

AS LIÇÕES DA EXPERIÊNCIA DO EURO

Richard Griffiths¹

Vinte anos atrás, em meio a uma grande demonstração de entusiasmo, o Tratado de Maastricht criou a União Europeia e inaugurou o processo de criação de uma moeda única europeia para a maioria dos então membros (exceto o Reino Unido e a Suécia, e mais tarde, Dinamarca, que receberam uma isenção temporária) e para todos os futuros membros. Vinte anos depois, o aniversário do tratado passou quase despercebido (Centro de Política Europeia, 2012). Naquele dia, porém, o impacto do tratado nunca esteve longe das manchetes dos jornais, como também havia sido o caso de quase todos os dias ao longo dos meses anteriores. A falência do Lehman Brothers em setembro de 2008, não só provocou a crise financeira que ameaçava engolir o mundo, mas pôs em marcha uma série de choques que desde então tem repercutido por toda a zona do euro. É justo dizer que a crise de gestão não tem sido um exemplo de eficiência racionalizada, e há lições a serem aprendidas com essa experiência.

No entanto, o desenvolvimento do euro, e a crise que posteriormente o envolveu, sustenta lições em outra direção. A União Europeia tem sido vista como um modelo, ou uma inspiração, para outros experimentos em cooperação e integração regionais, incluindo o MERCOSUL, a ASEAN e a SADC (Comunidade para o Desenvolvimento da África Austral, sigla em inglês). O modelo contém uma sequência de etapas que conduzem a uma “união cada vez mais estreita”, que passou de uma área de livre comércio, através de uma união aduaneira e um mercado único, para uma união econômica e monetária. Com a assinatura e implementação do Tratado de Maastricht, a União Europeia havia dado o penúltimo passo nesta progressão. Mas apenas metade dele - uma união

¹Professor de História Econômica e Social da Universidade de Leiden. (r.t.griffiths@hum.leidenuniv.nl)

monetária sem uma união fiscal. A crise do euro minou a autoridade das pessoas que defendem esse caminho europeu de integração, tanto para a Europa como para outras nações. Como um federalista convicto, eu não recomendaria abandonar o exemplo europeu completamente, mas, se há uma lição a ser aprendida a partir deste triste episódio, é esta: “se você for fazer, não faça desta maneira”.

Este artigo analisa a experiência europeia de união econômica e monetária a partir de três perspectivas – o design, a implementação e a gestão do euro -, antes de explorar as implicações da crise atual.

O Design

A decisão de embarcar no caminho da união econômica e monetária foi tomada após um período de estabilidade notável na taxa de câmbio da Europa Ocidental. Introduzida em 1979, ela foi construída sobre a experiência do mecanismo de taxas de câmbio (ERM, sigla em inglês) que havia amarrado as taxas de câmbio dos membros em uma banda de 2,25 por cento cada lado do par (exceto para a Itália que foi dada uma banda de 6 por cento) e havia reforçado a cooperação do banco central para manter as paridades. A sua introdução, no entanto, coincidiu com a segunda crise do petróleo e o sistema balançou de uma crise para a outra, cada uma sendo resolvida por uma desvalorização ou valorização dentro do sistema para manter a ilusão de que ele permaneceu intacto. Era semelhante a um regime de flutuação cambial gradual “crawling peg”, mas usar essa descrição seria exagerar na descrição de seu funcionamento e esquecer o medo que suas operações causam na economia. No espaço de três anos e meio, uma lacuna de quase 30 por cento havia se aberto entre as taxas de câmbio das moedas mais fortes (o Marco Alemão) e mais fracas (a Lira Italiana). Um tempo depois, contudo, a política econômica francesa convergiu com o resto, e uma calma atingiu os mercados. O tumulto prévio foi convenientemente esquecido (Jordan-Wagner, 1994). Agora, pouco parecia perturbar a serenidade das taxas de câmbio europeias e até o final da década vários não-membros aderiram ao sistema - Espanha em junho de 1989, Reino Unido em outubro de 1990 e Portugal em abril de 1992. Foi neste contexto que em fevereiro de 1992 o Tratado de Maastricht foi assinado (Issing, 2008).

O design para a união econômica e monetária foi baseado em cinco requisitos que os países tinham que cumprir antes de entrar na moeda única.

Primeiro, eles precisavam ter mantido as taxas de câmbio estáveis dentro da ERM pelos dois anos anteriores à adesão. Em seguida, havia duas metas fiscais - a estipulação de que o déficit orçamental anual não deveria exceder 3 por cento e que o nível da dívida do Estado não deveria ser superior a 60 por cento. Assumindo presumidamente que estes requisitos foram atendidos, seguiam-se duas outras metas (ou consequências) para as taxas de inflação e para o custo dos empréstimos a longo-prazo. Para esses últimos dois requisitos, contudo, foram dados ajustes em direção a uma maior prudência monetária, a partir do estabelecimento de objetivos, não em termos de média para o grupo, mas em termos dos três menores índices do grupo, independentemente de suas dimensões ou importâncias relativas. Assim, a inflação não podia ultrapassar esse índice por mais de 1,5 pontos percentuais e as taxas de juros a longo-prazo não deveriam exceder os índices-base mais do que 2 pontos percentuais. Geralmente, esses requisitos foram percebidos no momento como deflacionários e foram interpretados como uma concessão às exigências alemãs, como o preço dos alemães para entregar a sua própria moeda nacional, que tinha sido excepcionalmente bem sucedida neste aspecto. E o que era bom para a Alemanha era, presumivelmente, bom para o resto de nós também (Garrett, 1993).

