



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

A deriva do euro: o balanço

**Manuel Farto
Henrique Morais**

A MOEDA ÚNICA EUROPEIA é ainda jovem mas a sua curta existência de treze anos está marcada por encontros e desencontros que podem ser sintetizados em três grandes fases: i) um começo auspicioso, marcado pela sua afirmação não apenas em termos de valor, em especial em relação ao dólar norte-americano, como também como moeda de reserva e de troca internacional; ii) uma segunda fase, coincidindo com o abrandamento do crescimento económico na área do euro em que se começou a perceber a existência na área do euro uma moeda forte associada a uma economia fraca e, finalmente, iii) a fase actual, marcada pelos movimentos especulativos que parecem querer testar não só a solidez da moeda mas também a própria sobrevivência do projecto europeu.

Vamos nas próximas linhas descrever sucintamente cada uma destas fases.

Um começo auspicioso

Em bom rigor os primeiros três anos do euro, desde 1999 até meados do quarto trimestre de 2000, não foram particularmente brilhantes. Pelo contrário, assistiu-se a uma progressiva depreciação da moeda única europeia em relação ao dólar dos EUA, perante os receios de alguns de que a criação de uma moeda que legitimamente poderia vir a colocar em risco o papel internacional do dólar só viria exponenciar a instabilidade monetária que o fim de Bretton-Woods, em 1971, e o egoísmo monetarista dos EUA haviam propiciado¹.

Outros, ainda mais cépticos, viam nos pilares da política monetária do Banco Central Europeu (BCE) (e na ênfase do Tratado ao crescimento sustentável e não inflacionista) sérios obstáculos a uma efectiva afirmação não só do euro, mas do próprio processo de construção da Europa, temores que eram reforçados pela inexistência de harmonização orçamental e fiscal, de flexibilidade no mercado de trabalho intra-europeu e mesmo de coerência e equilíbrio nos discursos dos responsáveis europeus.

Acontece que a partir de finais de 2000 o euro se revigorou, encetando um processo de sete anos de vigorosa apreciação que o haveria de cotar num máximo histórico de 1,599 em Julho de 2008.

Observadores menos atentos veriam neste movimento o espelho de uma consistente afirmação da moeda única europeia.

E, na verdade, é indiscutível que o papel internacional do euro se fortaleceu ao longo dos seus primeiros anos, designadamente enquanto moeda de reserva internacional, i.e., como activo das autoridades monetárias: em 1999, o euro representava apenas 20% das reservas cambiais mundiais (a preços constantes) e, em 2002, o seu peso já atingia 27,2%, quando no mesmo período o dólar norte-americano passava de 67% para 62,1%.

“ [...] a Europa do euro foi uma presa fácil de uma globalização que deixava à evidência a fragilidade de um modelo social (o europeu) para quem não bastava ser provavelmente o mais evoluído da história da humanidade. ”

Outros indicadores são reveladores do crescimento de importância da moeda única: no mercado da dívida, o euro não representava mais de 25% do total mundial em 1999 e, em 2005, atinge quase 1/3, curiosamente e a contrário do que sucedeu nas reservas cambiais, sem que se sentisse uma diminuição do peso da dívida emitida em dólares norte-americanos; nos empréstimos de instituições fora da área do euro a devedores também não residentes na área do euro, com um máximo de 30,4% em 2004, face a valores que não ultrapassavam os 16% três anos antes;

e, finalmente, nos depósitos de não residentes na área do euro em instituições também de fora da área do euro, com um máximo de 26,1% em 2004.

Tudo isto foi acompanhado por um idêntico movimento de acréscimo do peso do euro no comércio internacional e era, a partir de finais de 2000, afinal o corolário de algum abrandamento dos receios anteriormente expostos a propósito do euro e da consolidação do modelo de construção da Europa.

