



Instituto Superior de Economia e Gestão

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

DESDE 1911

MESTRADO
DESENVOLVIMENTO E COOPERAÇÃO
INTERNACIONAL

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

DANÇAR TANGO NO MONTE OLIMPO: UMA COMPARAÇÃO
ENTRE CRISES E PLANOS DE AJUSTE ESTRUTURAL
ENTRE ARGENTINA E GRÉCIA

GIULIA FERRARI

SETEMBRO - 2012



Instituto Superior de Economia e Gestão

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

DESDE 1911

MESTRADO EM DESENVOLVIMENTO E COOPERAÇÃO INTERNACIONAL

TRABALHO FINAL DE MESTRADO DISSERTAÇÃO

**DANÇAR TANGO NO MONTE OLIMPO: UMA COMPARAÇÃO
ENTRE CRISES E PLANOS DE AJUSTE ESTRUTURAL
ENTRE ARGENTINA E GRÉCIA**

GIULIA FERRARI

ORIENTAÇÃO:

MARIO GOMEZ OLIVARES

SETEMBRO - 2012

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	1
1. PERSPECTIVA HISTÓRICA DUMA CRISE: THIS TIME IS NOT DIFFERENT	3
2. ARGENTINA 1990-2002: O DIFÍCIL INÍCIO DE SÉCULO.....	6
3. GRÉCIA 2010: A ARGENTINIZAÇÃO HELÉNICA	13
4. COMPARAÇÃO ENTRE OS PROGRAMAS DE AJUSTAMENTO E A RESOLUÇÃO DA CRISE: HÁ ESPERANÇA?	26
CONCLUSÃO	30
NOTAS BIBLIOGRÁFICAS.....	31
ANEXOS.....	32

INTRODUÇÃO

A finalidade de este ensaio é comparar a maneira como foi abordada a crise da dívida soberana Argentina no começo da década de 2000 e a forma como de um modo similar, guardando as distancias, se está a enfrentar a crise grega. Olhando para crise financeira e económica iniciada em 2007, que despoletou e pôs a nú as dificuldades económicas e financeiras do país berço da civilização ocidental, tudo indica que vai demorar ainda bastante tempo a passar.

Neste trabalho irei apoiar-me fundamentalmente em artigos e análises de vários autores que ao longo dos anos estudaram as crises de maneira geral do ponto de vista histórico e em estudos mais específicos dos casos em questão, para além de documentos oficiais dos organismos internacionais envolvidos na gestão das duas emergências.

Não pretendo fazer uma análise quantitativa, nem comparar as economias na sua visibilidade estadística, minha condição de linguista restringe atingir resultados satisfatórios, mas deixar claro o fenómeno qualitativo que representa o estudo dos programas de ajuste e o seguimento na sua vertente histórica. Fazendo esta salvaguardia, vou analisar em primeiro lugar, os acontecimentos que levaram à actual crise económica, enquadrando-a numa perspectiva histórica geral.

No segundo e terceiro capítulo vou falar dos dois casos em específico, analisando as causas das crises, os programas de ajustamento seguidos, assim como as medidas tomadas e a sua eficácia.

No quarto capítulo vou comparar as duas situações tentando realçar semelhanças, diferenças e possíveis lições a aprender da experiência argentina. Escolhi a Argentina porque, embora haja diferenças óbvias nos contextos, nas trajetórias e nas tribulações deste país latinoamericano, elas são semelhantes com a grega, porque a matriz programática da intervenção pedida na forma de resgate é a mesma.

A minha intenção não é afirmar que as duas crises são iguais, mas que foram similarmente abordadas e que, assim como no caso argentino os sucessivos planos acabaram por não conseguir resolver a situação, o mesmo pode vir a acontecer para a Grécia, e que portanto podia-se olhar para a experiência do país latinoamericano para

evitar erros na gestão da crise grega. Uma conclusão preliminar será, que olhando para a Argentina vemos o rosto do desespero de um país, que bem se esforça para sobreviver à sua tragédia, mal ajudado pelos deuses do Olimpo, ao parecer resignados, encadeados no castigo que emerge da comédia do ajustamento, uma comédia vivida como a fatalidade dos deuses da austeridade.

1. PERSPECTIVA HISTÓRICA DUMA CRISE: THIS TIME IS NOT DIFFERENT

A crise dos *Subprime* nos Estados Unidos que deu origem à crise financeira dentro da qual estamos desde 2007 é apenas a última de uma longa série, assim como os episódios de *default* na dívida externa de quase todos os países do mundo.

Centrando-nos só nos últimos 2 séculos e olhando apenas para Europa e América Latina, notamos como quase a totalidade dos países declarou *default* pelo menos uma vez (Argentina e Grécia, os países em análise nesta dissertação, respectivamente 7 e 5 vezes), alguns passando várias décadas, cumulativamente, em situação de falência ou reestruturação da dívida.

