



3.1.3 • As incertezas da Europa • Os contornos da crise económica

**A crise da dívida soberana: uma reflexão a meio da ponte (II)**

**Manuel Farto  
Henrique Morais**

OS PAÍSES DA COESÃO (Portugal, Grécia, Irlanda e Espanha) encontram-se entre os que mais sofreram com a crise internacional, observando um crescimento notável e insustentável das suas dívidas.

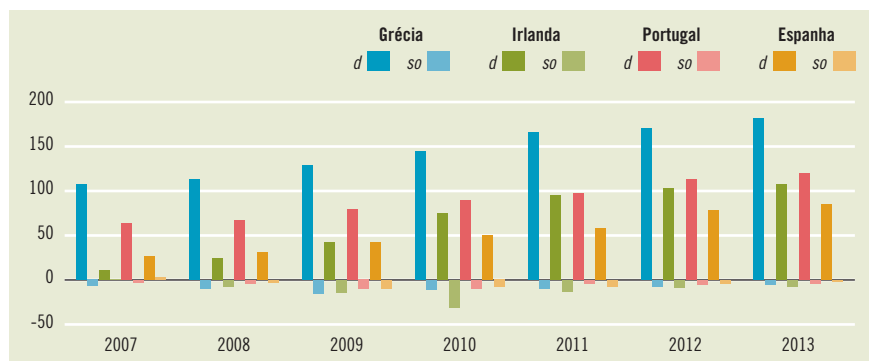
Até meados da década a economia da Grécia cresceu a ritmos elevados embora com défices estruturais igualmente elevados e uma dívida que chegava em 2007 a um nível explosivo. Com a crise internacional a Grécia começa a enfrentar dificuldades crescentes para fazer face aos compromissos e ao financiamento dos défices persistentes. Em 23 de Abril de 2010 solicita o apoio internacional, disponibilizando a UE e o FMI uma tranche inicial de 45 mil milhões de euros ao qual se seguiu a desclassificação de *rating* pela agência *Standard & Poor's* para a categoria de *lixo* (perdas esperadas de 30% a 35%). Em 1 de Maio o governo anuncia um programa de austeridade para garantir um empréstimo de 110 mil milhões de euros, criando um ambiente de contestação geral. Em Outubro de 2011 um segundo resgate tem lugar no valor de 130 mil milhões de euros com reestruturação da dívida e o compromisso de novas medidas de austeridade que reduziram o défice primário para 2,4% em 2011 (10,6% em 2009), a falência de mais de uma centena de milhar de empresas e o crescimento da taxa de desemprego para mais de 26%. Apesar disso, em Novembro de 2012 novo pacote de austeridade de 18,8 mil milhões de euros, que inclui a reforma do mercado de trabalho e um programa fiscal para 2013-2016, é aprovado pelo parlamento grego como contrapartida do desbloqueamento de uma nova tranche, acrescida de um adicional de 10 mil milhões de euros e novas facilidades, designadamente a redução de juros e o alongamento de maturidades. A causa profunda da crise é clara: excesso de despesa face às condições produtivas do país. A crise irlandesa apresenta características muito próprias, resultando da socialização dos custos para garantir a sobrevivência dos seis principais bancos que se tinham envolvido totalmente no financiamento da bolha imobiliária que explodira. Em 9 de Setembro de 2008 o governo garante os depósitos e outros activos financeiros avaliados em 100 mil milhões de euros. O colapso da economia fez passar o desemprego de 4% para 14% em 2010 e a um défice colossal (32%). Incapaz de fazer face a tantas perdas, o governo irlandês pediu o resgate em 29 de Novembro de 2010 no valor de 85 mil milhões de euros, dos quais 34 mil milhões de euros para suporte do sector financeiro, acompanhado de fortes medidas de austeridade que não impediram que a agência *Moody's* revisse em baixa o *rating* da república para *lixo*. Em Julho de 2012 a UE e o FMI decidiram moderar as condições de financiamento (verdadeiramente punitivas) baixando a taxa de juro de 6% do resgate

para valores entre 3,5% e 4% e alongar o empréstimo para 15 anos. Sucodem-se novas facilidades em relação à taxa de juro com o apoio do Mecanismo Europeu de Estabilidade Financeira, que permitiu um regresso aos mercados de longo prazo com a colocação de 5 mil milhões de euros com taxas de 5,9% a 5 anos e 6,1% a 8 anos. A causa profunda da crise encontra-se portanto numa especulação exuberante levada a cabo pelo sistema bancário irlandês, comprometendo toda a nação.

