

A CRISE NO MUNDO DESENVOLVIDO E O PENSAMENTO QUE AS AUTORIDADES DA ZONA DO EURO NÃO PODEM VERBALIZAR

Os Estados Unidos, a Zona do Euro e a Inglaterra continuam se debatendo no emaranhado da crise que teve início na economia americana, em 2008. E a economia japonesa prossegue numa estagnação que já vivenciava há duas décadas. Ou seja, as economias que juntas correspondem a aproximadamente 70% do Produto Interno Bruto mundial ainda estão longe de voltar a pisar num terreno firme de recuperação econômica.

Ainda mais grave, o esforço mal sucedido na tentativa de retomar o crescimento tem produzido uma deterioração das condições das dívidas soberanas e dos indicadores fiscais em magnitude que já coloca um pesadíssimo ônus sobre as perspectivas de crescimento no médio e longo prazo. Quais as causas de tão frustrantes resultados?

A principal causa tem sido a enorme divergência entre economistas, governantes e políticos sobre as melhores estratégias para lidar com a crise. Essas divergências têm resultado em impasses que inviabilizam o encaminhamento de soluções definitivas, tanto nos Estados Unidos como na Europa. Vejamos com um pouco mais de detalhe a natureza dessas divergências.

Estados Unidos

Antes da crise de 2008 os indicadores fiscais da economia americana já projetavam uma tendência insustentável para o médio e longo prazo, em decorrência fundamentalmente de questões demográficas, dos programas de assistência médica e social e da previdência. Em 2008 surgiu uma crise imobiliária que evoluiu para uma crise bancária de enormes proporções. Diante disso o governo usou dinheiro público para salvar o sistema bancário e tentar forçar a retomada da demanda agregada e com isso produziu uma enorme deterioração adicional da tendência dos indicadores fiscais (*déficits* e dívida pública em relação ao PIB).

Ou seja, a superação da crise bancária resultou numa grave ameaça de crise soberana (a percepção dos investidores sobre o risco de comprar títulos emitidos pelo

governo). No que concerne à política monetária, o banco central, além de reduzir a taxa de juros para próximo de zero, ainda introduziu a chamada *quantitative easing*, por meio do qual continua expandindo a liquidez global da economia. Como a primeira fase desse programa (apelidado de *QE*) não produziu os resultados desejados o banco central implementou uma segunda fase, que se completou no final desse primeiro semestre. Como isso ainda não foi suficiente (nos últimos meses a atividade econômica voltou a fraquejar de maneira que mais uma vez surpreendeu ao próprio banco central), o FED não teve condições de descartar inteiramente uma terceira fase desse programa de expansão da liquidez (*QE3*), além de continuar indicando que as taxas de juros se manterão extraordinariamente baixas (leia-se, próximas de zero) por um período prolongado.

Tem havido enorme divergência entre os melhores economistas do mundo sobre a eficácia das políticas fiscal e monetária que vêm sendo adotadas nos Estados Unidos. E, nos extremos, as diferenças são radicais. Os chamados “monetaristas”, ou “economistas de direita”, assumem fundamentalmente o ponto de vista de que o crescimento sustentado de qualquer economia depende do trabalho duro e criatividade dos agentes econômicos e do avanço tecnológico. E que o enorme contorcionismo intervencionista das políticas monetária e fiscal – que prejudica os poupadores e causa enorme deterioração nas condições do endividamento público – tem sido ineficaz. Esses economistas dão suporte técnico aos políticos republicanos no Congresso, que exigem do executivo um grande ajuste fiscal, apoiado fundamentalmente em cortes de gastos.

