

## **Europa: Sai Câmbio Nominal, Entra Câmbio Real**

Rubens Penha Cysne

23 de Julho de 2010

Introduzido como meio de conta ao início de 1999, e depois como meio de troca ao início de 2002, não há dúvida que o Euro simplificou em muito as transações nos 16 países (dos 27 da União Européia) que o adotaram. Resolveu-se o problema das variações do câmbio nominal, fixando-se uma taxa inicial de troca para as diferentes moedas. Mas permanece, e tem se acentuado, o problema das variações de câmbio real entre as diferentes economias. Pode ser vista desta forma a origem dos problemas atuais do Euro.

Para entendermos este tipo de arrazoado, tomemos dois grupos de países. O primeiro (grupo 1) com uma moeda e o segundo (grupo 2), inicialmente, com outra moeda. Para fixar as idéias, pense no grupo 1 como constituído por Alemanha e França; e o grupo 2 incluindo Portugal, Itália, Grécia, Espanha e Irlanda. Definidos desta forma, o grupo 1 se caracteriza hoje em dia por um superávit na conta corrente do balanço de pagamentos da ordem de 2% do PIB, o grupo 2 mostrando um déficit em torno de 4,9% do PIB.

Suponha que, no primeiro grupo, elevados investimentos em pesquisa e desenvolvimento, associados a um significativo estoque de capital humano, propiciem fortes elevações de produtividade período a período. E que no segundo grupo isto não se dê, ou se dê em escala sensivelmente inferior.

Com o passar do tempo será natural que, em função dos maiores aportes de produtividade, os países do primeiro grupo sejam capazes de vender mais e mais barato para os países do segundo grupo. Ou, equivalentemente, de vender produtos melhores pelo mesmo preço. Para impedir que tal fato leve a uma elevação desenfreada das importações líquidas dos países do grupo 2, os países deste grupo terão como variável de ajuste a majoração instantânea do preço de todos os produtos importados. Isto se dá desvalorizando-se sua moeda frente à moeda usada pelos países do grupo 1.

Em sendo possível, tal medida fomenta também as exportações do grupo 2 para o grupo 1, tendo em vista que cada unidade monetária do grupo 1 vendida ao exterior se refletirá agora, para os exportadores do grupo 2, em mais unidades monetárias domésticas. Torna-se relativamente fácil, portanto, equilibrar as contas externas do grupo 2 através da majoração do preço da moeda externa de referência (desvalorização cambial).

O exemplo supracitado pode também ser visto como refletindo uma situação na qual há, inicialmente, uma valorização da taxa de câmbio real do grupo 2 ( $Z_2$ ). Admite-se que se partiu de uma situação anterior de equilíbrio ( $Z_2=1$ ) e que, com o passar do tempo, as menores elevações de produtividade dos países do grupo 2 tenham dado origem (mantido o valor do câmbio nominal) a uma elevação de seus preços relativos.

Um pouco mais formalmente, o câmbio real dos países do grupo 2 se define como  $Z_2 = E \cdot (P_1/P_2)$ , sendo E o preço da moeda do grupo 2 em unidades monetárias do grupo 1; P1 o índice de preços dos produtos dos países do grupo 1; e P2 o índice de preço dos produtos produzidos pelo grupo 2. Os maiores aportes de produtividade dos países do grupo 1, relativamente aos países do grupo 2, fazem com que a razão P1/P2 tenda a cair com o passar do tempo. Com E fixo, isto reduz Z2, ou seja, valoriza-se o câmbio real dos países do grupo 2.

Havendo duas moedas na economia, uma desvalorização do câmbio nominal dos países do grupo 2 poderia ser usada para resolver este problema. No caso, a elevação relativa de E deveria se contrapor exatamente à queda de P1/P2, restaurando o câmbio real do grupo 2 ao seu valor original.

A menos do fato de que existia uma moeda para cada economia (e não apenas duas moedas, com uma para cada grupo), este tipo de ajuste reflete aproximadamente o que ocorria anteriormente à introdução do Euro, separando de um lado países com altos aportes de produtividade e países não tão dinâmicos. A introdução do Euro eliminou a possibilidade de correção de tais desequilíbrio através de desvalorizações do câmbio nominal E. Agora, quando P1/P2 cai, não há como trazer Z2 tão facilmente ao seu valor original. De fato, a nova moeda comum a ambos os grupos (o Euro) troca-se à razão imutável de 1:1.