“ Os países do Sul da Europa dificilmente poderão ultrapassar os desequilíbrios das suas economias [...] sem um apoio importante e consistente das políticas económicas europeias. ”

A crise financeira internacional encontrou a economia portuguesa debilitada depois de uma década de crescimento anémico apoiado em actividades não transaccionáveis financiadas por fundos estruturais e pelo endividamento interno e sobretudo externo. A resposta à recessão de 2009 provocada pela crise financeira traduziu-se num colossal aumento do défice orçamental gerando apenas um crescimento anémico, provocando a maior desconfiança internacional quanto à capacidade financeira do país em assumir as suas responsabilidades. No verão de 2010 aumenta a pressão com os juros a crescerem para níveis incomportáveis que se fixaram no máximo de 17,3% após a qualificação da *dívida portuguesa de lixo* por parte das agências de *rating*. Na primeira metade de 2011, Portugal negocia o resgate de 78 mil milhões de euros com a UE/FMI para estabilizar as finanças públicas, assente num programa de austeridade e de reformas estruturais o qual produz uma enorme queda da actividade económica (-3% em 2012) e enorme desemprego (16% em 2012). Em situação de pro-

funda recessão e com um défice ainda elevado (5% em 2012), Portugal regressa aos mercados de longo prazo em 23 de Janeiro de 2013 colocando 2,5 mil milhões de euros a 5 anos com uma taxa inferior a 5%. A causa profunda da crise portuguesa situa-se numa crónica insuficiência produtiva e exportadora para fazer face aos anseios de consumo e de qualidade de vida das populações. A Espanha acomodou, durante um largo período, uma despesa pública elevada sem acumulação de dívida através de impostos sobre o rendimento, em grande parte resultante de ganhos associados a bolha imobiliária. Quando esta explodiu o governo foi obrigado a financiar o resgate do sistema bancário espanhol. Em Maio de 2012 o Bankia recebeu 19 mil milhões de euros e em Setembro as necessidades foram avaliadas em 77 mil milhões de euros. Os resgates da banca, os défices elevados e ausência de crescimento, geraram desconfiança internacional traduzida na subida dos juros em todas as maturidades (7% a 10 anos em Junho de 2012) e a notação da Espanha, obrigando a um pacote de austeridades e à revisão da constituição para impor limites ao endividamento tanto nacional como regional. Sob pressão as autoridades comprometeram-se a reduzir o défice para 5,4% em 2012 (11,2% do PIB em 2009) através de medidas de austeridade que geraram uma redução do PIB em 1,7% e o aumento do desemprego para níveis extraordinários (26%). Em Setembro de 2012 perante as pressões sobre a dívida de Espanha e de Itália e do perigo sistémico que representava, o BCE anuncia um “unlimited bond-buying plan” o que baixou de imediato a pressão, tendo a Espanha em Dezembro emitido dívida a 10 anos a uma taxa de 5,4%. A causa profunda da crise de Espanha situa-se num crescimento económico fortemente assente numa colossal bolha imobiliária que teria fatalmente que encontrar um fim. Para além da gravidade que o problema da dívida assume nestes quatro países, a crise arrastou-os para uma péssima situação em termos de economia real. Os desequilíbrios orçamentais, aqui



Rácio da dívida (d) e saldo orçamental (so). Fonte: *World Economic Outlook* do Fundo Monetário Internacional.