Reinhart e Rogoff (2008) também realçam como, historicamente, períodos de elevada mobilidade nos fluxos de capital deram lugar a crises internacionais do sistema bancário, e que factores económicos globais tais como os preços das mercadorias ou as taxas de juros de países considerados centrais têm grande influência nesses eventos, dando origem a fenómenos de contágio para o resto do mundo.

Para além disso, num ensaio mais recente (2011) sobre as relações entre crises financeiras e a dívida, afirmam que historicamente as crises do sector bancário precedem de pouco, ou são contemporâneas, às crises da dívida soberana.

Também Kindleberger e Aliber (2005) oferecem uma perspectiva histórica do fenómeno das crises financeiras.

Os autores, citados anteriormente, realçam como os anos a partir de 1970 viram uma volatilidade dos preços (seja de mercadorias, de dinheiro, de produtos financeiros..) e uma frequência e violência das crises financeiras inéditas.

De maneira geral, as crises durante estes anos tiveram origem na implosão de bolhas nos mercados imobiliários e de capitais (em vários casos ao mesmo tempo ou logo a seguir uma da outra) ou na repente e profunda desvalorização de algumas moedas nos mercados financeiros.

Estes episódios na maior parte dos casos estavam relacionados com repentinas mudanças no ambiente económico, principalmente com vagas de inovação financeira e liberalização dos mercados.

Tipicamente, antes do explodir numa crise há uma fase de forte expansão económica, durante a qual os investidores, à procura de ganhos a curto prazo relacionados com o aumento dos preços no setor imobiliário ou acionário, entusiasmam-se: o dinheiro é bastante e fácil de encontrar e as perspectivas sobre os lucros dos investimentos parecem ótimas. Desta maneira, a disponibilidade deles para emprestar dinheiro é muito maior, e dificilmente alguém pára para reflectir sobre a possibilidade que, caso o fluxo de capitais se interromper por alguma razão, alguns devedores poderiam não ter condições para pagar as dívidas.

Este tipo de euforia passa rápido e facilmente dum mercado para o outro, especialmente num contexto de globalização e interdependência financeira como o dos últimos anos.

Os autores antes citados realçam ainda como as autoridades, nestes momentos, podem reconhecer que algo de extraordinário está a acontecer e que se assemelha a outros momentos de euforia antecedentes a crises no passado, mas é aqui que o fenómeno “This time is different” acontece: “sim, é verdade, noutros momentos, noutros países, fenómenos como este levaram a grandes dificuldades, mas desta vez vai ser diferente”.

Portanto, até que o *boom* continue, os preços aumentam junto com a velocidade dos pagamentos.

Contudo, quando a euforia diminui, alguns credores desejam obter uma maior liquidez, mudando de atitude e começando a vender. Desta maneira, os preços começam a descer, nalguns casos até rapidamente. Quanto mais os preços descem, mais investidores querem vender para tentar fazer com que as perdas não sejam tão grandes. Alguns dos investidores menos precavidos podem falir.

A este ponto, um acontecimento específico dá geralmente o começo à crise (a bancarrota numa instituição financeira, por exemplo) e a situação desmorona.

É bastante fácil encaixar a crise atual vinda dos empréstimos *subprime* estadunidenses no modelo acima referido.

O crescimento económico dos primeiros anos do novo milénio foi grande e, nos Estados Unidos, criou-se uma bolha no mercado imobiliário, com relativo grande aumento de concessão de empréstimos de tipo *subprime*, de maior risco e com maiores juros, porque foram pensados para quem normalmente não tinha acesso aos mesmos.

Alguns bancos de investimentos viram uma possibilidade de grandes ganhos no mercado dos empréstimos para a habitação; começaram a ser criados produtos

financeiros complexos juntando *corporate bonds com mortgage-backed securities* (MBOs). Estes productos que garantiam alta rentabilidade a curto prazo sem riscos aparentes foram vendidos nos mercados internacionais, transferindo assim o risco dos devedores para os compradores dos productos.

Quando, por fim, a bolha rebentou e o financiamento dos possuidores de empréstimos *subprime* ficou problemático, levando a um elevado número de insolvências, já ninguém queria os MBOs. O banco de investimentos Lehman Brothers declarou falência, Bear Stern e Merrill Lynch foram vendidos a outros bancos e Goldman Sachs e Morgan Stanley decidiram tornar-se bancos comerciais.

Estes acontecimentos tiveram consequências desastrosas nos mercados internacionais que levaram à crise financeira em que ainda hoje nos encontramos.

Os governos tiveram que intervir de várias maneiras para estabilizar o setor bancário, através de planos de resgate que muitas vezes passaram pelos mercados obrigacionários, aumentando portanto o nível das próprias dívidas externas.

Para além disso, no caso dos bancos europeus criou-se um círculo vicioso devido ao facto desses mesmos bancos, largamente expostos às dívidas soberanas, ao recorrer à ajuda dos países iam agravar o problema inicial, como realça Martin Feldstein (2011).¹

Quando a situação da dívida se deteriora, os investidores requerem maiores taxas de juro para compensar os riscos elevados.