Mas persiste, agora majorada pela maior dificuldade de reversão, a variabilidade do câmbio real. Como dito ao início deste artigo, a introdução do Euro eliminou as dificuldades geradas pelas diferentes moedas e suas respectivas taxas nominais de câmbio. Mas ao custo de tornar menos contornáveis as dificuldades geradas pelas diferentes taxas de aportes de produtividade. Isto não seria tão problemático se as economias compartilhassem de culturas e modos de produção razoavelmente semelhantes. Mas, sabe-se explicitamente hoje em dia, isto não é o que ocorre.

Teoricamente, na inexistência de correções através de desvalorizações cambiais, duas alternativas restariam a países como a Grécia, que hoje em dia apresenta um déficit da conta corrente do balanço de pagamentos da ordem de 11,2% do PIB (o que se contrapõe a um superávit de 4,8% do PIB da Alemanha). Primeiro, uma queda de salários nominais; segundo, migração de mão de obra para países com aportes de produtividade mais elevados (como, no caso brasileiro, dos trabalhadores do nordeste que migram para o sudeste).

Nenhuma das duas soluções apresentadas acima é de fácil implantação. A primeira, como mostrou John M. Keynes em 1936, devido à falta de quem puxe a fila da queda salarial. Além de impopular, há necessidade de coordenação central, esta tarefa tão naturalmente exercida pelas taxas de câmbio e de tão difícil consecução através de outros mecanismos. A segunda, porque há ainda várias restrições culturais, lingüísticas, e mesmo políticas para uma efetiva migração de mão de obra entre os países que adotaram o Euro como moeda.

Uma terceira opção, a Grécia deixar o Euro em momento de crise, traria nefastas conseqüências para este país. Quando se trata de união monetária, entrar é muito mais fácil do que sair. Tivesse o Brasil seguido o conselho de alguns economistas ao final dos anos 90 e instituído uma zona monetária comum no Mercosul, teríamos estado na difícil situação da

Alemanha (de financiadora de desequilíbrios externos) quando da abrupta moratória argentina ocorrida em 2001.

Estabelece-se desta forma o dilema de longo prazo do Euro. De um lado, há os países com contínuos aportes de produtividade, dos quais são exemplos usuais a Alemanha e a França (estes dois países juntos tem um Produto Interno Bruto ao redor de EUR 6 trilhões). De outro lado, com menores ganhos de produtividade ao longo do tempo, situam-se Portugal, Itália, Grécia, Espanha e Irlanda (com um PIB total de EUR 4,3 trilhões). O dilema da união monetária perpetrada após o Acordo de Maastricht pode então ser descrito como decorrente de uma desvalorização paulatina e acentuada do câmbio real do primeiro grupo de países (os mais produtivos), relativamente ao segundo.

Trata-se de problema de difícil solução. O teto de 3% do PIB para déficits públicos estabelecido quando da criação do Euro, além do difícil controle, não atende ao que se precisa para fazer frente a aportes diferenciados de produtividade. Não se tratando de 16 países unidos por uma efetiva confederação, a união monetária europeia deu ênfase prática apenas a variáveis de cunho macroeconômico, a eficiência do gasto público ficando fora de controle ou coordenação central. Isto posto, alguns países acabam por gastar relativamente mal os recursos públicos, em geral majorando ainda mais os desequilíbrio de produtividade.

A solução passa por uma coordenação de política fiscal que permita contrabalançar tais tendências. Não apenas do ponto de vista do equilíbrio macroeconômico, mas também, e principalmente, no que diz respeito ao controle da qualidade do gasto público. Há de se ter instituições orçamentárias ágeis e eficientes. Paralelamente, duas medidas podem ajudar na reversão do quadro de urgência a que se chegou. Primeiro, o que para muitos europeus se enquadraria no princípio de que não se faz um omelete sem quebrar os ovos, redução das barreiras à migração de mão de obra. Segundo, restrições a elevações de salários e benefícios naqueles países com maiores déficits nas contas públicas e no balanço de pagamentos.

**Rubens Penha Cysne (<http://www.fgv.br/professor/rubens>) é Diretor da EPGE/FGV.**