

Ataques especulativos e a solidez da zona euro

EM ABRIL DE 2010, a agência de *rating* Standard & Poor's procedeu a uma revisão em baixa do *rating* da dívida soberana de Portugal em dois níveis, de A+ para A-, tendo igualmente procedido a *downgrade* semelhante, na sua magnitude, em relação à Grécia, de BBB+ para BB+.

No caso grego, tratava-se do primeiro nível a assinalar o chamado *junk bond*, ou seja, títulos especulativos, na versão mais polida, "lixo" na versão mais adequada à terminologia própria dos mercados.

Estes desenvolvimentos desencadearam um conjunto de reacções em cadeia, afectando sobretudo o custo das emissões de dívida pública dos países do Sul da Europa, mas também os respectivos mercados accionistas e a própria moeda única europeia.

Os objectivos deste artigo são, por um lado, analisar o contexto em que se desenrolaram estes acontecimentos, nomeadamente o período conturbado que os antecedeu e, sobretudo, a fase imediatamente posterior às decisões da(s) agência(s) de *rating* e, por outro, demonstrar que no ano de 2010 a moeda única europeia esteve efectivamente sob ataques especulativos em larga escala e avaliar qual a resposta das autoridades oficiais a estes movimentos.

1. O que são os ataques especulativos e como se manifestam

É ténue a fronteira entre o normal desenvolvimento de um ciclo de mercado adverso, em que determinado activo (seja ele uma acção, uma obrigação de dívida pública ou privada, ou uma moeda nacional) é sujeito a forte pressão vendedora que deteriora o seu valor, e um ataque especulativo contra um activo.

Em regra, estamos perante um ataque especulativo quando a pressão sobre o activo não tem justificação em motivações económicas e financeiras, apenas visa a obtenção de ganhos aproveitando alguma debilidade momentânea desse activo, a força de canais de comunicação que propagam notícias menos favoráveis e as hesitações das autoridades de regulação. No entanto, a esmagadora maioria dos ataques especulativos, sobretudo quando incidem sobre uma ou mais moedas nacionais, é suportada por desequilíbrios que o mercado

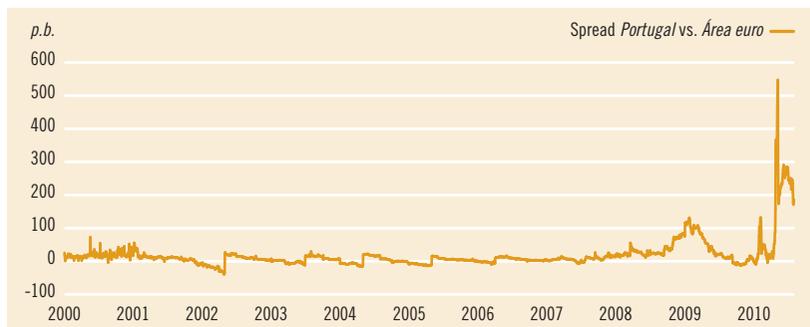
percepciona como passíveis de, mais tarde ou mais cedo, vir a ter impacto nessas moedas. Ou seja, dificilmente um especulador (ou mesmo vários especuladores concertados) consegue "atacar" uma moeda nacional se não encontrar terreno propício, isto é, investidores e mercados hesitantes em relação ao caminho a trilhar pela economia em causa.

Exemplos paradigmáticos disto mesmo são as crises asiática, russa e brasileira do final dos anos 90¹, que tiveram consequências muito expressivas em toda(s) a(s) região(ões) abrangida(s).