Afinal, o peso das massivas intervenções dos estados acaba por incidir sobre os contribuintes e tem efeitos devastadores na a economia real.

Como aparentemente é óbvio, desta vez também, afinal, não foi diferente.

¹ Feldstein, M. (2011) The Failure of the Euro, *Foreign Affairs*, Dezembro

2. ARGENTINA 1990-2002: O DIFÍCIL INÍCIO DE SÉCULO

Tal como outros países da América Latina, a Argentina saiu da década de '80 numa difícil situação económica, marcada entre outros factores pela *hiperinflação*.

Todos os países da área foram encorajados pelas instituições internacionais a criar e implementar medidas que fizessem transitar as economias para um modelo de desenvolvimento impulsionado pelo mercado e a iniciativa privada.

Assim, Argentina inaugurou uma série de reformas nesse sentido, da qual fazia parte uma medida mais “extrema” do que as normalmente adotadas: em Abril de 1991 o Ministro da Economia do Governo Menem, Domingo Cavallo, implementou a chamada *Ley de Convertibilidad*, que estabelecia a equivalência absoluta entre o peso e o dólar: um peso um dollar a um. Para assegurar que qualquer cidadão pudesse trocar os próprios pesos em dólares, o Governo garantia a convertibilidad do peso.

O Fundo Monetário Internacional (IMF) acabou por suportar esta política.

A medida resultou, ao menos nos primeiros anos: a inflação desceu, estabilizando os preços, permitindo que a economia voltasse a crescer. Para além disso, houve um aumento nos fluxos de capital estrangeiro, atraídos pelo clima mais favorável aos investimentos.

O momento crucial para o futuro da lei de convertibilidade foi a chamada “Tequila Crisis”, ou seja a crise criada pela desvalorização do peso mexicano entre 1994-1995, que causou uma enorme queda no ingresso de capital estrangeiro assim como nos depósitos nos bancos.

O Governo argentino reagiu com um complexo programa de ajustamento estrutural com o apoio do FMI, cujo objectivo era fortalecer o sistema financeiro de maneira a torná-lo mais resistente e capaz de sustentar o regime de convertibilidade a longo prazo.

Foi nesta altura que o FMI começou a suportar publicamente o *currency board*, até em declarações públicas, sendo positivamente impressionado pela vontade do país de manter a medida e de implementar as políticas necessárias mesmo sendo difíceis.

Em 1998 (quando de facto a situação já começava a ficar pior) o Managing Director do Fundo, Michel Camdessus, realçou publicamente a Argentina e a sua experiência como exemplares.²

Contudo, este sucesso foi breve.

A conjuntura internacional tornou-se desfavorável e uma série de contrariedades atingiram a economia argentina: a partir de 1995 o dólar tornou-se mais forte em relação às outras moedas, incluindo o euro. O preço das matérias primas caiu e a moeda do Brasil, o real, desvalorizou de quase 70% em relação ao dólar em 1999, tornando as exportações argentinas menos competitivas em relação às brasileiras.

O comércio com o Brasil, no contexto do Mercosul, tinha representado para Argentina até esse momento cerca de 30% das suas exportações, sendo que havia setores da indústria argentina que exportavam para o Brasil quase o total da própria produção, como no caso da indústria automóvel e outras a essa relacionadas. Redirecionar essas exportações ia ser bastante problemático.

No que diz respeito às exportações é preciso também realçar que o *currency board* já as tinha tornado mais económicas, levando a uma progressiva desindustrialização do país. Os ganhos vindos delas não eram portanto, suficientes para financiar os serviços da dívida externa do país, que continuava a crescer tendo em conta que o peso sobrevalorizado tinha levado a Argentina a uma situação de défice comercial.

A isto deve-se acrescentar que a crise internacional do fim da década, marcada pelos *defaults* na Ásia e na Rússia, fez com que os juros sobre a dívida externa aumentassem consideravelmente, para além de influir na diminuição dos fluxos de capital estrangeiro que a ingressavam no país.

Neste contexto, também os rendimentos fiscais, já fracos devido ao sistema de impostos argentino, diminuíram sensivelmente. Dúvidas começaram a ser levantadas sobre a validade da lei de convertibilidade.

O FMI, analisando posteriormente a situação, admitiu que o *currency board* foi uma escolha arriscada, tendo em conta as características do país e a sua limitada capacidade

² International Monetary Fund Independent Evaluation Office (2004), *The IMF and Argentina, 1990-2001*,

de obter empréstimos no mercado doméstico e a dificuldade em emitir dívida externa em pesos, acabando por criá-la em dólares.

Numa situação de crise, por causa da ligação com o dólar, a competitividade da economia não podia ser estimulada de maneira tradicional, ou seja, desvalorizando a moeda. Para além disso, como frisa Martin Feldstein num artigo escrito em 2002, já havia quem se interrogasse com o que ia acontecer, no caso dos investidores quererem trocar os próprios pesos em dólares. Em 1999 Argentina entrou em recessão e a situação agravou-se em 2000, com a incerteza relativamente à dívida externa a aumentar.

