



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

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

**Manuel Farto
Henrique Morais**

A CRISE DAS DÍVIDAS SOBERANAS resulta de um número considerável de factores que se foram desenvolvendo ao longo de mais de uma década e onde se incluem a globalização e liberalização financeira, as práticas de alto risco nos mercados de crédito encorajadas pelas condições de crédito fácil e barato (2002-2008), os desequilíbrios do comércio internacional e a existência e desenvolvimento de bolhas especulativas no imobiliário. A crise financeira global de 2007 e a assumpção de dívidas e socialização de perdas por parte dos governos para apoio a bancos em perigo e outros interesses privados e as políticas orçamentais expansionistas, pouco preventivas, implementadas para combater a recessão global de 2008, constituem, a nosso ver, as causas próximas da crise que enfrentamos.

No início de 2010 a tensão nos mercados da dívida eleva-se consideravelmente em relação a alguns países de dívida elevada e défices internos e externos importantes, obrigando alguns europeus, entre os quais se contam os quatro países frequentemente denominados por “países da coesão”, a solicitar ajuda externa. Entra-se então num dos mais conturbados períodos da história financeira da Europa e à maior crise do euro desde a sua fundação, antecipando, para alguns analistas, o fracasso da nova moeda.

A partir de meados de 2012 assiste-se à reversão deste movimento devido à alteração das políticas macroeconómicas, à obtenção de alguns resultados nos esforços de consolidação orçamental e nas reformas estruturais e à intervenção mais decidida dos *leaders* europeus altamente preocupados com as consequências, eventualmente desastrosas, que o alastrar do contágio a países de dimensão considerável como a Espanha e a Itália fazia prever. A zona euro estabilizou-se do ponto de vista da confiança internacional em relação a dívida soberana, iniciando as taxas de juro um

	PIB (variação) 2007-2013 (%)	PIB per capita (perda %)	Desemprego (aumento) (pp.)
Grécia	-21,7	-22,4	17,1
Antigua e Barbuda	-19,6	-21,4	-
Itália	-7,4	-10,4	5,0
Portugal	-7,1	-7,7	8,1
Croácia	-6,5	-5,8	3,9
Espanha	-5,5	-8,8	16,8
Eslovénia	-5,5	-6,1	4,1
Irlanda	-5,2	-9,2	9,9
St. Kitts e Nevis	-4,6	-22,4	17,1
Grenada	-4,0	-21,4	-
Estónia	-3,6	-3,4	4,4
Hungria	-3,4	-2,2	2,8
Dinamarca	-3,0	-5,5	1,5
Jamaica	-2,7	-4,9	3,2
St. Vincent e Grenadines	-2,0	-2,6	-
Reino Unido	-1,7	-5,6	2,7
Islândia	-1,5	-7,2	4,7
Barbados	-1,4	-2,8	2,6
Finlândia	-1,1	-3,9	0,9
Bahamas	-0,4	-6,9	1,6

Taxa de variação da queda do produto, aumento do desemprego e PIB per capita.

Fonte: *World Economic Outlook* do Fundo Monetário Internacional.

movimento que foi diminuindo os riscos de contágio. No final de 2012 dos 17 Estados-membros da zona euro, cinco tinham pedido ajuda externa. Sendo certo que a crise se estendeu bem para além das fronteiras da moeda única torna-se indispensável precisar a sua extensão.

A extensão da crise

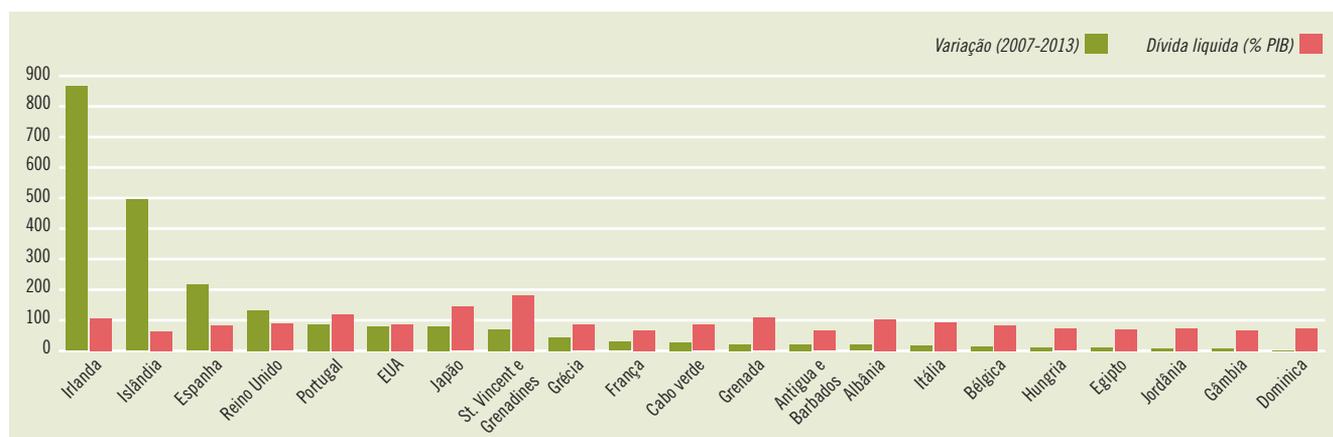
Não sendo questionável o carácter internacional da presente crise, devemos sublinhar o facto de o seu impacto ser muito diferenciado entre os diversos países, atingindo com particular incidência os países mais desenvolvidos.