captados pelo saldo primário, são manifestamente piores no caso da Irlanda e Espanha e apenas ligeiramente melhores no caso da Grécia e Portugal, permanecendo ainda longe do equilíbrio desejado. O verdadeiro ajustamento fez-se em relação ao desequilíbrio externo com todos os países a reduzir dramaticamente a despesa interna. Aos custos em consumo incidindo sobre o bem-estar das populações junta-se a queda do produto e do investimento. Com excepção da Irlanda, em relação a qual se espera um crescimento económico modesto, as restantes economias estarão em recessão em 2013 com um acento muito particular na Grécia. Em relação ao investimento, cuja retoma é indispensável para o progresso económico e social, permanece a níveis muito baixos, dando indicação negativa quanto ao comportamento do desemprego seguramente o lado mais dramático desta crise nestes países: a criação de um enorme exército de desempregados. É muito difícil imaginar o regresso a valores “normais” em matéria de desemprego a não ser através de êxodo comparável ao que ocorreu na Irlanda e Portugal em tempos idos. No caso destes dois países já está a cumprir-se essa tradição, sobretudo com Portugal que possui em muitos países estrangeiros condições de acolhimento e orientação pela presença nesses locais de população ainda significativamente ligada a Portugal. Para além de todas estas dificuldades que os países enfrentam na economia real, subsiste o problema adicional do peso da dívida sobre os orçamentos dos Estados. O valor anual do serviço da dívida continuará a elevar-se nos próximos anos, como se pode ver pelo respectivo gráfico, acentuando as dificuldades destes países na consolidação das contas públicas e exigindo em consequência políticas mais restritivas em relação ao saldo primário, que deverá ter valores persistentemente positivos e elevados o que, por sua vez, influencia negativamente o crescimento económico indispensável para reduzir juros e amortizar uma parte da dívida, de modo a trazer o serviço da dívida para níveis aceitáveis. Este é certamente um problema comum aos vários países muito difícil de resolver.

### Crise e retoma: uma reflexão

A crise fortemente centrada na zona euro alargou-se em profundidade e extensão alongando-se no tempo. Este alongamento e a demora na retoma, muito para além das previsões dos economistas, interpela-nos, exigindo uma explicação. Desde o início, foi evidente a gravidade da crise bancária, envolvendo medidas extraordinárias para salvar bancos insolventes mas as consequências das medidas anticíclicas de 2009 e 2010 que transformaram uma crise bancária numa crise de dívida soberana, foram largamente subestimadas.

A resposta a esta situação exigiu uma reversão total da política anterior no sentido de uma austeridade violenta por via de pactos associados aos resgates, reforçada por uma situação de desconfiança generalizada nos mercados de dívida soberana. Este movimento de vai e vem ajudou a minar ainda mais a confiança, contribuindo para o aprofundamento e alongamento da crise e dificultando o restabelecimento do crescimento

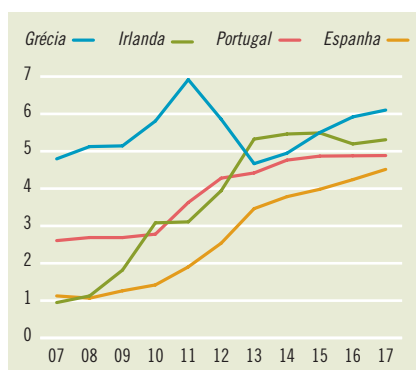
	Grécia		Irlanda		Portugal		Espanha	
	2007	2013	2007	2013	2007	2013	2007	2013
PIB	3,00	-4,00	5,45	1,39	2,37	-1,02	3,48	-1,32
Investimento	25,69	12,66	26,18	9,60	22,83	15,51	30,98	18,78
Desemprego	8,29	25,37	4,56	14,41	7,99	16,04	8,28	25,10
Saldo primário	-2,01	-0,01	1,01	-2,20	-0,61	-0,06	3,03	-2,21
Saldo corrente	-14,64	-2,91	-5,36	2,71	-10,10	-1,70	-10,00	-0,15

**Variáveis macroeconómicas.** Fonte: *World Economic Outlook* (WEO) do Fundo Monetário Internacional (FMI).

económico. Por analogia com a grande depressão, que durou uma década, teríamos uma fraca resposta da política económica, agravada pelo movimento de vai e vem referido.