A taxa de câmbio fixa prendeu assim Argentina num ciclo vicioso: quanto mais a desvalorização aparecia iminente, os investidores requeriam maiores taxas de juro para compensar o risco elevado, o que levava a um maior risco de desvalorização.

Embora a situação fosse grave e fosse bastante claro que uma saída do *currency board* ia facilitar a resolução da crise, e que eventualmente o peso ia acabar por ser desvalorizado, o governo continuou a querer mantê-lo, provavelmente por medo que a saída desse sistema fosse encaminhar novamente aos níveis de inflação do fim dos anos '80 e que com a quantidade de empréstimos e dívidas contraídas em dólares isso ia levar à falência empresas e pessoas comuns.

O FMI, na análise do Independent Evaluation Office (IEO), admite que, embora em 1994 e 1996-1997 houvesse condições para poder sair do regime de convertibilidade sem custos excessivos, acrescenta a essas razões o facto dessa escolha nunca ter sido fácil: a própria lei impunha altos custos de saída, que claramente aumentavam com o tempo, à medida que mais aspectos da actividade económica eram moldados segundo o *currency board*.

Na mesma análise lê-se que, com a situação a se deteriorar, por fim o Western Hemisphere Department do Fundo começou a explorar a questão de uma possível “*exit strategy*”, mas que chegou depois a uma conclusão que ia influenciar todas as consequentes decisões do FMI: se bem que a saída do *currency board* ia melhorar a performance económica a médio termo, os custos da transição iam ser demasiado altos para ser tomados em conta. Contudo, e como realçam os próprios autores do *review*, essa conclusão só ia ser válida caso fossem implementadas medidas adequadas à preservação do *peg*, e apesar deste conhecimento, o Fundo não dedicou suficiente tempo

e esforços para tentar perceber quais as possíveis alternativas a Argentina podia ter caso as coisas não corressem como planeado.

Em março de 2000 Argentina concordou com o Fundo um Stand-By Arrangement (SBA) com duração de 3 anos, declarando esta medida como de precaução tendo em conta as boas previsões de crescimento para o ano. Objectivos do programa eram uma redução do défice de 3,5% do PIB para o período 2000-2002. As medidas de ajuste estrutural incluíam reformas do mercado de trabalho, no sentido duma maior flexibilização, reformas na estrutura do sistema de Segurança Social, e melhorias na competitividade do país. De facto, o crescimento esperado não se realizou e o país perdeu o acesso aos mercados internacionais de capital, tendo portanto que pedir ajuda extraordinária ao FMI que interpretou o acontecimento: como uma grave falta de liquidez.

Com base nesta análise, criou-se um plano (chamado *Blindaje*) que, através de reformas estruturais que deviam garantir estabilidade fiscal, reforçar a competitividade (reformas do sistema de Segurança Social, do mercado de trabalho, do sistema de Saúde entre outras) e atrair investimentos, devia restituir confiança e dar impulso ao crescimento, de maneira a melhorar a situação da dívida. Implícita no programa, que não ia cobrir por completo as necessidades de financiamento para todo o ano, estava a ideia que Argentina ia ganhar rapidamente de volta o acesso aos mercados.

Apesar da segunda revisão ao SBA ter tido juízo positivo, o staff do Fundo reconhecia os altos riscos ligados ao plano. De qualquer maneira, a aprovação a seguir à revisão tem que ser vista como a vontade de dar uma oportunidade a um país que tinha sido considerado exemplar até há pouco tempo, num momento em que se pensava que era a melhor alternativa possível. Contudo, como se realça no report do IEO, a decisão de suportar Argentina em Janeiro de 2001 “...should have been accompanied by a better anticipation of unfavorable outcomes and a clearer understanding of an exit strategy [...] the failure to do this rather than the decision itself, represents the critical error in the second review”³.

³ International Monetary Fund Independent Evaluation Office (2004), *The IMF and Argentina, 1990-2001*

Inicialmente o aumento de Janeiro 2001 pareceu funcionar, mas já a partir de Fevereiro a situação alterou-se para pior. As medidas não conseguiram interromper o ciclo vicioso do aumento das taxas de juro, falta de crescimento e falhas a nível fiscal.

Dois Ministros da Economia sucederam-se em pouco mais dum mês por falta de apoio político aos planos de austeridade apresentados. Em Março foi novamente Domingo Cavallo a tomar o cargo.

Entretanto, dúvidas em relação á sustentabilidade da dívida argentina e à viabilidade do *currency board* voltaram a circular. Entre as medidas implementadas pelo governo na altura (e sem consultação prévia com o Fundo, como realçado pelo IEO) houve o chamado *Convergence Factor*, que previa um reembolso para os exportadores e um imposto para os importadores de bens não relacionados com energias, igual ao valor da diferença entre a taxa de câmbio prevista pelo *currency board* e a obtida através dum *equally weighted euro-dollar basket*, acabando por desvalorizar “às escondidas” a moeda e criando ainda mais incertezas nos mercados.