Embora o design tenha a virtude da simplicidade, existem várias deficiências curiosas. Para começar, a meta para o déficit é absoluta e somente em uma direção. Ela não oferece nenhuma oportunidade para compensar melhores desempenhos (déficits mais baixos ou até mesmo excedentes) contra um *overshoot*. Se um déficit vem como resultado de uma recessão, ainda há uma obrigação de impor um orçamento deflacionário. Não há escopo algum nas regras para o tipo de financiamento do déficit utilizado pelos EUA na sombra da recessão que seguiu a crise do Lehman. Em segundo lugar, há uma inconsistência entre tolerar um déficit orçamental, ainda que de 3 por cento, e o objetivo de segurar o nível da dívida externa soberana. A única maneira de evitar o acúmulo constante de uma dívida relativamente maior é crescer mais rápido do que 3 por cento, que seria o fardo da dívida (Buiter, Corsetti e Roubini, 1993). Crescendo de forma consistente, ou mesmo esporadicamente, mais rápido do que 3 por cento ao ano é algo que as economias mais avançadas da Europa têm se esforçado para fazer desde a primeira crise petrolífera de 1973.

Por outro lado, uma “convergência” de crescimento para as economias menos avançadas era quase uma religião entre os economistas europeus, já que eles utilizaram recursos produtivos inexplorados e investiram os fundos de convergência ou de coesão que foram transferidos para eles pelo orçamento da UE. Infelizmente, a receita para o crescimento geralmente implica em um *trade-off* em termos de inflação mais alta (Fingleton, 1999; Leonardi, 1995). Isto, por sua vez iria criar outro problema. Bloqueado primeiro pelas taxas de câmbio fixas, o que impossibilitava qualquer desvalorização da moeda, depois preso a uma moeda única e, além disso, privado de instrumentos monetários domésticos, havia poucas opções para lidar com os resultados acumulados da inflação. Finalmente, a meta para a taxa de juro é implicitamente um derivado de alcançar a disciplina orçamental prevista e parece estar à mercê dos mercados. Esta é uma questão extremamente sensível, se o mercado tem o pressuposto de operar de forma racional e previsível. Se isso não acontecer, no entanto, os governos lamentavelmente ficam com poucas medidas políticas de curto-prazo para aliviar a situação, e essa também é a situação dos funcionários da União Europeia. A postura das autoridades monetárias era de que não haveria um plano de resgate para economias em dificuldades e, portanto, não existia provisão de fundos para cobrir tal eventualidade.

Implementação

O Tratado de Maastricht prevê três etapas nas quais a nova moeda europeia seria criada. Na primeira fase, os controles de capitais seriam removidos e a cooperação interbancária abriria caminho para a criação de uma autoridade monetária central. A segunda etapa começou com a criação de um Instituto Monetário Europeu e os cinco critérios acordados em Maastricht foram consagrados no Pacto de Estabilidade e Crescimento, que deveria ser monitorado pela Comissão Europeia. No final desta etapa, as taxas de câmbio seriam combinadas e o Banco Central Europeu seria estabelecido. Nesta fase, o euro foi introduzido como um meio de transações, mas o lançamento da moeda em circulação teve que esperar quatro anos (Issing, 2008). Esse momento ocorreu em 01 de janeiro de 2002. Eu estava em Roma naquele dia e ainda lembro como, no final do dia, eu examinei o troco no meu bolso para descobrir moedas cunhadas na Alemanha, Irlanda e Holanda. Devo acrescentar que a

novidade rapidamente se desgastou. Naquele momento as coisas já estavam indo muito mal.

Em maio de 1998, onze membros da UE foram declarados como preenchedores das condições para a adesão ao euro, formando a primeira onda de adoção da nova moeda. Dois outros membros, nomeadamente a Dinamarca e o Reino Unido, obtiveram cláusulas não participação. Isso deixou apenas a Grécia e a Suécia como membros considerados inelegíveis, e a Grécia foi admitida para a nova moeda em janeiro de 2001. Para o registro, todos os subsequentes membros da União Europeia assumiram a obrigação de aderir à zona do euro, quando as condições foram cumpridas. A Eslovénia entrou em 2007, Chipre e Malta aderiram no ano seguinte, a Eslováquia aderiu no ano seguinte e, finalmente, em 2011, a Estónia tornou-se membro.

Mas voltemos aos dias arrebatadores e inebriantes da “Europhoria” quando os países faziam fila para entrar na zona da nova moeda. Um dos critérios era que os países deveriam ter um índice de dívida pública de até 60 por cento do PIB e, se maior que 60 por cento, esse índice deve diminuir em um “ritmo satisfatório”. Se olharmos para as estatísticas que os tomadores de decisão tinham diante de si no momento, nos dois anos antes de ingressar, os índices da dívida três países - Bélgica, Itália e Grécia – já estavam acima de 100 por cento do PIB. Embora esses índices mostrassem algum declínio, esse foi em um ritmo tão lento que a meta de 60 por cento não estaria nem perto de ser atingida depois de duas décadas. Cinco outros membros - Áustria, Alemanha, Holanda e Portugal e Espanha - tiveram índices de endividamento entre 60 e 70 por cento.

Tabela 1: Dívida pública: PIB (%)

Áustria		Bélgica		Finlândia		França		Alemanha		Irlanda	
1997	1998	1997	1998	1997	1998	1997	1998	1997	1998	1997	1998
66.1	65.6	124.7	121.3	59.0	57.3	57.3	58.2	61.7	61.4	65.8	59.2
Itália		Luxemburgo		Holanda		Portugal		Espanha		Grécia	
1997	1998	1997	1998	1997	1998	1997	1998	1997	1998	2000	2001
123.2	121.9	6.7	6.9	73.4	71.5	62.5	60.8	68.1	66.5	102.8	99.7

Fonte: Comissão Europeia, *European Economy*. Anexo Estatístico 1998 e 2001

Se o Tratado de Maastricht tivesse sido levado a sério, a introdução do euro, em 1999, deveria ter sete membros a menos do teve, e a Grécia não deveria

ter sido autorizada a se juntar dois anos depois. Isto, é claro, é quando a política entra em jogo. Esse grande passo no caminho para a integração sem quatro dos seis membros fundadores da União Europeia era impensável. Da mesma forma, uma união monetária que compreendesse apenas Finlândia, França, Irlanda e Luxemburgo não teria feito nenhum sentido econômico. Então, pela primeira vez, e não pela última, os detalhes de um acordo foram deixados de lado para dar lugar à conveniência política. E, depois de ter admitido a Bélgica e a Itália com excessivos índices de dívida soberana, a UE foi obrigada a promover tal cortesia também para a Grécia, cuja dívida pareceu menos terrível do que qualquer um daqueles. Os decisores políticos trabalham com os números que eles têm nas mãos, mas estes números são frequentemente revistos mais tarde seja porque os dados em si são atualizados ou porque as definições mudaram. Para os índices da dívida estas revisões ao longo do tempo têm sido favoráveis, e teriam permitido que Portugal se qualificasse como um membro do euro. Para a Grécia, no entanto, a situação era um pouco pior. (EUROPEAN COMMISSION, *European Economy*. Anexo Estatístico, 2011).