Mas, independentemente de na maioria dos indicadores apresentados se ter assistido a uma certa inversão da tendência inicial de maior protagonismo do euro a partir de meados da década, as verdadeiras motivações por detrás desta força da moeda europeia eram, infelizmente de um certo ponto de vista, outras...

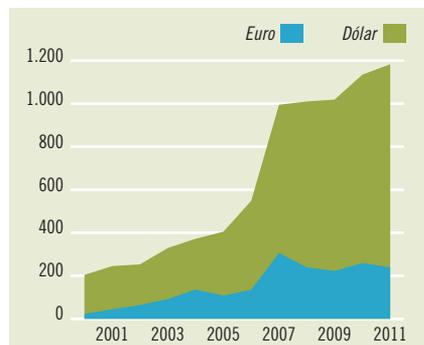
Temos uma moeda sem economia

Os dados são inequívocos: nos dez anos entre 2000 e 2010, o Produto Interno Bruto (PIB) na área do euro cresceu, em média anual e em termos reais, 1,4%. Nos EUA, o crescimento médio anual atingiu 1,8%, nas economias avançadas, 1,9%, no Mundo 3,7% e nas economias emergentes 6,2%.

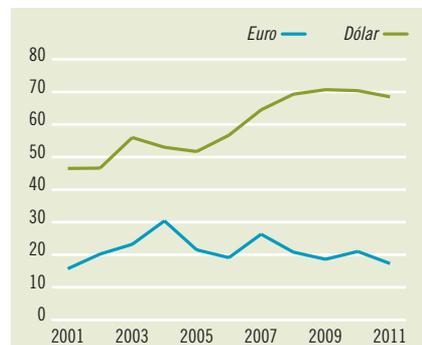
Não sendo a força (pelo menos em valor) da moeda única expressão de uma economia pujante, ficará por saber se era mais a expressão dos desequilíbrios estruturais da economia norte-americana, de que falaremos adiante, ou o resultado de um interesse específico das autoridades da grande potência, sobre quem pendiam incertezas económicas e financeiras de monta.

Provavelmente nunca se chegarão a conhecer as verdadeiras motivações destes oito anos (entre 2000 e 2008).

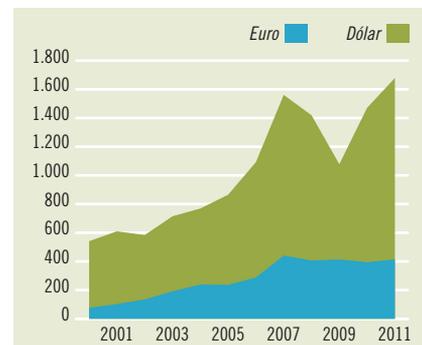
Mas talvez valha a pena pensar no que, dependendo estritamente da intervenção dos Estados-membros da União Económica e Monetária, correu menos bem e que, por isso, possa significar uma lição para o futuro.



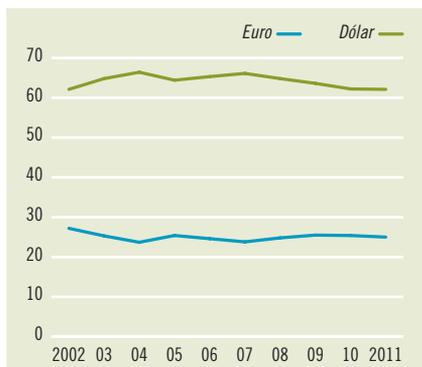
Empréstimos: taxa de câmbio corrente (em mil milhões de dólares). Fonte: BCE.



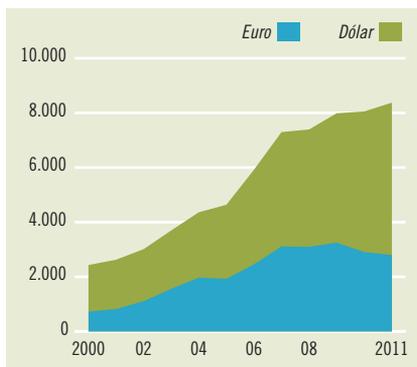
Empréstimos: taxa de câmbio constante (peso no total, em %). Fonte: BCE.