Similarmente, uma nova lei de convertibilidade entrou em vigor, com o peso ligado a um *equally weighted euro-dollar basket*. Para o governo, todas as características da precedente lei mantinham-se, com uma maior estabilidade da taxa de câmbio efectiva.

Apesar das várias medidas adicionais intentadas não conseguirem uma melhoria da situação e muitos dos objetivos do programa não terem sido atingidos, o FMI acabou por aprovar a terceira revisão ao programa, em Maio de 2001. Apesar, também, dos medos não publicamente declarados dos membros do staff do Fundo, como reporta o IEO “the probability of a full blown crisis in Argentina has increased. Avoidance of such an outcome seems unlikely, though not impossible”.⁴ Para o Board of Directors, a razão da crise era de procurar não nos golpes exteriores recebidos pela economia, mas sim nas falhas de política fiscal do Governo, sobretudo no que dizia respeito às políticas mais recentes não concordadas com o Fundo.

O IEO admite nessa altura que o programa já não tinha possibilidade de tornar a situação argentina sustentável.

⁴ International Monetary Fund Independent Evaluation Office (2004), *The IMF and Argentina, 1990-2001*

Na análise do Fundo aprovada por Geithner (2003) afirma-se que nesse momento se devia ao menos começar a considerar uma reestruturação involuntária da dívida acompanhada por uma saída do *currency board*.

De facto, a situação tornou-se ainda mais crítica a seguir.

O *debt swap* actuado pelo governo não deu os resultados esperados, apesar de ter envolvido *bonds* com valor declarado de 29.5 US\$ bilhões.

Em agosto, o Governo pediu novamente ajuda ao Fundo, com o pedido de um aumento do empréstimo de 10,586 SDR para 16,937 SDR, dos quais 6,087 sob o Supplemental Reserve Facility (SRF), aprovado pelo Fundo em setembro. Esta decisão, mais uma vez, foi tomada apesar de se ter a consciência de que o programa tinha um grande número de falhas e que as medidas contempladas não tinham esperanças de funcionar.

O parlamento tinha aprovado em julho uma política de *zero deficit*, que previa cortes proporcionais, a todos níveis, nas despesas primárias, para fazer com que o Orçamento do Estado fosse equilibrado. Para alcançar este objectivo, ia ser aumentado o imposto sobre as transações financeiras para 0.6%. Ao mesmo tempo, os encargos sociais para as empresas do sector dos serviços iam ser aumentados para 4% e as diminuições previstas nos impostos sobre a gasolina iam ser atrasadas. A administração dos impostos também ia ser melhorada. No que dizia respeito à despesa do estado, era previsto um corte nas despesas primárias de 2.3Arg\$ bilhões, (através de reduções nos salários e nas pensões, entre outras medidas), com o suporte também da administração das províncias.

A política de zero deficit constituía o núcleo do novo plano. Para além disso, previa-se o envolvimento do sector privado para um total de 15US\$ bilhões.

Para ajudar os bancos com dificuldades de liquidez, em Julho o Banco Central tinha diminuído os requisitos de liquidez nos depósitos a prazo de 1% (chegando a 21%), injectando assim cerca de 1Arg\$ bilhões no sistema. Desses requisitos, o 70% podia ser alcançado em pesos em vez de que em dólares. Contudo, os benefícios esperados não se realizaram.

Entre Novembro e Dezembro houve uma nova corrida aos bancos. O governo reagiu implementando rígidos controlos sobre as operações bancárias e de cambio.

No começo de Dezembro o FMI declarou a impossibilidade de completar a quinta revisão do programa sendo a sua visão incompatível com a do Governo, bloqueando assim o desembolso da última tranche de empréstimos.

O presidente Fernando de la Rúa demitiu-se depois da morte de 20 pessoas nos protestos contra as medidas de austeridade, dia 20 de Dezembro. O novo presidente, Súa, afirmou três dias a seguir que a Argentina iria declarar default da dívida governativa. Dia 24 de Dezembro, o país declarou a suspensão parcial dos serviços da dívida.

Foi o quinto presidente em poucas semanas, Duhalde, que confirmou a moratória da dívida e pôs fim ao *currency board*, substituindo-o com um sistema a duas taxas de câmbio.

Esta escolha drástica levou a uma grave crise financeira.

O peso foi profundamente desvalorizado, e a taxa de câmbio com o dólar chegou a ser de 4 para 1. A inflação disparou e a economia teve uma contração de 5% no primeiro trimestre de 2002.

A necessidade dum reestruturação da dívida era evidente, e as dificuldades de financiamento do país grandes. Muitos dos bonds argentinos encontravam-se nas mãos de cidadãos de outros países (Espanha e Itália entre outros) que neles tinham investido o dinheiro poupado ao longo dum vida inteira e não aceitavam o default. Para além disso, muitos chamados *vulture funds* tinham comprado obrigações argentinas no momento de maior crise (e, portanto, de menor custo) e requeriam o pagamento dos juros o mais rápido possível.