Tabela 2: A dívida pública líquida (-) ou empréstimos (+) como % do PIB

Áustria		Bélgica		Finlândia		França		Alemanha		Irlanda	
1997	1998	1997	1998	1997	1998	1997	1998	1997	1998	1997	1998
-2.8	-2.6	-2.6	-2.3	-1.4	-0.2	-3.1	-3.0	-3.0	-2.6	+0.6	+1.2
Itália		Luxemburgo		Holanda		Portugal		Espanha		Grécia	
1997	1998	1997	1998	1997	1998	1997	1998	1997	1998	2000	2001
-3.0	-3.7	+1.6	+1.0	-2.1	-2.9	-2.7	-2.4	-2.9	-2.4	-2.7	-3.1

Fonte: Comissão Europeia, *European Economy*. Anexo Estatístico 1998 e 2001

Um segundo critério de Maastricht foi que os déficits do atual governo não deveriam exceder 3 por cento do PIB. À primeira vista, o registro sobre essa pontuação foi notavelmente bom, mas os resultados escondem uma grande dose de criatividade estatística e de definição. Os fundos de pensão foram escondidos e os bens de capital vendidos e incluídos em receitas correntes; partes de dívida pública foram convenientemente colocadas fora de vista e os valores do PIB foram corrigidos para cima, em até 10-20 por cento (BOS 2008, FN 15). O impacto das mudanças nos métodos e definições nos Países Baixos em 2001, por exemplo, elevou seu PIB em 4,5 por cento e reduziu seu índice de endividamento de 52,95 para 50,7 por cento (CBS, *Press Release* 1.6.2005).

Havia muito espaço para revisões adicionais, se esforços fossem tomados para incluir a “economia paralela” em estimativas oficiais como a Itália fez em 1987, quando, em um salto, ultrapassou o Reino Unido como a quinta maior economia do mundo (SIESTO, 1987). Mesmo assim, a Itália e a Grécia ainda não conseguiam cumprir os critérios de Maastricht, mas estavam ainda admitidas. A razão era simples. Se iam ignorar uma montanha de dívida, por que especulariam sobre um par de casas decimais? Neste caso particular, a revisão histórica não tem sido muito boa para Portugal, Espanha e Grécia, visto que todos estavam acima da faixa de três por cento e, portanto, do limite de qualificação oficial.

Gestão

Uma vez que o euro foi introduzido, era papel do Banco Central Europeu e dos ministros das finanças da zona do euro gerenciarem a nova moeda. A espinha dorsal para a disciplina monetária foi o chamado Pacto de Estabilidade e Crescimento, que assumiu na sua totalidade todos os critérios de Maastricht. Um deles era que os déficits orçamentários não deveriam ser superiores a 3 por cento do PIB. Esse critério foi desafiado seriamente pela primeira vez em 2001-2 quando uma recessão temporária levou a um aumento rápido dos déficits orçamentais e ameaçou exacerbar os índices de França, Alemanha, Itália e Portugal. Foi irônico que essa crise envolveu a Alemanha, uma vez que ela tinha sido em grande parte responsável por insistir em algumas das regras rígidas e restritivas. Se a regra contesse algumas disposições anticíclicas tal desenvolvimento dos fatos nunca teria causado problemas, mas esse não era o caso. Na verdade violar as regras poderia invocar sanções na forma de multas equivalentes a 0,5% do PIB. Mas essas sanções não eram automáticas.

Ao invés de aceitar a disciplina de suas próprias regras, França e Alemanha começaram uma campanha para aliviá-las. Como resultado de sua pressão combinada, uma recomendação da Comissão Europeia que os dois países tomassem medidas imediatas para corrigir a posição foi rejeitada pelos ministros das finanças em uma reunião deles em novembro de 2003 (Collingon, 2004). Em 2005, os ministros, contra os receios do Banco Central Europeu, relaxaram as regras de uma forma que permitiu que eles olhassem a longo-prazo as

perspectivas orçamentais e que deixou países com um índice da dívida abaixo de 60 por cento ter um déficit orçamentário de 1 por cento do PIB, mas que permitiu os países com um déficit de mais de 100 por cento alcançar um orçamento equilibrado ou até mesmo gerar um excedente (Fischer, Jongun e larch, 2006). Significativamente, nada foi feito para fortalecer os mecanismos de fiscalização e o novo regime foi repetidamente desrespeitado por países como a Áustria, Grécia, Itália e Portugal. A razão era simples. Uma vez que as regras haviam sido aliviadas em favor do mais forte, os órgãos fiscais perderam a autoridade moral de voltar a impô-las sobre os fracos, mesmo se eles tivessem inclinação para fazer isso.

