Zona do Euro

Boas notícias

Felippe Serigati*

DO SEGUNDO semestre de 2001 até metade do segundo semestre de 2012, a crise na Zona do Euro dominou o noticiário econômico internacional. Após um longo período sem notícias preocupantes, finalmente, chega uma notícia realmente boa desta região: as economias europeias pararam de cair; algumas até registraram um pequeno crescimento no segundo trimestre deste ano.

A Alemanha, maior economia do bloco, cresceu 0,7%, seguida pela França (0,5%), a segunda economia. Puxada por estes números, a Zona do Euro como um todo cresceu 0,3% em relação ao primeiro trimestre de 2013. Embora alguns países ainda permaneçam em recessão, a notícia também é boa nesses casos: as economias estão encolhendo menos.

Quais são as origens das boas notícias vindas da Zona do Euro?

É possível atribuir essa melhora no cenário europeu à atuação do Banco Central Europeu (BCE). No final da primeira metade do segundo semestre do ano passado, o BCE implementou um programa permanente que fornece garantia aos credores das dívidas dos países mais problemáticos, com especial destaque para a Grécia, Portugal, Espanha e Irlanda. Este programa reduziu o risco associado à rolagem das dívidas destes países.

Além dessa decisão, merece destaque a sinalização feita pelo presidente do BCE, o italiano Mario Draghi, de que o banco permaneceria com sua taxa de juros em patamares baixos até que as economias do bloco finalmente passassem a dar claros sinais de recuperação. Como resultado da combinação dessas duas políticas, a rolagem da dívida passou a ser algo viável e a recuperação das economias, uma tarefa possível. A melhora do humor do mercado com relação às economias do bloco refletiu-se, por exemplo, na capacidade que alguns países, como Portugal e Irlanda, tiveram de captar recursos nos mercados privados, mesmo sem o apoio direto do BCE.

Essas boas notícias podem ser consideradas um sinal consistente da recuperação da região?

Apesar desses números favoráveis e da reação otimista do mercado, eles não representam um sinal claro de que a crise na Zona do Euro seja assunto do passado. Há muitos desequilíbrios ainda a ser ajustados por lá. Dois deles merecem especial destaque: (i) a fragilidade do sistema bancário europeu; e (ii) o elevado estoque de dívida de diversos países do bloco. Para entendê-los, é necessário lembrar a origem do momento mais crucial dessa crise.

A crise na Zona do Euro entrou em seu momento mais agudo quando ficou claro que a Grécia não tinha qualquer condição de rolar a sua dívida; os credores privados não estavam mais acessíveis a este país. O problema maior não era a Grécia declarar a moratória, afinal esta é uma economia muito pequena diante do restante do bloco. O problema maior é que o balanço de diversos bancos europeus estava em situação ainda muito delicada e poderia não suportar os prejuízos decorrentes do calote grego. Em outras palavras, o problema da Zona do Euro não era a Grécia, mas, sim, a frágil situação dos seus bancos. Os gregos eram, na verdade, a gota d'água que poderia fazer o sistema bancário europeu desmoronar.

Houve um esforço muito grande por parte do BCE, da Comissão Europeia e do Fundo Monetário Internacional (FMI) para organizar um entendimento entre os credores e as autoridades gregas, a fim de evitar um calote desorganizado. Infelizmente, ao longo desse processo, os bancos também passaram a ficar cada vez mais relutantes em rolar as dívidas de

Crescimento real das economias da Zona do Euro (% com ajuste sazonal)

País	2012				2013	
	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre	2° trimestre
Alemanha	0,7	- 0,1	0,2	- 0,5	0,0	0,7
Espanha	- 0,4	- 0,4	- 0,3	- 0,8	- 0,5	- 0,1
França	0,0	- 0,3	0,2	- 0,2	- 0,2	0,5
Holanda	- 0,3	0,4	- 0,9	- 0,6	- 0,4	- 0,2
Irlanda	- 0,6	0,8	- 1,0	- 0,2	- 0,6	n.d.
Itália	- 1,0	- 0,6	- 0,3	- 0,9	- 0,6	- 0,2
Portugal	- 0,1	- 1,1	- 0,9	- 1,8	- 0,4	1,1
Zona do Euro	**- 0,1**	**- 0,2**	**- 0,1**	**- 0,6**	**- 0,3**	**0,3**

n.d. = dado não disponível
Fonte: Eurostat

outros países com economia mais frágil, como Portugal, Espanha, Irlanda e, até mesmo, Itália. Com isso, a crise na Zona do Euro se agravou.