Em janeiro de 2005 o governo conseguiu chegar a um acordo com a maior parte dos seus credores sobre a reestruturação da dívida: um haircut no valor nominal dos *bonds* acerca de 70%.

Apesar dos problemas legais relacionados com a não aceitação dos termos de reestruturação da dívida argentina por parte de alguns investidores e da quase completa exclusão dos mercados de empréstimo nos últimos anos, a economia argentina voltou a crescer poucos anos depois.

3. GRÉCIA 2010: A ARGENTINIZAÇÃO HELÉNICA

Apesar da Grécia ter uma longa história de problemas a nível fiscal, foi só em Outubro de 2009 que a sua situação económica passou a ser o centro das preocupações internacionais. Durante a década de 2000, teve das taxas de crescimento maiores de Europa, com uma média de 4.5% por ano até 2007.

No início da década de '90, o país realizou uma série de reformas estruturais e fiscais, com o objetivo último de estar no primeiro grupo de estados a adoptar a moeda única, objectivo alcançado com sucesso declarado. As reformas fizeram com que o crescimento acelerasse tendo relativamente sob controlo a inflação e a dívida pública estabilizou-se em relação ao PIB.

Nas palavras de George Alogoskoufis (2012) “The period of Euro participation between 2001 and 2008 was a Golden Era for the Greek Economy”⁵, com altas taxas de crescimento e uma queda dos níveis de desemprego. Para além disso, o ingresso no Euro permitiu ao Governo financiar a dívida pública com menores taxas de juro.

Contudo, é o mesmo autor a realçar que nem tudo era bom como parecia: a situação fiscal do país, marcada pela dificuldade do Estado na cobrança dos impostos e altas taxas de evasão fiscal, permaneceu precária. A dívida externa, se bem que estabilizada, tinha um valor em relação ao PIB de 100%, bastante maior do que a do resto dos países do Euro.

O Governo encontrava também problemas na gestão do orçamento do Estado, sobretudo a nível da despesa para segurança social, saúde e administração local. Num artigo publicado em 2011, Featherstone realça esta falha como representativa dum problema maior da pública administração, ou seja a falta de força no que diz respeito a implementação de políticas concordadas e que deriva, entre outros factores, da escassa comunicação e coordenação dentro do próprio Governo.

Outra questão fundamental que o forte crescimento não conseguiu resolver é a do desemprego estrutural, cujas taxas se mantiveram mais elevadas do que a média da zona Euro desde o fim da década de '90, especialmente entre a população mais jovem.

⁵ Alogoskoufis, G. (2012). Greece's Sovereign Debt Crisis: Retrospect and Prospect. *GreeSE Paper 54*, Janeiro

A inflação também sempre representou um problema para a Grécia: manteve-se sempre muito alta até que o país entrou no Euro, e desde então começou a diminuir, mas sempre ficando acima da média da Eurozona, o que fez com que houvesse uma progressiva perda de competitividade internacional, que se reflecte nos evidentes problemas da balança de pagamentos grega. Este tipo de problema não era novo para o país: crises deste tipo subseguiram-se periodicamente desde os anos '60.

Para além disso, o aumento da confiança na economia grega atraiu grandes fluxos de capital estrangeiro que começaram a entrar no país, mas sem que contribuíssem para a diminuição do défice na balança corrente, que em 2007 chegou a ser mais que 14% do PIB. Alogoskoufis vê isto como uma consequência, depois do ingresso no Euro, da perda do papel constrangente, até essa altura, exercido pela balança de pagamentos nas políticas macroeconómicas.

Foi com estas fraquezas todas, apesar de camufladas pelo forte crescimento económico, que a Grécia teve de enfrentar a crise económica de 2008-2009, que foi atingir o país num dos seus pontos fracos, ou seja o financiamento da dívida pública que a partir dos anos '90 tinha sido estabilizada a cerca de 100% do PIB (30% maior do que a média da zona Euro), que até esse momento, com a economia em expansão, não tinha sido um problema.

O evento a desencadear efectivamente a crise grega foi a declaração do recém eleito ministro da economia Papakonstantinou, dia 20 de outubro de 2009, de que o nível de dívida pública anunciado para 2009 tinha que ser triplicado, ou seja, o valor ia passar de 5% previamente declarado pelo ex-ministro para 12% do PIB.

O *current account deficit* chegou a ser, apesar da recessão decorrente, o 11% do PIB.

Esta afirmação criou pânico nos mercados e fez com que a confiança nos dados fornecidos pelo Governo caísse dramaticamente.

A seguir, “descobriu-se” que os gregos não tinham mentido só no que diz respeito as previsões sobre a dívida, mas que a falsificação dos dados sobre as contas públicas continuavam desde 2002-2003, quando o Governo fez um acordo com o banco americano Goldman-Sachs para que este o ajudasse a cobrir o real alcance da própria dívida, e fazer com que o país respeitasse as condições do Tratado de Maastricht para a permanência dentro do Euro: a dívida governativa não podia exceder o 60% do PIB, com um limite para o defice orçamental de 3% do PIB.