Tabela 3: Dívida Pública: PIB (%)

	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08
Áustria	-2.7	-2.9	-4.3	-2.9	-3.0	-3.4	-5.9	-4.1	-3.1	-3.5
Bélgica	-0.6	0.0	+0.4	-0.1	-0.1	-0.3	-2.7	-0.1	-0.3	-1.3
Finlândia	+1.6	+6.8	+5.0	+4.0	+2.4	+2.3	+2.7	+4.0	+5.2	+4.2
França	-1.8	-1.5	-1.5	-3.1	-4.1	-3.6	-2.9	-2.4	-2.7	-3.3
Alemanha	-1.5	1.3	-2.8	-3.7	-4.0	-3.8	-3.3	-1.6	+0.3	+0.1
Grécia	-3.1	-3.7	-4.5	-4.8	-5.6	-7.5	-5.2	-5.7	-6.4	-9.8
Irlanda	+2.7	+4.7	+0.9	-0.4	+0.4	+1.4	+1.6	+2.9	+0.1	-7.3
Itália	-1.7	-0.8	-3.1	-2.9	-3.5	-3.5	-4.3	-3.4	-1.5	-2.7
Luxemburgo	+3.4	+6.0	+6.1	+2.1	+0.5	-1.1	0.0	+1.4	+3.7	+3.0
Holanda	+0.4	+2.0	-0.2	-2.1	-3.1	-1.7	-0.3	+0.5	+0.2	+0.6
Portugal	-2.7	-2.9	-4.3	-2.9	-3.0	-3.4	-5.9	-4.1	-3.1	-3.5
Espanha	-1.4	-1.0	-0.6	-0.5	-0.2	-0.3	+1.0	+2.0	+1.9	-4.2

Fonte: Comissão Europeia, *European Economy*. Anexo Estatístico 2011

O ‘resultado’ da prudência fiscal deveria ter se revelado em dois mecanismos de mercado - relativamente baixos custos de empréstimos governamentais e taxas de inflação relativamente baixas. Na realidade, ambos os ‘efeitos’ eram evidentes. Um impacto quase imediato foi uma forte redução no intervalo das taxas de juros que os governos tinham de pagar por empréstimos a longo-prazo, fato que estava em nítido contraste com o período que antecedeu a adoção do euro (Ehrmann, Fratzscher, Gürkaynak e Swanson, 2011). O que é um pouco mais perturbador é o porquê disso ter ocorrido. Na teoria econômica os mercados funcionam corretamente quando há transparência, conhecimento compartilhado, baixos custos de transação e atores

economicamente racionais. A dívida pública deve ser um dos mercados mais previsíveis. No entanto, a taxa de juros paga sobre a dívida de uma economia de dívida sobrecarregada conhecida pela sua frouxidão fiscal (como a da Grécia) e sobre a de um rico, relativamente uma economia de dívida leve, conhecida por sua retidão fiscal (como a da Alemanha) foi praticamente idêntica. Poucos, porém, comentaram sobre a irracionalidade e imprevisibilidade dos mercados de capitais. Um dos efeitos foi permitir que os países refinanciassem suas dívidas a um preço relativamente barato e, assim, removendo a pena do mercado sobre déficits persistentes em um momento em que a sanção política também havia sido abandonada. Para as economias mais pobres, os elevados níveis de endividamento do governo foram refinanciados com taxas muito inferiores às praticados nas décadas anteriores. Há pouco incentivo para cortar os déficits excessivos de volta ao limiar de 60 por cento e Alemanha e França (para não mencionar Áustria, Bélgica, Grécia, Itália e mais tarde Portugal), permitiram-se o luxo de maiores níveis de dívida soberana do que o estipulado no Pacto de Estabilidade e Crescimento.

Tabela 4: Dívida de Governo: PIB (%)

	99	00	01	02	03	04	05	06	07	08
Áustria	67.2	66.5	67.1	66.5	65.5	64.8	63.9	62.1	60.7	63.8
Bélgica	113.7	107.9	106.6	103.5	98.5	94.2	92.1	88.1	84.2	89.6
Finlândia	45.7	43.8	42.5	41.5	44.5	44.4	41.7	39.7	35.2	34.1
França	58.8	57.3	56.9	58.8	62.9	64.9	66.6	63.7	63.9	67.7
Alemanha	60.9	59.7	58.8	60.4	63.9	65.8	68.0	67.6	64.9	66.3
Grécia	94.0	103.4	103.7	101.7	97.4	98.9	100.3	106.1	105.4	110.7
Irlanda	48.5	37.8	35.5	32.1	30.9	29.6	27.4	24.8	25.0	44.0
Itália	113.7	109.2	108.8	105.7	104.4	103.9	105.9	106.6	103.6	106.3
Luxemburgo	6.4	6.2	6.3	6.3	6.1	6.3	6.1	6.7	6.7	13.6
Holanda	61.1	53.8	50.7	50.5	52.0	52.4	51.8	47.4	45.3	58.2
Portugal	49.6	48.5	51.2	53.8	55.9	57.6	62.8	63.9	68.3	71.6
Espanha	62.3	59.3	55.6	52.5	48.7	46.2	43.0	39.6	36.1	39.8

Fonte: Comissão Europeia, European Economy. Anexo Estatístico 2011

Outro resultado das baixas taxas de juros prevalentes foi o aumento das bolhas de ativos e o crescimento das práticas bancárias especulativas.

Surpreendentemente, contudo, o impacto nos preços foi relativamente mudo. Nenhum país realmente violou a meta, quando calculada ao longo da década. No entanto, a média de alguns países foi persistentemente maior que a média dos três mais baixos. Embora não seja uma diferença maior do que 1-1,5 por cento por ano, ela levou a uma lacuna cumulativa em níveis de preços de quase 20 por cento, e essa diferença inflacionária foi contabilizada contra alguns dos países mais competitivos da Europa. Como a competitividade da Grécia, Espanha e Portugal foi gradualmente erodida, o seu crescimento econômico abrandou e a capacidade de geração de empregos foi muito reduzida. A promessa de convergência - crescimento alto pago por uma inflação mais elevada - estava se transformando apenas em uma sombra de alta inflação. Se a demanda europeia desacelerasse, estas deficiências seriam cruelmente expostas.

