar com apoio dos governos de cada país. Mas Portugal, Espanha e Itália poderão obter recursos do EFSF para ajudarem na capitalização dos seus bancos, no timing e sob condições que ainda não foram detalhadas;
2. Novo Pacote de Ajuda à Grécia: a participação voluntária de todos os detentores de bônus gregos na redução da dívida grega ficou em 50% (excluindo o BCE e, aparentemente, o FMI). O objetivo seria reduzir a relação dívida/PIB da Grécia dos atuais 180% para 120% em 2020 (uma redução absoluta um pouco superior a 100 bilhões de Euros). Mas a forma como isso será feito terá que ser decidida pelo setor privado. Países da Zona do Euro emprestarão mais 100,0 bilhões de Euros para a Grécia até 2014 (em maio de 2010 já havia sido acertado um programa de financiamento de 110 bilhões de Euros, do qual já se liberou 6 parcelas de 8,0 bilhões);

3. Aumento de Recursos do EFSF: será buscado um acréscimo de 4 a 5 vezes do potencial de utilização dos recursos atualmente disponíveis no Fundo (que são, atualmente, da ordem de 250 bilhões de Euros). Duas formas serão utilizadas: a) um mecanismo de alavancagem, por meio de um sistema de seguro, que dará garantias contra as perdas de novas emissões de títulos soberanos de alguns países, até um certo limite; b) recursos adicionais obtidos junto ao setor privado ou a governos de outros países de fora da Zona do Euro. Faltam os detalhes sobre o seguro. Quanto ao mecanismo de captação de novos recursos, parece haver expectativa positiva entre os investidores especialmente quanto à participação da China;
 4. Reformas Estruturais e Regulatórias: os governos da Eurozona teriam chegado a um acordo em torno de 10 medidas para fortalecer a União Econômica, particularmente na área fiscal. Haverão mudanças limitadas nos Tratados e se acredita que serão perseguidos um maior controle dos orçamentos e agilização das sanções, no caso de descumprimentos. Estima-se que esse projeto poderá ser concluído em março de 2012;
 5. Reformas Econômicas na Itália: país seriamente ameaçado de contágio pela crise, a Itália se comprometeu a adotar um pacote de ajustamento, cujos termos foram aceitos como “satisfatórios” pelos líderes da região;
3. impedir, de imediato, a quebra de qualquer banco, afastando definitivamente o risco de uma nova crise sistêmica. Isso exigirá um processo de recapitalização que realmente convença os investidores de que os bancos puderam absorver as perdas com os títulos da Grécia e poderão voltar a cumprir a função de atender à demanda por empréstimos (condição indispensável para evitar o aprofundamento da queda da atividade econômica);
 4. aprofundamento das reformas econômicas em vários países (especialmente a Itália), condição indispensável para evitar a continuidade da deterioração da confiança dos investidores e permitir a retomada gradual do crescimento econômico;
 5. mudanças que resultem no aprofundamento da integração econômica, especialmente no que diz respeito à política fiscal;

Relevantes também foram as declarações de Mário Draghi sobre a disposição de continuar comprando títulos soberanos de diferentes países no mercado secundário, o que talvez possa ser interpretado como um indício de que o novo presidente do BCE terá uma postura menos dura e conservadora que o seu antecessor.

Avaliação das Medidas Anunciadas

A avaliação tem que ser feita levando em conta os objetivos que precisariam ser alcançados, que são, simplificada e, os seguintes:

1. viabilizar um default organizado para a dívida soberana da Grécia, com um percentual de desconto que torne o serviço da dívida sustentável;
2. “organizado” aqui significa, principalmente, impedir que esse default resulte num efeito contaminação sobre as dívidas de outras economias muito maiores, como Espanha e Itália;

Quando se examina as medidas anunciadas, é possível observar que elas abrangem todas as questões relevantes acima descritas. E isso é algo muito positivo, mas não surpreendente, uma vez que os líderes estavam plenamente conscientes de que já não tinham margem de manobra para provocar mais uma frustração. No entanto, por mais profundo, inteligente e completo que fosse o conjunto de medidas, ele não poderia trazer em si mesmo a garantia de sucesso, uma vez que a implementação das medidas será um processo muito mais demorado e difícil do que a sua elaboração. Quando se considera que “o diabo mora nos detalhes”, e que muitos desses detalhes ainda não são conhecidos, a manutenção da cautela se torna ainda mais recomendável.