Segundo este acordo, a Goldman-Sachs ia adquirir uma quantidade de dinheiro superior à que ia obter com as normais taxas de câmbio, através do chamado *cross-currency swap* (prática comum entre os países para financiar a dívida) mas com uma característica própria, ou seja a utilização de taxas de câmbio fictícias.

Este tipo de operações não aparecia nas estatísticas da dívida grega, e são legais em relação às regras do Eurostat, que apesar de tudo afirma não ter tido conhecimento delas até janeiro 2010, quando declarou os dados vindos do Elstat como não confiáveis.

É preciso ter em conta que, para além do juízo moral que pode ser dado sobre o assunto, a Grécia vai ter que pagar por estes *swaps*, aumentando assim o valor da dívida do país.

O medo dos mercados acerca da situação grega aumentou a seguir à decisão das três maiores agências de *credit rating* de depreciar o status do país, com a Standard & Poor a declarar os títulos de estado gregos como sendo *junk bonds*.

O *spread* entre os bonds helénicos e os *bunds* alemães começou rapidamente a aumentar até chegar dos 60 pontos em 2008 até 477 em Abril de 2010, evidente sinal duma grave crise de confiança no governo grego e na sua capacidade de respeitar os pagamentos relativos à dívida pública.

A Grécia tentou inicialmente resolver a situação com as suas próprias forças, nos primeiros meses de 2010, mas sem conseguir ganhar de volta a confiança dos mercados, também por causa da falta de suporte pelos outros países europeus.

Quando foi claro que o país não ia conseguir sair do impasse sozinho, em março de 2010, o Conselho Europeu decidiu estabelecer um acordo com o FMI para um plano de ajuda para a Grécia, a ser implementado por apenas uma vez, com o apoio dos os países da zona euro, que o tivessem aceite.

Apesar da situação crítica, foi só dia 2 de Maio, a seguir ao pedido pelo Primeiro Ministro Papandreu no fim de Abril, que o Plano de Resgate foi activado pela União Europeia, em conjunto com o FMI.

O programa consistia num conjunto de empréstimos bilaterais num total de €80 bilhões, dos quais €30 bilhões seriam disponibilizados pelo Fundo num Stand-By Arrangement com duração de 3 anos. €20 bilhões do total do dinheiro iria ser disponibilizado (€5.5 pelo FMI), com uma taxa de juro de 5.5%.

O valor total do plano de resgate era de €110 bilhões, condicionados a um plano de cortes fiscais por um total de cerca de €30 bilhões equivalentes ao 11% do PIB anual.

O plano ia ser revisto a cada 4 meses, e as prestações apenas iriam ser pagas se as condições de empréstimo tivessem sido respeitadas. Como Featherstone afirma “Never had the EU been involved in such close investigation of one of its Member States; this was an ‘Über Europeanization’ and one that raised important questions on new forms of EU governance”.⁶

Desta maneira, Grécia ia ficar excluída dos mercados financeiros por 18 meses, o regresso gradual previsto a partir de 2012.

Na conferência de imprensa dada a seguir à aprovação do SBA, o então Managing Director do Fundo, Dominique Strauss-Kahn, declarou que “The Greek government should be commended for committing to an historic course of action that will give this proud nation a chance of rising above its current troubles and securing a better future for the Greek people”⁷

Os objectivos declarados do plano, ao menos a curto prazo, eram alcançar a estabilidade fiscal, aumentar a competitividade do país e assegurar a estabilidade do sector financeiro, ganhando de volta a confiança dos mercados.

Para o programa, de maneira a alcançar a estabilidade da dívida governamental dentro do período estabelecido (2013-2014), a balança primária tinha que passar dum défice de 8½ % do PIB em 2009 para um surplus de pouco menos que 6%.

Um ajuste deste tamanho tem poucos precedentes, e representa um esforço extremo para o país. No plano é admitido claramente que as previsões de crescimento a curto prazo seriam negativas, que os ajustes afectariam o sector privado em 2010-2011 e que a adaptação dos preços domésticos ia tornar mais difícil a consolidação fiscal.

Citando o próprio plano “Greece will have to ‘swim against the tide’ during adjustment”⁸.

Pelo lado fiscal, o objectivo a atingir era reduzir a balança fiscal de 14% para menos do que 3% do PIB dentro de 2014. A Comissão Europeia realça no programa que a extensão

⁶ Featherstone, K. (2011). The Greek Sovereign Debt Crises and EMU: A Failing State in a Skewed Regime. *JCMS* 49 (2), 193-217

⁷ IMF Press Release N° 10/187, 9 de Maio de 2010

⁸ European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs *The Economic Adjustment Programme for Greece*, 26 Maio 2010

das medidas de consolidação fiscal para os anos 2010-2013 excedem abundantemente a redução do défice de governo que tinha sido requerida.