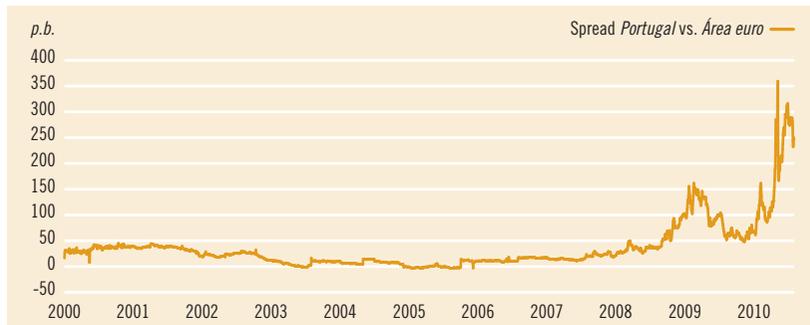
Embora muitos atribuam a responsabilidade pelas fortíssimas desvalorizações das moedas asiáticas à actividade especuladora (desde logo hipoteticamente desencadeada na Tailândia por personagens como George Soros), a verdade é que o colapso asiático do Verão de 1997 era bastante provável, num contexto em que as moedas foram mantidas artificialmente fixadas em relação ao dólar e em que os desequilíbrios das balanças, a diminuição dos fluxos de capitais (depois de um *boom* especulativo nos mercados locais de acções e obrigações) e um sistema financeiro ineficaz claramente ameaçavam a solidez económica e financeira da região.

“ [...] a crise veio pôr à evidência a necessidade de reforço dos mecanismos de coesão na área do euro, em particular a nível orçamental. ”

Por outro lado, quando um ano mais tarde (1998) se desencadeou a crise russa, a tal fenómeno não foram alheios os efeitos globais da crise asiática, que se reflectiram na redução da procura global, especialmente de mercadorias, e na forte descida de preços do petróleo, cobre e bens agrícolas. Ora, que sentido fazia manter o rublo russo num sistema de bandas, num contexto em que a excedentária balança comercial russa se começava a ressentir da descida do preço do petróleo? Deste modo, a "teimosia" das autoridades russas abriu caminho à actividade dos especuladores.



Dívida pública: 2 anos. Fonte: Datastream.



Dívida pública: 10 anos. Fonte: Datastream.

Empiricamente este fenómeno é aliás bem evidente quando se analisam as respectivas cotações cambiais. No caso do *bath* tailandês (início reconhecido da crise asiática), a moeda estava estabilizada no Verão de 1997 em torno de 25 bath por dólar norte-americano (USD); no epílogo da crise (Janeiro de 1998) chegou a 55 bath/USD e, embora posteriormente tenha corrigido, a verdade é que nos 8 anos seguintes não mais baixou de 35 bath/USD e, mesmo hoje, em que as economias asiáticas parecem bastante menos sensíveis à crise financeira e económica, ronda os 31 bath/USD.

No caso de outras moedas asiáticas, do rublo russo ou, em menor escala, do real brasileiro, o fenómeno é semelhante, o que nos leva a concluir que na verdade os ataques especulativos que eventualmente detonaram as grandes crises cambiais internacionais foram alavancados por contextos económicos, financeiros e políticos que os favoreceram.

2. Primeiro a Grécia, depois Portugal

Enquadrado o tema, analisemos agora os desenvolvimentos recentes em torno de alguns países da zona euro e da própria moeda única europeia.

Deixemos por agora o caso grego, também pelas suas especificidades: anomalias no reporte do valor do défice orçamental detetadas e comunicadas pelo novo governo socialista do país, nível do défice anormalmente

elevado, ausência de reformas estruturais que deixassem algumas garantias de evolução para o equilíbrio orçamental, entre muitas outras motivações.

Centremo-nos antes em Portugal.

O corte do *rating* de 27 de Abril de 2010 foi justificado pela Standard and Poor's (S&P) com base essencialmente em três argumentos: i) a previsão de um crescimento económico fraco para Portugal nos próximos anos; ii) o nível relativamente elevado da dívida pública e iii) a consolidação das finanças públicas que havia sido anunciada pelo governo português não ser suficiente para que o défice orçamental em 2013 se situe abaixo dos 3%, na medida em que existem riscos associados à concretização e implementação das medidas previstas no Programa de Estabilidade e Crescimento (PEC) para 2010-2013.