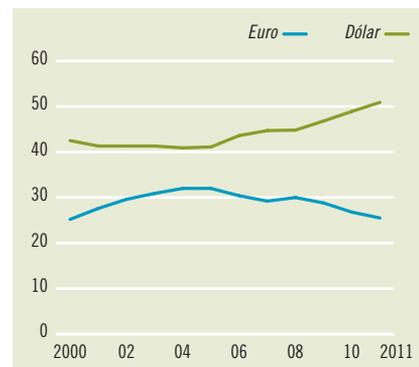
Depósitos: taxa de câmbio corrente (em mil milhões de dólares). Fonte: BCE.



Reservas cambiais: taxas de câmbio constantes (peso no total, em %). Fonte: BCE.



Mercados da dívida: stock de dívida a taxas de câmbio correntes (mil milhões de dólares). Fonte: BCE.



Mercados de dívida: stock de dívida a taxas de câmbio constantes (em %). Fonte: BCE.

Espartilhada pelo absoluto rigor da estabilidade de preços e por um tratado que não dava (dá) ao BCE qualquer margem em matéria de intervenções de emergência capazes de criar moeda e evitar uma recessão generalizada, a Europa do euro foi uma presa fácil de uma globalização que deixava à evidência a fragilidade de um modelo social (o europeu) para quem não bastava ser provavelmente o mais evoluído da história da humanidade.

Neste contexto, o que surgiria não poderia espantar os analistas mais atentos e seria simplesmente uma inevitabilidade de um projecto europeu que começava seriamente a ser posto em causa.

Os ataques especulativos

Começamos pelos conceitos, tantas vezes confundidos nesta época em que vivemos de informação rápida e raras vezes estruturada: um ataque especulativo é uma situação em que alguém (“os mercados”) pressiona intensionalmente um determinado activo visando obter ganhos face, entre outros, à debilidade momentânea desse activo e à força de meios de comunicação que sistematicamente divulgam notícias menos favoráveis sobre o mesmo.

Quer isto dizer, por outras palavras, que a convicção de que determinado activo, por razões económicas e financeiras, ou mesmo políticas e sociais, está sobrevalorizado e por isso deve perder valor a prazo não configura um ataque especulativo contra esse activo, antes representa uma reacção racional dos investidores.

Foi exactamente o caso do primeiro grande momento de crise que ocorreu no tempo do euro, concretamente em 2007 com a crise financeira que se instalou na Europa e nas economias avan-

çadas em geral. Os investidores avaliaram então muito negativamente as notícias que em crescendo iam apontando para as amplas fragilidades do sector financeiro (e, em particular, da banca), penalizaram massivamente as cotações dos principais bancos mundiais e, num caso ou outro, terão mesmo precipitado a falência de alguns deles. Nada disto eram ataques especulativos, era simplesmente a reacção do mercado a um conjunto de fragilidades (e erros) do sector financeiro.

É aliás curiosa a forma, a nosso ver correcta e incisiva, como os Estados-membros da área do euro e o Banco Central Europeu souberam reagir com vigor perante o que em tempos chamámos de “ventos adversos que vinham do Atlântico (o *subprime* norte-americano)”, mas que como também dissemos alastraram à Europa.

Ora, apenas três anos após este primeiro teste de monta ao euro e à coesão da Europa, surge um segundo momento de crise, desta vez muito circunscrito à própria área do euro e, em particular, aos seus membros mais frágeis e vulneráveis.

Põe-se, pois, a questão de saber até que ponto os desenvolvimentos que ocorreram desde 2000, em particular após as intervenções das agências de *rating*, primeiro na Grécia, depois em Portugal², configuraram ou não acções especulativas contra o euro.