Algumas das principais dúvidas ainda remanescentes e dificuldades a serem enfrentadas na execução do pacote são as seguintes:

1. na melhor das hipóteses, um percentual de 120% da dívida em relação ao PIB para a Grécia ainda será um coeficiente significativamente superior à média existente em toda a Zona do Euro. Para um país em recessão e em posição de competitividade relativa tão desvantajosa, não é possível concluir que essa venha a ser uma solução definitiva;
2. absorver “voluntariamente” as perdas com o default da Grécia, atender à exigência de capitalização, e simultaneamente recuperar a disposição e capacidade para atender à demanda por empréstimos (condição indispensável para evitar a queda da atividade econômica),

com um apoio limitado dos governos, será um gigantesco desafio para os bancos europeus;

3. o mecanismo de alavancagem por meio do seguro pode ser útil, mas de forma alguma supera a dificuldade da relativa escassez de recursos. O limite de garantia de 20% - ou mesmo 30% - é considerado baixo por muitos analistas, que defendem a necessidade de algo mais próximo de 50% (obviamente, quanto maior o percentual segurado menor a alavancagem);
4. a tentativa de captar recursos novos, privados ou de governos e instituições de fora da Zona do Euro, para o Fundo de Estabilização, não é nova e continuará limitada pela questão fundamental da qualidade dos ativos que dariam lastro a esses empréstimos. É preciso aguardar mais um pouco, por exemplo, para ver se serão confirmadas as expectativas aparentemente reinantes entre muitos investidores de que a China será um desses grandes investidores (a participação de outros países emergentes aparentemente só se daria por intermédio do FMI, e sob a dependência de uma melhora na fatia de poder dentro desse organismo – o que tem encontrado resistências por parte dos países desenvolvidos);
5. a Itália vinha sendo pressionada pelos principais líderes da Zona do Euro diante da incapacidade de adotar as medidas necessárias para retomar a confiança dos investidores. Permanece a descrença entre muitos analistas privados sobre a capacidade do governo Berlusconi de aprovar as reformas com as quais ele se comprometeu, como algo indispensável para a credibilidade do anúncio do pacote;
6. as reformas nos tratados da Zona do Euro para permitirem o aprofundamento da União Econômica será um processo complexo e demorado.

As Reações dos Mercados

Desde o momento em que Angela Merkel e Sarkozy anunciaram que teriam superado divergências e que apresentariam um plano abrangente para lidar com a crise, as bolsas de valores do mundo inteiro passaram a registrar valorizações e os indicadores de aversão ao risco em geral mostraram arrefecimento. Esse movimento ganhou força no dia 27 de outubro, quando as medidas foram anunciadas.

Sem dúvida, a aparente mudança de postura das autoridades européias e finalmente o anúncio das linhas gerais do pacote, têm sido responsáveis por boa parte dessa reação positiva dos mercados. Mas existiram outros fatores que não devem ser desprezados, sob pena de se super-estimar a avaliação positiva dos investidores sobre os efeitos do pacote europeu.

Deve-se considerar que os indicadores mais recentes da economia americana voltaram a surpreender positivamente, como também a primeira estimativa para o crescimento da economia no terceiro trimestre (não tanto pelo crescimento do PIB, que veio dentro do esperado, mas pela composição desse crescimento). Além disso, outra variável macroeconômica de importância crucial, que é o desempenho da economia chinesa, também passou a exibir alguma melhora.

Conclusões

A nova postura dos líderes da Zona do Euro e o anúncio das linhas gerais do pacote deverão assegurar um resultado imediato de grande relevância: afastar, pelo menos durante algum tempo, o temor de uma nova crise bancária sistêmica. Esta já é uma conquista suficiente para justificar boa parte da reação positiva dos mercados. Quanto ao objetivo final, de restabelecer as condições para uma retomada consistente do crescimento e redução das taxas de desemprego, as incertezas ainda são muito grandes. Permanece bastante elevada a probabilidade de que a Zona do Euro caminhe para taxas de crescimento ainda mais baixas – ou mesmo recessão – ao longo dos próximos trimestres. Num ambiente como esses a restauração definitiva da saúde do sistema bancário continuará também a ser um desafio respeitável.

Em resumo, ainda é muito cedo para afirmar que já foram criadas as condições para a superação da crise nas regiões mais desenvolvidas do planeta. As melhoras recentes dos mercados são justificadas. Mas os espaços para melhoras adicionais ainda não parecem muito amplos.