Tabela 3: Taxa de inflação média ao longo da primeira década do euro medida pelo Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor

Lowest 3	Áustria	Bélgica	Finlândia	França	Alemanha	Irlanda
1.77	1.98	2.18	1.76	1.91	1.68	1.96
Itália	Grécia	Luxemburgo	Holanda	Portugal	Espanha	
2.29	3.36	2.78	1.88	2.37	2.85	

Fonte: CBS WebMagazine 2012/10/01

A Crise

Poucos economistas haviam previsto a crise financeira que varreu a economia mundial em 2008. Os sinais de bolhas de ativos aparecem muito mais cedo. A relação entre os preços dos imóveis em partes dos EUA e em alguns países do Mediterrâneo (assim como na Irlanda e nos Países Baixos) já havia atingido níveis que seriam difíceis de sustentar, mas um ajuste não precisa, necessariamente, precipitar um colapso. Ironicamente, foi o fato de que tal ajuste estava em andamento que precipitou a crise, já que tal medida levou os estadunidenses a deixar de pagar seus empréstimos residenciais. Isto teria repercussões diretas sobre as agências financeiras envolvidas diretamente no mercado imobiliário, e realmente teve. Lehman Brothers, Freddie Mac e Freddie May logo estavam em dificuldades financeiras e o Lehman Brothers declarou falência em 15 de setembro de 2008. O que transformou uma crise setorial uma global foi que o Lehman Brothers vendeu a propriedade de alguns de seus ativos de hipotecas para outros bancos, mas de forma que se tornou difícil para os

outros avaliar o risco envolvido. Outros bancos mantiveram esses ativos envenenados e ninguém sabia quais eram os bancos e qual era o grau de exposição. Os empréstimos interbancários, que serviriam para lubrificar a economia mundial, foram contraídos virtualmente durante a noite e o impacto resultante da ‘crise do crédito’ repercutiu pelas economias desenvolvidas da América do Norte e da Europa Ocidental (EICHENGREEN, MODY, NEDELJKOVIC, SARNO, 2009). Na zona do euro, a atenção rapidamente se concentrou em quatro países, conhecidos indelicadamente como PIIGS [sigla em inglês] - Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha.

Tabela 4. Dívida Pública e dados sobre o déficit para países “PIIGS”

	Portugal	Irlanda	Itália	Grécia	Espanha
Déficit orçamental					
2008	-3.5	-7.3	-2.7	-9.8	-4.2
2009	-10.1	-14.3	-5.4	-15.4	-11.1
2010	-9.1	-32.4	-4.6	-10.5	-9.2
2011	-5.9	-10.5	-4.0	-9.5	-6.3
Dívida pública					
2008	71.6	44.4	106.3	110.7	39.8
2009	83.0	65.6	116.1	127.1	53.3
2010	93.0	96.2	119.0	142.8	60.1
2011	101.7	112.0	120.3	157.7	68.1

Fonte: Comissão Europeia, *European Economy*. Anexo Estatístico 2012

Vamos começar com a Irlanda. A Irlanda tinha sido quase uma vitrine para todos os países da União Europeia. Era o "Tigre Celta" que, com o apoio financeiro da União Europeia, transformou-se de país menos desenvolvido do continente para um que ultrapassou o Reino Unido em termos de renda per capita nacional. Todos os seus indicadores financeiros estavam de acordo com os objetivos do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Mas nada disso reflete a crescente instabilidade do setor privado. Os bancos contraíram exageradamente títulos baratos no mercado internacional e expandiram uma ‘bolha imobiliária’ de dimensões impressionantes. Os preços dos imóveis já haviam começado a decair em 2007, mas colapsaram com a crise de crédito que assolou o país. Para conter um possível sobrecarregamento dos bancos, primeiro o governo garantiu todos os depósitos bancários e, um ano mais tarde, nacionalizou as dívidas consideradas perdidas para os bancos. Essas medidas foram tomadas num

contexto de uma recessão global que corroeu a receita do governo e estabeleceu um programa de contenção fiscal. Como foi necessário um grande aumento da capacidade de empréstimos do governo e, logo, o nível da dívida soberana disparou, as linhas de crédito começaram compreensivelmente a diminuir (LANE, 2011). Em novembro de 2010, o país aceitou um pacote de injeção de liquidez de €67,5 bilhões fornecidos pelo FMI e pela União Europeia (com três países não pertencentes ao euro - Reino Unido, Dinamarca e Suécia - contribuindo individualmente) na condição do governo aprovar novas medidas para diminuir os gastos do governo.

Para efeitos deste artigo, Itália, Portugal e Espanha quase caíram na mesma categoria, embora existam diferenças marcantes entre eles. Todos eles são países cuja posição competitiva foi erodida durante os anos de desenvolvimento e adoção do euro - quando o impacto da diferença de preços e da inflação não poderia ser corrigido pela depreciação da moeda. Pregado em uma versão do século 21 do padrão-ouro, o equilíbrio econômico dependia cada vez mais da deflação interna, para reduzir os preços, ou da reforma econômica, para aumentar a competitividade. Quando um país não faz nenhum dos dois, as bases do crescimento econômico tornam-se desgastadas e a ele fica cada vez mais vulnerável ao impacto das crises cíclicas. No caso de Espanha e Portugal, a situação foi agravada por um *boom* imobiliário especulativo, semelhante ao que aconteceu na Irlanda. Nesses países, também, quando a bolha estourou, a consequente contração do setor de construção levou à recessão, com aumento do desemprego e um déficit fiscal crescente. Na Espanha, o impacto foi amortecido pelo nível relativamente baixo da dívida do governo; para Portugal, porém, as exigências concomitantes de dívida prolongada e financiamento do déficit corrente diminuíram a confiança na capacidade do governo pagar (BLUNDELL-WIGNALL E SLOVIK, 2011). Em maio de 2011, a União Europeia, o Banco Central Europeu e o FMI (conjuntamente conhecidos como a Troika) contribuíram para uma injeção de liquidez na economia portuguesa de €78 bilhões, condicionada à nova austeridade e medidas de privatização. A Itália não participou dessas medidas. Embora ela possua por um nível relativamente elevado de dívida, o seu cronograma de pagamento não é apertado e grande parte de sua dívida é mantida no mercado interno. Além disso, seus níveis de déficit atuais estão acompanhando outros lugares da Europa Ocidental. Com os mercados nervosos, houve dúvidas sobre a

capacidade da Itália de sustentar esses níveis de dívida, dadas a erosão da sua competitividade e potencial de crescimento e a preocupação com a incapacidade do governo para cortar despesas e introduzir reformas. Com o custo dos empréstimos cada vez mais alto, o governo Berlusconi renunciou e foi substituído por um governo tecnocrático de emergência considerado capaz de aprovar as reformas necessárias.