Em 2013, de entre 98 países para os quais o Fundo Monetário Internacional nos apresenta informação, podemos constatar que o grupo

dos *grandes devedores* (rácio da dívida superior a 60% do PIB) era constituído por 26 países dos quais cinco viram a sua dívida reduzir-se no decurso do período entre 2007 e 2013, ao mesmo tempo que o subgrupo de países desenvolvidos regista um maior agravamento das suas dívidas (da França com 44% à Irlanda com 867%). Os restantes observaram um agravamento significativo mas não dramático com valores muito inferiores.

O gráfico *Dívida pública* apresenta a dívida e a sua variação para os 21 países que viram as suas dívidas agravadas, dos quais a maioria é constituída pelos países desenvolvidos.

A desigualdade nos impactos da crise manifesta-se igualmente noutras variáveis designadamente



Dívida pública. Fonte: *World Economic Outlook* do Fundo Monetário Internacional.

na taxa de crescimento do produto. Dos 187 países considerados no *World Economic Outlook* (WEO) do Fundo Monetário Internacional (FMI) de Outubro de 2012 apenas 32 países tiveram no período 2007-2013 uma taxa de crescimento inferior a 2% do PIB a preços constantes, 8 tiveram igual ou superior a zero e 24 tiveram um decréscimo real do produto.

Por outro lado, de 182 países, 143 melhoraram o seu rendimento *per capita* no período referido, tendo os restantes obtido um resultado negativo no período, dos quais 22 tiveram uma quebra do produto *per capita* superior a 5% e mais de metade (20) são países europeus.

“
Não sendo questionável o carácter internacional da presente crise, devemos sublinhar o facto de o seu impacto ser muito diferenciado entre os diversos países, atingindo com particular incidência os países mais desenvolvidos.
 ”

A tabela *Taxa de variação da queda do produto, aumento do desemprego e PIB per capita* apresenta três variáveis reais importantes para os 20 países cuja taxa de variação do produto é negativa. Dois grupos emergem imediatamente, 13 países europeus desenvolvidos e seis micro-países dependentes do turismo e de actividades financeiras *offshore*. Os países mais atingidos pela crise são claramente os países do euro (oito) aos quais de juntam em situação menos grave a Islândia, o Reino Unido e Dinamarca, Croácia e Hungria. Os Estados Unidos da América que se seguiriam na lista viram o seu PIB *per capita* estagnar neste mesmo período.

A crise internacional que presentemente enfrentamos é, antes de mais, uma crise do euro, contagiando a Europa e os países desenvolvidos com repercussões noutros territórios mais sensíveis.

Este contágio, mais do que uma possibilidade, já amplamente discutida no WEO de Outubro de 2012, é hoje uma realidade que se manifesta designadamente nas revisões em baixa das previsões da actividade económica de vários países levada a cabo por várias instituições internacionais entre as quais o FMI (Janeiro de 2013), embora apenas para a área do euro se preveja uma recessão.

A análise da evolução da crise com base no movimento da dívida e dos défices orçamentais permite precisar as causas próximas e identificar algumas das suas particularidades.

A dívida soberana e a evolução da crise

A evolução da crise pode ser observada através da dinâmica da dívida e do défice orçamental tomando como base os limites de Mastrich e a consideração dos 100% como um limiar crítico para a sustentabilidade como referência. A combinação do rácio da dívida em percentagem do PIB (d) com o saldo corrente em percentagem do PIB (so) permite a caracterização da situação dos países do seguinte modo:

- insustentável ($d > 100$ e $so > 3$);
- crítica ($d > 100$ e $so < 3$ e $d > 60$ e $so > 3$);
- preocupante ($d > 60$ e $so < 3$ e $d < 60$ e $so > 3$);
- confortável ($d < 60$ e $so < 3$).