Em bom rigor, a questão que se impõe é esta: o que haveria de novo em Abril de 2010 que não fosse já conhecido, por exemplo, em finais de 2009? Pelo contrário, se algo aconteceu entretanto foi a aprovação do PEC de Portugal pela Comissão Europeia e o reiterar pelos responsáveis europeus, dos Estados membros do euro ao próprio Banco Central Europeu, de que a situação portuguesa não podia ser comparável à da Grécia.

Sem obviamente questionarmos a independência e o rigor técnico da decisão da S&P², a verdade é que a decisão criou o clima adequado a um conjunto de acontecimentos que

viriam a marcar os meses subsequentes. De repente, os diferenciais das taxas de rentabilidade da dívida pública portuguesa face à Alemanha dispararam: nos títulos a 2 anos, esse diferencial era de cerca de 14 pontos base (0.14%) no início de Abril, tinha sido em média de 32 pontos base em 2009 e até ao dia 27 de Abril a média de 2010 situava-se em 37 pontos base. Pois bem, no dia 27 de Abril o diferencial ultrapassou os 330 pontos base (!), chegou a ultrapassar os 500 pontos base, em Maio, e não mais voltou a níveis abaixo de 170-200 pontos base; nos títulos a 10 anos, o fenómeno foi idêntico: 107 pontos base de diferencial no início de Abril, médias de 110 pontos base e 90 pontos base, respectivamente em 2010 (até à decisão da S&P) e em 2009, para em 27 de Abril esse diferencial ultrapassar os 350 pontos base e andar presentemente (meados de Agosto de 2010) pelos 270-280 pontos base.³ Em resumo, o Estado português via-se num ápice confrontado com um acréscimo brutal do custo a pagar por novas emissões de dívida pública e reforçava-se a necessidade de mais medidas estruturais, de necessidade indiscutível mas com efeitos penalizadores na já débil confiança das famílias, atoladas nos dilemas do desemprego, da instabilidade do emprego ou da estagnação salarial.

3. A titubeante reacção europeia...

Em tempos afirmámos que a força de uma moeda, neste caso do euro, seria avaliada

pela reacção das autoridades e do mercado nos momentos de crise.

Pois bem, se admitirmos que o primeiro grande momento de crise pós-criação do euro ocorreu em 2007, com a crise financeira (e depois económica) que se instalou na Europa e nas economias avançadas, em geral, a avaliação não pode deixar de ser amplamente positiva: Estados membros e Banco Central Europeu souberam reagir com vigor perante ventos adversos que vinham do Atlântico (o *subprime* norte-americano) mas que rapidamente alastraram à Europa, exigindo intervenções de monta pelas autoridades europeias.

Lamentavelmente, já o mesmo não se poderá dizer daquele que consideramos o segundo momento de crise do euro que coincidiu com os ataques especulativos às economias do Sul da Europa e, em menor escala, da Irlanda. Desde o início, mesmo para os mais *do-
visib* era razoável a dúvida sobre o que (ou quem...) estaria por detrás do súbito tumulto nos mercados de dívida da Grécia, Portugal e Espanha. Ou seja, ainda que esse não fosse o cenário central, ninguém minimamente informado poderia excluir à priori tratar-se de ataques especulativos.

Nesse contexto, tirar do sossego dos gabinetes de Bruxelas (ou de Berlim...) a questão dos erros de política económica das autoridades gregas, admitir publicamente a possibilidade de exclusão da Grécia do euro foi, a



Evolução do euro face ao dólar. Fonte: Banco de Portugal.

nosso ver, um erro monumental, sobretudo quando é cometido em pleno momento de crise por um ministro das Finanças da Alemanha.⁴

Bem andaram personalidades ideologicamente tão antagónicas como o presidente francês ou Mário Soares quando alertaram para esse tremendo erro. Defender o euro era, deixar claro, sobretudo num momento de crise, que um ataque especulativo a qualquer país do euro é um ataque a todos os Estados membros.