Podemos agora analisar a Grécia. O país aderiu ao euro dois anos após a sua criação porque a Comissão Europeia e os Estados membros não tinham a certeza se ela poderia manter a disciplina necessária. Eles deveriam ter continuado céticos, mas, como o governo grego conseguiu manipular o seu déficit orçamental para um nível recorde de 2,7 por cento em 2000, as dívidas foram deixadas de lado e a adesão ao euro foi concedida. Os últimos dados revisados para o ano de 2000 mostram um déficit de um ponto percentual superior. Qualquer que seja o número real, foi o melhor resultado que a Grécia conseguiu alcançar uma vez que, posteriormente, os déficits anuais já começaram a deslizar para cima. Essa situação foi, contudo, apenas a inicial, pois a economia ainda crescia forte devido ao acesso fácil a créditos baratos e conseguia contrabalancear o nível de dívida. Apesar dos orçamentos gregos virarem cada vez mais extravagantes, só a partir de 2005 os níveis da dívida realmente começaram a responder. Naquele ano, a Comissão revelou uma subnotificação sistemática dos déficits governamentais gregos, o que levou a um processo. A Comissão persistiu até 2007, quando subitamente parou de aplicar sanções (EUROPEAN COMMISSION, 2005). Enquanto isso, em 2006, o governo grego tentou uma nova abordagem que, se bem-sucedida, conseguiria diminuir o déficit e a dívida em um quarto. Em setembro de 2006, ele sugeriu que a renda nacional fosse elevada em 25 por cento para incluir a “economia paralela” (não declarada). Esta proposta foi rejeitada pelos funcionários do Eurostat, mas eles permitiram uma revisão que elevou esse índice em 9,7 por cento.

A recessão atingiu seriamente a Grécia. A competitividade estava se deteriorando e suas indústrias de transporte e turismo estavam particularmente vulneráveis a uma desaceleração cíclica. A previsão do orçamento grego para 2009 era originalmente um déficit de 3,7 por cento, abaixo dos 5 por cento relatado para 2008. Em outubro do mesmo ano as duas figuras foram revisadas

para 12,5 por cento e 7,7 por cento, respectivamente. O julgamento da Comissão Europeia (2010) foi condenável. Por mais que aceitemos que os dados e relatórios estatísticos gregos eram um caos, essa revisão sugere que os números tinham sido deliberadamente manipulados para fins políticos. As implicações eram que os relatórios financeiros gregos não eram controlados e eram incontroláveis. Vários meses mais tarde Der Spiegel (2010) revelou que a Goldman Sachs foi conivente na subnotificação da dívida pública, organizando *swaps* cambiais com taxas fictícias que escondiam o verdadeiro nível de endividamento do governo.

Os níveis crescentes de endividamento grego minaram qualquer confiança restante dos mercados na capacidade do governo de resgatar tais dívidas. As taxas de juros sobre os novos empréstimos gregos atingiram pontos altíssimos e em abril de 2010 o governo pediu um empréstimo de €45 bilhões para cobrir os seus compromissos financeiros até o final do ano. Um mês mais tarde, depois de impor cortes orçamentários brutais, que provocaram uma reação amarga no público, recebeu uma ajuda de €110 bilhões do FMI, do Banco Central Europeu e da UE. Até agora, o impacto da recessão, reforçado pela política deflacionária do governo, foi arruinar as receitas fiscais. A Troika respondeu em outubro de 2011, oferecendo uma segunda injeção de liquidez no valor de €130 bilhões, na condição de que a Grécia inicie efetivamente um programa de austeridade e reforma. Ao mesmo tempo, essas organizações pressionaram os detentores privados da dívida grega a voluntariamente aceitar um pacote de reestruturação da dívida envolvendo perdas de até 70 por cento sobre o valor nominal dos seus empréstimos, e ao mesmo tempo, convertendo esses títulos em empréstimos de longo-prazo a juros favoráveis. Foi uma oferta de tudo ou nada, que conseguiu reduzir o nível da dívida grega em €105 bilhões. Um novo governo tecnocrático, por sua vez, comprometeu-se a elevar o nível da dívida soberana de volta a 120 por cento até 2020 (mais recentemente revisado para 117 por cento) - o nível desse índice quando a crise começou.

Lições da Crise do Euro

A descrição acima da crise é uma versão “arrumada” de eventos. A realidade foi bem diferente. O primeiro problema foi que o artigo 125 do Tratado de Maastricht especificamente descartou a opção de uma injeção de liquidez (ou *bail-out*) para países com problemas de dívida pública. Esse artigo

foi desenvolvido para eliminar o perigo do que os economistas chamam de “perigo moral”, no qual medidas de alívio aparentemente são toleradas e acabam reforçando a tendência do comportamento anormal que tinha causado o problema em primeiro lugar. Desse modo, já que a crise bancária estava enfraquecendo a estabilidade do setor financeiro em vários países da zona do euro, quando os mercados precisaram ser tranquilizados, os ministros dos 27 Estados-membros tiveram que concordar com a base para qualquer intervenção. Nem a estrutura e nem os meios para uma intervenção estavam claros antes da crise. Quando existiam meios, eles não eram da magnitude necessária para tranquilizar os mercados. Não precisou de um economista ganhador do prêmio Nobel para descobrir que os pacotes de resgate seriam insuficientes para resolver as múltiplas crises concomitantes. Além disso, como o gasto dos fundos foi subordinado a medidas corretivas a serem tomadas pelo destinatário, toda a operação dobrou as causas de incerteza, sem nunca resolver a questão essencial – será suficiente?