Partindo desta caracterização geral podemos observar o evoluir da crise em 26 países desenvolvidos (classificação do FMI), mais afectados pela presente crise, tomando como referência o quadro *Rácio da dívida*.

Do ponto de vista da dívida pública a situação inicial (2007) pode caracterizar-se, em geral, para estes 26 países como absolutamente confortável. De facto 20 dos 26 países estão na zona de conforto, apenas quatro (Bélgica, Israel, Itália e Japão) se situam numa situação que exige precaução devido à dimensão da dívida mas tendencialmente controlada por uma situação orçamental confortável e apenas dois países se encontram numa situação um pouco mais delicada. Portugal em 2007 apenas ligeiramente ultrapassava os limites (60% para a dívida e 3% para o saldo orçamental) enquanto a Grécia já nessa época enfrentava um claro problema de insustentabilidade da dívida (superior a 100%).

Em 2008 surgem os primeiros efeitos da crise financeira internacional com nove países a registarem défices superiores a 3%, três dos quais (Israel, França e Japão), por terem dívidas elevadas, a juntarem-se a Portugal na zona crítica.

Em 2009 faz-se sentir com toda a força as consequências da socialização dos custos da crise, do aumento dos juros e das medidas expansionistas para combater a crise o que leva 17 países a ultrapassarem o limite para o défice. O Japão entra na zona de insustentabilidade e quatro novos países (Bélgica, Itália, Reino Unido e EUA) juntam-se aos que se encontravam na zona crítica.

Em 2010 prossegue este movimento, alcança-se o topo da crise, com 17 países a ultrapassarem o limite do défice e a Irlanda e Islândia a juntarem-se ao grupo de países da zona crítica agora com nove (apenas dois em 2007).

O ano de 2011 marca uma reorientação no sentido da austeridade, acentuando os fenómenos pró-cíclicos. O número de países com défices para além do limite reduz-se para 12 com a Itália, Islândia e Bélgica a saírem da zona crítica para a zona de precaução, reforçando-se igualmente a zona de conforto.

Em 2012 acentua-se este movimento de correcção com apenas oito países a ultrapassar o limite do défice ao mesmo tempo que se observa a degradação da situação noutros países como resultados de dinâmicas negativas estabelecidas. Assim, reduz-se substancialmente a zona crítica com a saída da França, Islândia e Israel apesar da entrada nesta zona da Espanha com o progressivo agravamento da sua dívida, anteriormente muito baixa. Ao mesmo tempo que Portugal e Irlanda países já sob intervenção devido ao aumento da dívida passam a situar-se numa região de insustentabilidade.

Em 2013 prossegue a orientação no sentido de austeridade com apenas seis países a ultrapassarem os limites do défice com três na zona de insustentabilidade (com a saída da Irlanda devido ao controle orçamental já estabelecido) aí permanecendo a Grécia, Japão e Portugal, e mantendo-se na zona crítica apenas a Espanha e os EUA, saindo o Reino Unido.

A situação a que chegamos em 2013 caracteriza-se por um aumento geral da dívida soberana. A esmagadora maioria dos países desenvolvidos viu a sua dívida aumentar ou aparecer e muito poucos passaram ao lado da crise, embora a Finlândia e Noruega tenham aumentado as suas reservas e a Suíça reduzido a sua dívida de maneira muito significativa.

Neste percurso foi visível tanto a lentidão como a incoerência da política económica com orientações muito diferenciadas em curtos períodos o que contribuiu para o aumento da desconfiança tanto em relação à capacidade dos países em cumprirem os seus compromissos como na política económica em proceder aos ajustamentos que se impunham. Esta desconfiança assumiu níveis e consequências particularmente graves nalguns países membros da zona euro. ■

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rácio da dívida > 100, saldo orçamental > 3	1	1	2	2	2	4	3
Rácio da dívida > 100, saldo orçamental < 3	0	0	0	0	0	0	0
Rácio da dívida > 60, saldo orçamental > 3	1	4	7	9	6	3	2
Rácio da dívida > 60, saldo orçamental < 3	4	2	0	0	3	5	7
Rácio da dívida < 60, saldo orçamental > 3	0	4	8	6	4	1	1
Rácio da dívida < 60, saldo orçamental < 3	20	15	9	9	11	13	13

Rácio da dívida e saldo orçamental, 2007-2013. Fonte: *World Economic Outlook* do Fundo Monetário Internacional.