

# EURO: Inflação, bolsa país ou dois euros?

**Rubens Penha Cysne**

---

Ao eliminar a taxa nominal de câmbio como elemento de ajuste entre (atualmente 17) economias bastante heterogêneas, sem garantias de ordem microeconômica, coordenação fiscal em particular, o Acordo de Maastricht acabou por gerar um problema de longo prazo que ameaça a sobrevivência do euro.

E pensar que ao final dos anos 1990 alguns economistas, eufóricos com a criação do euro, sugeriram uma área monetária comum no Mercosul. Se levada às últimas consequências, tal sugestão teria gerado para o Brasil os problemas agora enfrentados pela Alemanha, com a Argentina em 2000/2001 tendo feito o papel da Grécia.

Para alguns países, de certa forma o euro funcionou como uma espécie de pré-sal monetário. Gerou uma confiança financeira passageira que acabou por postergar a consecução de importantes reformas, causando perdas importantes

de competitividade e elevados déficits na conta-corrente do balanço de pagamentos.

Em termos técnicos, o problema do euro se materializa de forma bastante simples. Economistas, ao criar uma zona monetária, têm o poder de eliminar a taxa nominal de câmbio entre diferentes regiões. Mas não de eliminar a taxa real de câmbio, que nesse caso se mede em termos dos preços relativos de bens e serviços produzidos em cada país. Ocorre que uma variável fundamental nessa determinação é dada pelos aportes de produtividade, que têm diferido substancialmente na área do euro.

## **Risco**

Com alguns países mais produtivos que outros, se estabelece um desequilíbrio de longo prazo na conta-corrente do balanço de pagamentos que se reflete, em última instância, na criação de elevados passivos externos líquidos nos países menos produtivos. Nesse caso, basta um pequeno choque interno ou externo, como ocorreu em 2008, para colocar em risco a solvência soberana das economias menos comedidas. Isso leva a problemas que precisam ser enfrentados pelos países da zona monetária como um todo.

Na ausência da correção por desvalorização cambial, fato que coordena perdas internas de poder aquisitivo

de forma extremamente eficiente, restaurando a competitividade daqueles cuja moeda se desvaloriza, há alternativas para se enfrentar o problema com diferentes graus de dificuldade.

No que se segue, denotaremos por Alemanha (ou países de mais alta produtividade) o conjunto de países envolvendo não apenas a própria, mas também a Holanda, Luxemburgo, Bélgica, Finlândia e França. E por Grécia os países que atualmente se encontram em diferentes graus de dificuldade incluindo, entre outros, além da própria Grécia, Espanha, Portugal, Irlanda e Itália.

Como enfrentar o problema presente de possível insolvência de alguns países? A possibilidade mais radical seria deixar esses países trilharem seu próprio caminho de insolvência. Além do efeito “bola de neve” e das fortes perdas de produto, entretanto, o problema com tal alternativa é que de certa forma uma área monetária comum pressupõe algum grau de coordenação e solidariedade entre economias, fato do qual se estaria abrindo mão.

Uma segunda alternativa estaria na queda de salários nominais nas economias menos produtivas. Isso, entretanto, faz parte do conjunto de medidas de fácil citação e difícil realização. Primeiro, como nos ensinou Keynes há longo tempo, devido à grande necessidade de coordenação exigida por tal tipo de medida. Segundo, devido ao forte grau de inadimplência interna que a queda dos fluxos de renda geraria. Os salários caem, mas as dívidas permanecem.

### **Desemprego**

Uma terceira alternativa seria uma política monetária do Banco Central Europeu mais voltada para o desemprego dos países de baixa produtividade do que para o controle inflacionário demandado pelos países de alta produtividade. Trata-se do simétrico da alternativa anterior, posto que uma elevação dos salários nominais na Alemanha (onde o desemprego é menor) teria efeito de competitividade (dentro da zona do euro) algo equivalente a uma queda de salários nominais na Grécia (onde o desemprego é maior e portanto, a princípio, a inflação seria menor). Mas um euro com inflação é a negação do euro da forma como inicialmente concebido.

Para alguns países,  
o euro foi uma  
espécie de pré-sal  
monetário. Gerou  
confiança financeira  
passageira que  
acabou por adiar  
reformas

Uma quarta alternativa se daria por meio de elevadas taxas de migração dos países de baixa produtividade para os países de alta produtividade. Barreiras sociais, de costumes, linguísticas e políticas, entretanto, dificultam fortemente tal estratégia.

Uma quinta possibilidade, também uma negação das intenções iniciais de Maastricht, seria a cisão do euro em dois euros, o “euro forte”, da Alemanha, e o “euro fraco”, da Grécia. Como disse um economista europeu, com dose de ironia, “se o euro é bom, porque não ter dois, ao invés de um?”.

A ideia tem cativado algumas mentes em função de um apelo macroeconômico preliminar: o ganho de competitividade gerado pela

## Como enfrentar a insolvência de alguns países? A possibilidade mais radical seria deixar que trilhassem seu caminho de insolvência

queda de rendimentos reais (em termos de euro forte) dos países que adotassem a moeda fraca. De fato, isso poderia corrigir parcialmente os desequilíbrios dos respectivos balanços de pagamento em transações correntes, tendo em vista que como parte do plano o euro fraco já nasceria desvalorizado em relação ao euro forte.

Da forma como usualmente citada, a proposição traz três anexos complementares. Primeiro, permitiria uma futura volta dos países que aderirem ao euro fraco ao forte, ainda que sujeita a escrutínio muito mais restrito do que aquele introduzido após Maastricht. Segundo, as duas moedas seriam emitidas pelo atual Banco Central Europeu. Terceiro, e mais

importante, as dívidas anteriormente denominadas em euro forte permaneceriam denominadas nessa mesma moeda, fato evidentemente do agrado dos credores e desagrado dos devedores.

### Dificuldades

Ainda que represente uma possibilidade concreta de evolução dos fatos, as chances de sucesso de tal estratégia são reduzidas. Além dos problemas de ordem de reputação e política, há duas dificuldades técnicas. Primeiro, há o de explicitação da queda da relação salário/dívida externa da parte dos países que aderissem ao euro fraco. Segundo, a expectativa dominante seria de que a primeira desvalorização do euro fraco em relação ao forte poderia ser seguida por outras. Isso implicaria uma tendência natural dos países como um todo (e não apenas daqueles mais produtivos) a utilizar o euro forte nas transações, reduzindo a demanda pelo fraco e tornando difícil não gerar inflação na nova moeda.

A sexta possibilidade seria a manutenção de uma “bolsa país” da Alemanha para a Grécia, suficientemente longa para tornar possíveis os ajustes macro e microeconômicos necessários. A configuração (principalmente para reduzir o custo político na Alemanha) seria majoritariamente de empréstimo de longo prazo, mas um componente de simples transferência seria inevitável.

O problema maior desta estratégia é dar aos países com menor produtividade a sensação de que situações difíceis serão novamente remediadas no futuro, incentivando a manutenção de um poder aquisitivo interno artificialmente elevado e postergando os ajustes macroeconômicos necessários. A visão desse incentivo perverso e de uma dependência econômica de longo prazo cria óbvias e fortes resistências políticas daqueles que pagam impostos nos países mais ricos.

Como se vê, os problemas atuais do euro não têm uma solução trivial. 