Facto número um: não é verdade que o euro tenha sido sujeito no período em causa a um processo de depreciação forte e continuado, tanto em termos efectivos, como em relação ao seu principal concorrente na primazia internacional (evidentemente o dólar dos EUA): entre Janeiro de 2010 e Dezembro de 2012, o euro deprecia-se aproximadamente 8% face ao dólar e, em termos efectivos, sofreu uma depreciação de cerca de 11%.

Aliás, excepto para quem estivesse empenhado (ou verdadeiramente esperasse) uma hecatombe da área do euro, não seria de esperar efectivamente grandes depreciações da moeda única, muito menos face a uma nação (os EUA) que, em 2011, tinha um défice orçamental de 10,1% do PIB (na área do euro o défice é de 4,1%) e um défice da balança corrente de 3,1% do PIB – na área do euro havia um excedente de 0,4% do PIB. Facto número dois: o desencontro de contas na Grécia (com a denúncia pelo governo socialista dos malabarismos algébricos do governo conservador a que sucedeu em Outubro de 2009) abriu a caixa de pandora da desconfiança dos mercados

em relação às contas dos países do Sul da Europa e, pior, criou o clima indicado para todos aqueles que pretendessem minar a construção europeia por dentro, i.e., atacando os mais frágeis.

Facto número três: como mencionámos num artigo anterior³ o corte do *rating* de 27 de Abril de 2010, que foi o tiro de ensaio para um conjunto de acontecimentos posteriores que nos conduziu à presente situação, foi justificado pela *Standard and Poor's* (S&P) com base em três argumentos, i.e., a previsão de um crescimento económico fraco para Portugal nos próximos anos, o nível relativamente elevado da dívida pública e a insuficiente consolidação das finanças públicas no país.

Ora, como também então referimos, nada disto era novo face ao conhecido em finais de 2009 e, desde essa data, tinha ocorrido a aprovação do Pacto de Estabilidade e Crescimento para Portugal pela Comissão Europeia e o reiterar pelos responsáveis europeus, dos Estados-membros do euro ao próprio BCE, de que a situação portuguesa não podia ser comparável à da Grécia.

Em resumo, a decisão da S&P era estranha e, ainda que não queiramos evidentemente pôr em causa o seu rigor e independência, criou o clima adequado aos acontecimentos que vieram a marcar os meses seguintes. Num ápice, o Estado português via-se 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 contracção salarial.

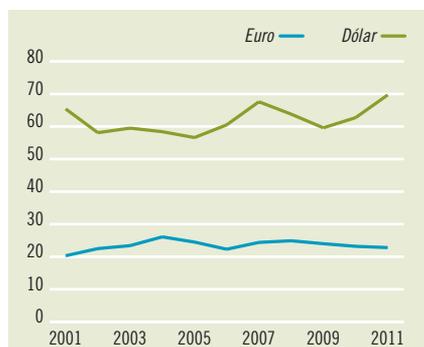
Pouco tempo depois chegaria a Troika. ■

Notas

¹ O acordo estabelecido no pós-2.ª Guerra Mundial no âmbito do sistema monetário internacional (que ficou conhecido por Acordo de Bretton-Woods) definia um centro (o dólar dos EUA, única moeda convertível em ouro) e uma periferia, constituída pelas restantes moedas nacionais, das quais se esperava alguma estabilidade mas que podiam, de forma discreta e não contínua, oscilar de valor, naturalmente em função dos interesses económicos próprios.

² A *Standard and Poor's* procedeu a um primeiro corte de *rating* de Portugal em 27 de Abril de 2010, colocando nessa altura o nosso *rating* em A-, abaixo do Botswana e da Líbia (A) e no mesmo patamar da Tunísia e da Estónia.

³ “Ataques Especulativos e a solidez da zona euro”, escrito em Setembro de 2010 e publicado no Janus – Anuário de Relações Internacionais, 2011-2012.



Depósitos: taxa de câmbio constante (peso no total, em %). Fonte: BCE.