4. ... e de como a reacção foi mal recebida (orçamentos podem ser chumbados por Bruxelas)

Se estes momentos de crise podem ter algumas vantagens, elas serão naturalmente dependentes da nossa capacidade de com eles aprendermos lições para o futuro próximo e, deste modo, implementar as alterações necessárias no funcionamento das economias.

Ora, se dúvidas houvesse, a crise veio pôr à evidência a necessidade de reforço dos mecanismos de coesão na área do euro, em particular a nível orçamental.

Simplemente, quando confrontados com o anúncio de medidas, que aliás são tímidas e ficam muito aquém do que seria necessário para assegurar uma política orçamental consolidada na área do euro, a reacção de uma parte substancial da opinião pública e de alguns partidos políticos, também em Portugal, foi, no mínimo, muito reticente. Foi assim em Maio, com a intenção de promover uma aprovação por Bruxelas dos orçamentos nacionais, voltou a acontecer já em Setembro de 2010 com o anúncio do acordo europeu de visto prévio das intenções orçamentais.

Parece-nos que não podemos continuar a seguir a política de criticar à 2ª feira as autoridades europeias porque não reagem aos ataques especulativos contra o euro, à 3ª feira aplaudir porque o defendem recorrendo à

artilharia pesada⁵ e à 4.ª feira atacá-las novamente porque querem estabelecer mecanismos de maior harmonia e coesão.

Em conclusão, quaisquer medidas de reforço da união da Europa em matéria orçamental são muito bem-vindas, sobretudo se assentarem num trabalho mais profundo de determinação do que deve ser o nível dos gastos públicos nos países do euro e, a partir daí, balizar o défice orçamental. Como serão certamente o afastamento de medidas procíclicas e, pelo contrário, a adopção de “almofadas” em tempos de maior prosperidade, que possam ser utilizadas nos momentos de maior crise.

Esta boa prática, como temos repetidamente afirmado, é de difícil compatibilização com a existência de um limite absoluto para o défice orçamental, independentemente de as economias estarem em forte crescimento ou em recessão. Aliás, nada impede, depois de devidamente assegurada a coesão orçamental da área do euro, que se estimulem os gastos orçamentais dos países em que a dívida pública e os défices estiverem mais controlados, o que certamente ajudaria as economias da moeda única com maiores dificuldades ao nível da consolidação orçamental e dos défices externos. ■

Notas

- Os analistas situam o início da crise asiática na Tailândia, no Verão de 1997, alastrando posteriormente às Filipinas, Indonésia, Malásia, etc. A crise russa eclodiu em Agosto de 1998 e a crise brasileira em 1999.
- Embora não seja difícil entender como é que a mesma agência que colocava dois países do euro em A- (Portugal) e em BB+ (Grécia) tinha notações para o Botswana e Aruba de A e para a Líbia, a Tunísia e a Estónia de A-.
- Já depois do fecho de dados, voltou a agravar-se o cenário do *sell* Portugal e, em meados de Setembro, o diferencial das emissões a 10 anos ultrapassava os 500 pontos base!
- Em meados de Março, Wolfgang Schäuble afirmou em artigo publicado no *Financial Times*: “Se um membro da Zona Euro se encontrar numa situação em que não consegue consolidar o seu orçamento ou restaurar a sua competitividade, este país deve, em último recurso, sair da União Monetária”. Estava assim quebrado o tabu da expulsão de um Estado membro do euro, na pior altura possível...
- Que melhor exemplo disso mesmo senão as cedências ilimitadas de liquidez pelo Banco Central Europeu?



Dívida pública: 2 anos. Fonte: Datastream.



Dívida pública: 10 anos. Fonte: Datastream.