Em março de 2012, a União Europeia decidiu reforçar sua governança financeira. O bloco aumentou a possibilidade de implementar um “procedimento de déficit excessivo” e introduziu uma “processo de votação de maioria qualificada reversa” (em que uma decisão só pode ser derrubada por maioria contra) para permitir a imposição de sanções que podem atingir até 0,5 cento do PIB. Um tratado intergovernamental distinto exigiria que os governos limitassem os déficits para até 0,5 por cento do PIB (um por cento se os países tiverem um nível de dívida inferior a 60 por cento), mas com cláusulas de escape para circunstâncias especiais. Estes limites devem ser introduzidos na legislação nacional. As medidas de vigilância e cooperação também foram reforçadas. Ao mesmo tempo, os instrumentos financeiros também foram fortificados. Em maio de 2010, os ministros de finanças da UE tinham criado um esquema de financiamento temporário - o Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (EFSF, sigla em inglês), com um compromisso de capital de €780 bilhões e uma capacidade de empréstimo de €440 bilhões. Em dezembro de 2010 os ministros concordaram com a criação de um permanente Mecanismo de Estabilidade Europeia (ESM, sigla em inglês), com uma capacidade de empréstimo de €500 bilhões, que terá a função substituir o EFSF quando ele deixar de existir em julho de 2013. Visto que o EFSF já emprestou €192 bilhões, a questão em

aberto no momento de publicação desse artigo é se devo analisar o financiamento adicional ESM, elevando o total para €692 bilhões, ou não. Seja qual for a decisão, nunca será suficiente se de fato ocorrer um cataclismo.

Por enquanto, a crise aparentemente diminuiu. Vamos agora examinar brevemente o custo e, em seguida, especular sobre o futuro. Quando a crise começou, eu estava a favor da União Europeia manter a sua postura de ‘*no bail out*’, em parte devido ao argumento do perigo moral e em parte porque havia uma alternativa pronta para ser usada no FMI. Todos os estados-membros da UE são, individualmente, membros do FMI e o FMI tem tanto o direito quanto os meios para intervir. Um argumento é que o FMI não teria os fundos, mas, para isso, ele poderia arrecadar capital. Isso não parece que seria difícil já que os países do BRIC queriam contribuir há algum tempo (para aumentar seu poder de voto) e os estados da UE poderiam ter contribuído também. Com isso resolvido, o FMI poderia ter ido para dentro dos países, intimidando seus governos e mostrando seu ressentimento, e depois ir embora. Em vez disso, a UE interviu nesse processo, apesar do fato de que ela não estava equipada para a tarefa e que não era um ator unitário. Como resultado, a UE tem complicado os planos de resgate e acumulado desaprovações e ressentimentos. O argumento da unidade também teria sido verdadeiro do FMI, mas o FMI não está tentando construir “uma união cada vez mais estreita” como a UE se comprometeu a fazer. Como a desconfiança nas instituições de Bruxelas está crescendo, a participação ativa da UE em vários programas de austeridade vai prejudicar suas chances de garantir referendos para quaisquer alterações futuras que ela precisar, e mover a agenda de reformas fora dos circuitos habituais democráticos só aumentará o desencanto público. A UE ainda pode enfrentar a crise, mas pagaria um preço político que iria muito além do requerido para a absorção e esquecimento dos custos monetários.

Mas isso resolveu a crise? No momento, os mercados estão calmos, mas os mercados não são um barômetro muito confiável. Apesar de, na literatura sobre globalização, eles receberem o *status* de onipotentes e oniscientes, os mercados não tem apresentado um bom desempenho. Nos mercados cambiais, eles presidem oscilações exarcebadas nas taxas de câmbio (tanto *overshooting* como *undershooting*) e eles que há muito ignoram sinais evidentes de dificuldades na capacidade de honrar dívidas de alguns estados. Agora eles deveriam estar tranquilizados pela firmeza da nova abordagem da UE, que foi

primeiramente testada pela dispensa das suas obrigações solenes com Espanha. A Espanha tinha ultrapassado o seu déficit planejado para 2011 (8,5 por cento em vez de 6,0 por cento) e foi planejada para ela uma meta revisada para 2012 (5,8 por cento ao invés de 4,4 por cento). É bom construir exceções na legislação, mas elas serem a primeira ação não é uma boa estratégia política. O governo holandês, até agora um dos “melhores meninos da turma”, tem uma coalizão de governo minoritária que não está conseguindo alcançar os critérios da UE, e, contra os esforços governamentais, uma forte oposição e o Gabinete Central de Planejamento. Ele pode se tornar o segundo país a faltar as suas obrigações. E, se não é a Holanda, existem vários candidatos esperando um tratamento especial.

Outro problema reside no grau de eficácia dos diferentes programas de austeridade. Deflacionar economias que já estão contraindo geralmente serve para agravar a tendência de queda e pode até aumentar o nível do déficit ou da dívida, expresso em relação a um PIB menor. A aparente imunidade dos déficits ao medicamento prescrito pode novamente levar os investidores a questionar a credibilidade dos Estados-Nação, mas não apenas eles. Vários países que tiveram experiências de explosão de crédito nos anos antes da crise também experimentaram inflação nos preços dos ativos, que ainda não foram totalmente ajustados às novas realidades. Na ausência de um reaparecimento do crescimento estável, estes ativos são frequentemente enganosos devido aos valores inflacionados dos balanços bancários. O próximo ataque do mercado pode não ser de desconfiança nos governos, mas de desconfiança nos bancos. Se, por exemplo, os preços habitacionais não se recuperarem na Espanha, uma corrida aos bancos espanhóis ainda pode acontecer, confrontando o governo com as alternativas de desastre financeiro ou a nacionalização dos ativos bancários. Isso poderia precipitar outro *bail-out*, mas desta vez em uma escala muito maior do que qualquer anterior (MCRAE, 2012). Mas, mesmo se superarmos esses problemas, a Grécia ainda existe. É muito difícil acreditar que um país onde o sistema fiscal é ineficiente e a população é ressentida, onde o sonegador de impostos é um herói e o homem honesto, um tolo, irá reduzir o seu nível de dívida soberana a 120 por cento até 2020, executando um orçamento equilibrado até essa data, e que prossiga com essas medidas pelos próximos dez ou vinte anos, até que seu nível de endividamento atinga 60 por cento.