Já os chamados “Keynesianos”, ou “economistas de esquerda”, argumentam que a redução da taxa de desemprego não pode ser alcançada apenas com a política monetária, que o programa já executado de aumento do *déficit* público foi tímido, e que há necessidade, pelo menos no curto e médio prazo, de aumentos adicionais do gasto público (em parte financiados por aumentos de impostos). Para o longo prazo se reconhece a necessidade de um amplo e profundo programa de ajuste fiscal, mas defende-

se que ele seja em boa parte financiado pelo aumento de impostos. Essa corrente do pensamento econômico dá suporte técnico às posições do partido democrata e da Casa Branca.

Há certo consenso pelo menos em torno da avaliação de que a frágil recuperação da economia ainda não permite um corte de gastos públicos no curto prazo. Mas de que a enorme deterioração das projeções para as contas públicas exige um programa de ajuste de longo prazo que convença os agentes econômicos acerca da sustentabilidade da dívida.

Infelizmente essas posições resultaram, até agora, num impasse que tem impedido até mesmo a ampliação do teto da dívida autorizada pelo Congresso para este ano, o que tem colocado sobre a mesa a incrível possibilidade de que os Estados Unidos venham a entrar em *default* a partir do dia 02 de agosto próximo. Ainda é mais provável que o impasse não chegue a esse ponto. Mas as dificuldades para se aprovar um programa de ajuste fiscal para o médio e longo prazo são enormes e evidentes.

Europa

As principais divergências na Europa têm ocorrido em torno das estratégias para lidar com a crise na Zona do Euro. A crise de 2008 jogou as economias periféricas desta União Monetária numa recessão e em enormes dificuldades para gerir as suas dívidas soberanas. As causas e características principais dessa crise já foram exaustivamente analisadas neste espaço, ao longo dos últimos meses. Mas a crise prossegue e as divergências entre os países-membros, o Banco Central Europeu e o Fundo Monetário Internacional sobre a forma de lidar com o *imbroglio* têm sido também enormes.

Nos extremos, os governantes e os contribuintes da economia mais forte e dinâmica – a Alemanha – alegam que as economias em crise – principalmente a Grécia – foram relapsas e irresponsáveis na condução da política econômica e agora devem realizar grandes sacrifícios para recuperar a competitividade e a solvência. Já os representantes das economias mais frágeis alegam que Alemanha e outros países mais competitivos obtiveram enormes benefícios com a criação do Euro acumulando *superávits* nas relações comerciais com esses países.

A partir de certo momento a Alemanha passou a exigir que os bancos credores dos países em dificuldades assumissem parte dos prejuízos de uma reestruturação. Esta posição até recentemente não era aceita pelo Banco Central Europeu, que temia o efeito contágio que esse tipo de medida poderia ter sobre outros países relativamente frágeis da região.

Há diferenças curiosas na forma como se lida com a crise na Europa e nos Estados Unidos. Enquanto neste último país há um reconhecimento de que a fraqueza da economia não recomenda um aperto da política fiscal no curto prazo, na Europa a crise dos países da periferia tem sido tratada internamente com aprofundamento do corte de gastos e aumento de impostos. Isso apesar do fato de que a economia americana pelo menos já está em crescimento, enquanto a grega continua registrando taxas negativas de variação do PIB desde o início da crise. Aperto da política fiscal numa economia em recessão, sem competitividade e pagando taxas de juros estratosféricas sobre a dívida é uma receita para o fracasso continuado.

A enorme diferença estrutural na competitividade entre os países da Zona do Euro, sem a possibilidade de fazer ajuste pela taxa de câmbio, é o principal problema da crise naquela região. A impossibilidade de resolver esse constrangimento (mantendo a União Monetária) leva a uma sucessão de medidas que não trazem uma solução definitiva, enquanto a magnitude do problema vai se agravando cada vez mais.