Note-se no entanto que, como vimos, esta crise internacional é largamente assimétrica. Desde os países emergentes e alguns países desenvolvidos onde apenas se registaram abrandamentos da actividade económica, mais ou menos significativos, o Japão, onde a recessão foi mais curta e tudo indica que a retoma já se observou em 2012 com um crescimento de 2%, e os países da coesão, onde se registaram danos enormes da capacidade produtiva, as diferenças são notáveis. Parece indiscutível que o núcleo do problema reside na área do euro que continuará em recessão em 2013 o que nos aproxima de uma segunda analogia com a grande depressão em relação às razões da profundidade e alongamento da recessão: o regime de padrão ouro, encarando o euro como um quase padrão ouro do ponto de vista de cada país em particular, que dificulta a saída da crise pela exportação por impossibilidade de desvalorizar uma moeda inexistente. Só a redução colossal das importações permite os ajustamentos externos desejados e isso conduz a redução mais profunda da actividade económica como consequências brutais no investimento e desemprego, alongando um estado de confiança depressivo. A menor eficácia da terapia aplicada pela política económica estaria assim explicada no fundamental.

A ser válida esta interpretação há razão para uma profunda reflexão muito para além dos ajustamentos em curso nestas economias. A continuação de uma política de moeda forte por parte da zona euro exigiria uma dinâmica de crescimento da competitividade forte e continuada, dificilmente acompanhada por alguns dos países. Em particular, dos cinco países (que inclui o Chipre) intervencionados, apenas a Irlanda poderia tender a acompanhar um tal movimento, sendo muito difícil de prever idêntica possibilidade



**Serviço da dívida, 2007-2017 (% do PIB).** Fonte: WEO do FMI.

por parte dos países do Sul. Julgamos ter razões para pensar que os quatro países restantes (se juntarmos a Itália dada a estagnação que verifica há mais de uma década), tenderão a formar um imenso *mezzogiorno*, divergindo progressivamente dos restantes países, em particular os do Norte europeu, permanecendo a França como um país de charneira com dificuldades crescentes para acompanhar os países do norte.

Esta afirmação não resulta de uma simples previsão mas da convicção de que numa zona monetária não existe nenhum mecanismo automático que regule a afectação de recursos entre o sector transaccionável e não transaccionável ao nível regional, pelo que um crescimento equilibrado é uma mera possibilidade difícil de manter. Num país, ou região, menos desenvolvido, tendem a gerar-se, por razões políticas e de comportamentos miméticos em relação às regiões mais ricas, uma pressão constante sobre o sector transaccionável que só pode desenvolver-se sem provocar desequilíbrio externo se, simultaneamente, as proporções entre os sectores forem as convenientes e as produtividades progredirem em simultâneo. Caso contrário, o progresso nos primeiros só poderá realizar-se através de um desequilíbrio que apela ao financiamento externo, o qual, cedo ou tarde, imporá a sua lei. O reequilíbrio far-se-á periodicamente através da crise. Nestas condições, a dimensão e a produtividade do sector transaccionável marca o passo ao progresso da economia e do bem-estar das populações.

A análise anterior tem uma consequência notável. Os países do Sul da Europa dificilmente poderão ultrapassar os desequilíbrios das suas economias e enveredarem por uma via de crescimento económico e progresso social sem um apoio importante e consistente das políticas económicas europeias. Uma reorientação das políticas europeias no sentido de uma maior flexibilidade, tanto em matéria monetária como orçamental, que permitam conceber e financiar programas de ajustamento estrutural e de crescimento, necessariamente numa óptica de longo prazo, parece indispensável. Neste sentido, as políticas existentes, incluindo as de coesão, parecem-nos claramente insuficientes para apoiar estes países na necessária reorientação da estrutura produtiva para a produção de bens transaccionáveis e na reorganização da administração pública, tornando-a sustentável e eficiente.

A persistência de um ajustamento exclusivamente pelo lado da austeridade, assente em programas de curto prazo que tendem a gerar uma espiral recessiva esgotar-se-á fatalmente no desemprego, empobrecimento e desespero, acabando por minar a vontade dos povos em dar continuidade a soluções políticas enquadradas numa Europa integrada. ■