A criação do Mecanismo Europeu de Estabilidade (ESM – European Stability Mechanism) viabilizou um alívio para a situação destes países e dos bancos europeus. Este mecanismo conta com um programa de assistência financeira instantânea para os membros da Zona do Euro com dificuldade para refinanciar suas dívidas. Apesar de este programa ter proporcionado um período de menor turbulência e os números favoráveis já mencionados, o problema central da crise europeia ainda não foi resolvido: a fragilidade do balanço desses bancos.

Obstáculo 1: a fragilidade do balanço dos bancos europeus

Este continua sendo o principal obstáculo para a retomada consistente do crescimento das economias europeias. Enquanto os bancos não apresentaram claramente balanços mais sólidos, a oferta de crédito para as empresas e para as famílias locais continuará travada. Embora o ESM conte com um instrumento para a recapitalização dos bancos, ainda não está claro qual banco realmente está saudável; qual tem condições de ser socorrido; e qual terá que ser liquidado. Associada a essa incerteza, está a lacuna sobre a qual o montante de recursos terá que ser levantado para capitalizar todas essas instituições. Além disso, caso algumas instituições financeiras tenham que ser liquidadas, poucos países têm condições de assumir esse prejuízo, afinal diversas economias ainda contam com um estoque de dívida muito elevado.

Obstáculo 2: os países continuam endividados

Obviamente, o elevado estoque de dívida de diversos países continua sendo um problema. Quanto mais elevada for a proporção da dívida de um país com relação ao seu PIB, maior será a desconfiança dos agentes e maior será a dificuldade encontrada para rolar sua dívida. Uma das soluções propostas para esse problema é a adoção de políticas de austeridade, promovendo cortes nos orçamentos públicos e elevação dos impostos.

No curto prazo, políticas de austeridade reduzem o crescimento econômico, diminuem os investimentos do setor privado, aumentam o desemprego e contraem a renda das famílias. Consequentemente, causam insatisfação da sociedade e deterioram o apoio que os governantes precisam ter para prosseguir com as políticas necessárias para trazer a dívida de volta a uma trajetória sustentável. Nessa situação, o estoque de dívida permanece elevado; esses países continuarão tendo dificuldade para acessar o mercado de crédito; e o crescimento na Zona do Euro não será retomado de forma consistente.

Enfim, enquanto o balanço dos bancos europeus não apresentar uma situação mais sólida e o estoque de dívida de alguns países não retomar uma trajetória sustentável, a Zona do Euro não irá crescer de forma sustentável. Isso significa que, apesar das boas notícias, a situação por lá ainda não está resolvida; significa apenas que ela deixou de piorar – o que já é motivo para comemoração. ■

Estoque de dívida como proporção do PIB (%)

País	2012				2013
	1° trimestre	2° trimestre	3° trimestre	4° trimestre	1° trimestre
Alemanha	81,1	82,5	81,7	81,9	81,2
Irlanda	106,8	110,5	117,1	117,4	125,1
Grécia	136,5	149,2	151,9	156,9	160,5
Espanha	73,0	76,0	77,4	84,2	88,2
França	88,9	90,8	89,8	90,2	91,9
Itália	123,8	125,8	127,1	127,0	130,3
Holanda	66,7	68,4	69,6	71,3	72,0
Portugal	112,3	118,0	120,8	123,7	127,2
Zona do Euro	**88,2**	**89,9**	**89,9**	**90,6**	**92,2**

Fonte: Eurostat

O euro e o dólar nas alturas

Desde o final do primeiro trimestre deste ano, as cotações do dólar e do euro estão subindo. Desde o início de abril, o dólar já ficou 20% mais caro em relação ao real e o euro, 24% – ambos em termos nominais. Esse enfraquecimento do real deve-se tanto à recuperação da economia norte-americana e às boas notícias vindas da Europa, quanto à deterioração do ambiente econômico no Brasil. Com relação a este último ponto, merece destaque:

• o persistente crescimento pífio da economia nacional;

• a resistência do Banco Central quanto a derrubar de forma mais contundente a inflação;

• o desgaste da credibilidade do Governo junto aos agentes econômicos; e

• a perda do apoio popular aos governantes, que levou ao conjunto de manifestações populares demandando maiores gastos públicos.

Embora essa rápida desvalorização da moeda nacional traga maior pressão sobre a inflação a partir do final do terceiro trimestre e possa prejudicar a capitalização de empresas endividadas em dólar, ao menos os exportadores de *commodities* poderão recuperar parte das perdas decorrentes da queda do preço dos seus bens.

*Doutor em Economia pela FGV/EESP e pesquisador do GV Agro (felippeserigati@gmail.com)