Uma consideração final reside no fato de que, mesmo se a UE resolvesse os problemas da dívida/déficit orçamental, nós não fizemos nada para lidar com a diferença de competitividade que surgiu. É muito difícil eliminar um diferencial de preços de 20 por cento, especialmente sem a opção de desvalorização da moeda. Países do “bloco de ouro” tentaram isso nos anos 1930 e falharam (EICHENGREEN E IRWIN, 2010). Meu palpite é que, para os países mediterrânicos, que estão aprisionados ao euro e sem a opção da proteção doméstica, restará uma base fiscal sólida, mas uma economia estagnada. A alternativa de deixar o euro e a adotar de uma nova (e depreciada) moeda também não é uma opção atraente. Mesmo que o euro sobreviva, para eles não há final feliz dentro ou fora do bloco.

Conclusão

Em maio de 2008, a Comissão Europeia celebrou o décimo aniversário do início da zona do euro (não da moeda circulante) com a publicação de um volume comemorativo. Escrevendo o seu prefácio, o Comissário para os Assuntos Econômicos e Monetários anunciou:

“Uma década após os líderes europeus tomarem a decisão de lançar o euro, temos boas razões para estarmos orgulhosos da nossa moeda única. A União Econômica e Monetária (EMU, sigla em inglês) e o euro são um grande sucesso. Para os seus países membros, a EMU tem ancorado uma estabilidade macro-econômica, aumentando o comércio europeu, a integração financeira e o investimento. Para a UE como um todo, o euro é uma pedra fundamental para uma maior integração econômica e um símbolo poderoso de nossa crescente unidade política. E, para o mundo, o euro é novo e importantíssimo pilar no sistema monetário internacional e um pólo de estabilidade para a economia global.” (EUROPEAN COMMISSION, 2008, iii).

É triste refletir, agora, que o design estava com defeito, a implementação foi incorreta, a gestão, pouco rigorosa, a crise, mal manuseada e o futuro é ainda incerto. Tentar buscar uma solução ainda mais “europeia”, vendo a crise como uma oportunidade, neste momento seria um erro. O público não está pronto para tal estratégia, e provavelmente não perdoará (mais uma) tentativa de fazer as coisas por cima suas cabeças, se não for por trás de suas costas. Para o momento, seria uma conquista considerável manter a estabilidade da moeda única. É possível salvar a zona do euro, ainda que não

necessariamente com a sua atual composição. Uma vez resolvido essas questões, haverá tempo para encontrar soluções estruturais e continuar na estrada que, apesar de todas as suas falhas, tem sido uma das maiores conquistas da história europeia do pós-guerra. E, quando nós oferecermos conselhos para outros, eles podem conter um pouco mais de modéstia e humildade, que foi geralmente o que ocorreu no passado.

REFERÊNCIAS

- BOS, F. (2008) *Use of National Accounts. History, Standardisation and Application in the Netherland*, MPRA Paper 9387, http://mpra.ub.uni-muenchen.de/9387/1/MPRA_paper_9387.pdf
- BLUNDELL-WIGNALL, A. and P Slovik (2011) “A market perspective on the european sovereign debt and banking crisis”. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2, 1-28
- BUIITER, W., G. Corsetti and N. Roubini (1993) “Excessive deficits. Sense and nonsense in the Treaty of Maastricht” *Economic Policy*, 8, 16, 57-100.
- COLLINGON, S. (2004) “The End of the Stability and Growth Pact? “ *International Economics and Economic Policy*, 1, 1, 15-19.
- DER SPEIGEL, *Online International* 2.8.2010
<http://www.spiegel.de/international/europe/0,1518,676634,00.html>
- EICHENGREEN, B.; A. Mody, M. Nedeljkovic, and Lucio Sarno (2009) *How the Subprime Crisis Went Global: Evidence from Bank Credit Default Swap Spreads*, NBER Working Paper No. 14904.
- EICHENGREEN, B and D. A. Irwin (2010) “The Slide to Protectionism in the Great Depression: Who Succumbed and Why?” *Journal of Economic History*, 70, 04, 871-897.
- EHRMANN, M; M. FRATZSCHER, R. S. GÜRKAYNAK and E. T. SWANSON (2011) “Convergence and Anchoring of Yield Curves in the Euro Area”, *Review of Economics and Statistics*, 93, 1, 350-364.
- EUROPEAN POLICY CENTRE (2012) *The Maastricht Treaty – 20 years later*, Event Report dd 16.02.2102
- EUROSTAT (2004) *Report by Eurostat on the Revision of the Greek Government Deficits and Debt Figures*, 4.11.2004
- EUROPEAN COMMISSION (various), *European Economy*, Brussels
- EUROPEAN COMMISSION (2008) *The EMU@10. Successes and Challenges after ten years of Economic and Monetary Union*, Brussels.
- EUROPEAN COMMISSION (2010), *Report on Greek government deficit and debt statistics*, 8.1.2010

- FINGLETON, B (1999) “Estimates of time to economic convergence: an analysis of regions of the European Union” *International Regional Science Review* , 22, 1, 5-34.
- FISCHER, J.; L JONGUN and M. LARCH (2006) *101 Proposals to reform the stability and Growth pact. Why so many?* European economy. Economic papers. No 267, Brussels
- GARRETT, G. (1993)“The Politics of Maastricht” *Economy and Politics*, 5, 2, 105-123
- ISSING, O. (2008) *The Birth of the Euro*, Cambridge.
- JORDAN-WAGNER, J. (1994) “A Historical Analysis of ERM realignments” *Essays in Economic and Business History*, 12, 31-47.
- LANE, P. (2011) *The Irish Crisis*, CEPR Discussion Paper No. DP8287
- LEONARDI, R. (1995) *Convergence, cohesion and integration in the European Union* , New York.
- MCRAE, H. “Why Spain is odds-on for a bailout by the end of the year” *The Independent*, 29.2.2012
- SIESTO, V (1987) “Concepts and Methods involved in the Last Revision of Italy’s GDP” *Labour*, 1, 3, 181-200.

RESUMO

Esse artigo examina a experiência da união econômica e monetária europeia sobre três perspectivas - o design, a implementação e a gestão do euro – antes de explorar as implicações da crise atual.

PALAVRAS-CHAVE

Euro; Crise; União Europeia