O Novo Pacote para a Zona do Euro

Diante das divergências que impediam a apresentação de uma proposta convincente mesmo que exclusivamente para lidar com as dificuldades da Grécia, recentemente a contaminação da crise passou por cima da Irlanda, Portugal e Espanha e foi atingir a Itália, assumindo dessa forma um patamar muito mais alto de gravidade. Isso levou finalmente as autoridades dos governos membros, o Banco Central Europeu e o FMI a apresentarem um novo pacote de medidas para lidar com a crise da Zona do Euro. As novas medidas podem ser resumidamente apresentadas como segue:

- 1) Finalmente, decidiu-se por uma reestruturação da dívida da Grécia junto aos bancos. Essa medida reduzirá a

dívida grega em aproximadamente 37 bilhões de Euros. Em média, os bancos perderão aproximadamente 20% do valor presente dos seus créditos;

- 2) O Fundo de Estabilização Europeu e o FMI concederão novos empréstimos à Grécia num total de 109 bilhões de Euros (o país já contava com um pacote de 110 bilhões de Euros, sendo a maior parte oriunda do Fundo de Estabilização e o restante do FMI);
- 3) Os juros dos empréstimos desses pacotes de ajuda serão reduzidos de 5,5% para 3,5% e o prazo será ampliado de 7,5 anos para um mínimo de 15 e um máximo de 30 anos;
- 4) O Fundo de Estabilização agora poderá recomprar títulos gregos no mercado secundário até o limite de 12,6 bilhões de Euros;
- 5) O Fundo de Estabilização poderá agora abrir linhas de crédito e comprar títulos de qualquer país da Zona do Euro em dificuldades, como também financiar a capitalização de bancos;
- 6) O Banco Central Europeu flexibilizou as exigências para aceitação de garantias dos países que têm programas de ajuda.

O anúncio do pacote transmitiu a mensagem de que as autoridades haviam conseguido superar alguns impasses e reafirmar uma posição clara em defesa da preservação da Zona do Euro. E o seu alcance veio até um pouco maior que o esperado, diante dos impasses que prevaleciam até a véspera da reunião. Mesmo assim ele ainda parece insuficiente para encaminhar uma solução definitiva para a crise. Esta avaliação se apóia nas seguintes observações:

1) Efeitos mais diretos sobre a Grécia:

- a dívida daquele país continua correspondendo a algo como 120% do PIB. E as projeções indicam que esta relação deve continuar subindo após o pacote, quando se leva em conta as hipóteses mais razoáveis para a trajetória de crescimento da economia e os custos e prazos de financiamento;

- diante da “reestruturação voluntária” as principais agências de risco reduziram ainda mais o *rating* da dívida soberana da Grécia e de alguns dos seus bancos;
- o mais grave, as condições de competitividade da economia grega permanecem fortemente desfavoráveis;

2) Efeitos sobre os demais países e a Zona do Euro:

- apesar do esforço das autoridades em assegurarem que a reestruturação da dívida ficará restrita à Grécia, é impossível saber como os mercados lidarão com o risco de que algo semelhante venha a ter que ser feito com outros países, no futuro. Dessa forma, o alívio resultante da reestruturação parece ter sido pequeno frente aos efeitos negativos que tal medida poderá ter sobre os temores de contaminação;
- as medidas anunciadas podem vir a resultar numa necessidade adicional de recursos de grande monta. E até agora não foi anunciado qualquer aumento dos recursos do Fundo de Estabilização. O que tem levado alguns analistas a observarem que “as medidas são boas, mas carentes de recursos para implementá-las”.

A decisão de criar a Zona do Euro e principalmente a incorporação de alguns países economicamente muito frágeis teve excelentes argumentos de natureza política, mas careceu de fundamentos econômicos. Essa verdade passou a se impor de maneira enfática a partir da crise de 2008 e parece se tornar cada vez mais incontestável. Essa é uma conclusão inexprimível que pode estar na mente de muitas autoridades daquela região.

A crise é grave em todo o mundo desenvolvido. Mas nos parece que a valorização do Euro frente ao dólar tem vida curta. O risco de calote a curto prazo na dívida americana é algo que deverá ser superado e as perspectivas de médio prazo para o crescimento são mais favoráveis aos Estados Unidos do que à Zona do Euro.