É especificado no plano também que o ajuste estrutural previsto basear-se-ia principalmente em cortes na despesa, chegando a 7% do PIB, sendo que os recursos daí derivados para o setor privado eram esperados contribuir para a melhoria da competitividade a médio prazo. Assinalam-se também como inevitáveis, cortes nas reformas e nos salários do sector público, considerados excessivos se comparados à média europeia, e uma ambiciosa reforma do sistema pensionístico, duma redução do peso do estado e de reformas do mercado do trabalho.

Atenção é dada também à questão do aparato estatístico grego, depois da completa perda de credibilidade devida aos dados falsos emitidos antes da crise.

Apesar do programa ser considerado bom e bem distribuído pelas diferentes camadas da população, vários riscos para o seu sucesso são realçados, entre os quais uma reação adversa dos mercados, falhas ao nível da correta implementação, *data surprises*, e a possibilidade dum ulterior contágio.

Ao mesmo tempo foi criado o European Financial Stability Facility (EFSF), para garantir que os bancos mantivessem níveis de liquidez aceitáveis durante o período de recessão e impedir assim que o excesso de dívida de algum País Membro pudesse danificar o Euro. Este Fundo teria a possibilidade de emitir bonds ou outros instrumentos de dívida directamente nos mercados para juntar os fundos necessários aos países com dificuldades financeiras, com um limite de empréstimos de €440 bilhões.

Dia 3 de maio, o Banco Central Europeu (BCE) declarou que ia continuar a aceitar que os bonds emitidos ou garantidos pelo governo grego fossem readquiridos, independentemente do rating do país, com o objectivo de melhorar a liquidez dos bancos.

O primeiro programa foi revisto e mudado duas vezes, se bem que sempre mantendo a mesma base de políticas e medidas, a primeira a seguir à decisão de introduzir nas contas públicas também as empresas controladas pelo estado (Novembro 2010), e a segunda em Maio de 2011, quando ficou claro que os objectivos não tinham sido atingidos.

Ao completar a quarta revisão do programa em Julho de 2011, os técnicos do Fundo admitiram que a situação não estava fácil. A oposição interna às medidas de austeridade

estava em constante aumento e os sentimentos dos mercados não se tinham tornado melhores. O ajuste estrutural em termos macro-económicos estava no bom caminho e os objetivos fiscais para o primeiro trimestre de 2011 tinham sido atingidos mas, com a recessão a guiar o processo, os ganhos em produtividade ainda não eram evidentes. Para além disso, o nível sempre elevado do *spread* e os levantamentos dos depósitos tinham renovado a pressão sobre o sistema bancário. Era previsto que a recessão durasse mais do que inicialmente se pensava, mas as perspectivas de ajuste externo e de ganhos de competitividade mantinham-se boas.

Por outro lado, a previsão sobre a dívida pública indicava que ia chegar, em 2012, a ser equivalente a 172% do PIB, em vez de 159% que tinha sido anteriormente calculado, e, só no caso da Grécia conseguir implementar sem falhas o plano de ajuste fiscal previsto. Em relação à dívida externa, se o programa fosse completamente implementado era previsto representar, 115% do PIB em 2012.

Mais tarde no mesmo mês, o Conselho Europeu reuniu-se numa sessão extraordinária e, dada a situação, decidiu conceder empréstimos adicionais à Grécia e aos outros dois países sob programas de ajuste, Portugal e Irlanda.

Os países da Eurozona aceitavam criar um novo plano de ajuda para Grécia e de cobrir por completo as necessidades de financiamento do país, juntamente com o FMI. O meio de financiamento para a parte da UE ia ser o EFSF; o dinheiro iria ser emprestado com taxas de juro reduzidas (iguais às do Balance of Payments facility, aproximadamente de 3.5%) e maturidade prolongada (até um máximo de 30 anos), com o objetivo de melhorar a sustentabilidade da dívida grega.

A Comissão Europeia decidiu então criar uma Task Force para ajudar a Grécia na escolha da melhor utilização dos fundos europeus para melhorias na competitividade e no crescimento.

Pela primeira vez, o setor privado também se envolveu no plano, voluntariamente, para uma contribuição estimada em cerca de 37€ bilhões, através dum corte de 21% no valor declarado dos próprios bonds. Contudo, os líderes da Eurozona também realçaram a excepcionalidade do chamado Private Sector Involvement (PSI) relativo ao caso da Grécia, sendo que todos os outros países da área “solemnly reaffirm their inflexible

determination to honour fully their own individual sovereign signature and all their commitments to sustainable fiscal conditions and structural reforms”⁹

O EFSF (e mais tarde o European Stability Mechanism, ESM) saiu flexibilizado e com maiores poderes desta cimeira. Foi estabelecido que ia ter a possibilidade em atuar de maneira precautória, de financiar a recapitalização das instituições financeiras através de empréstimos a governos (até aos que não tinham programas de ajuste em curso) e de intervir, em condições excepcionais, nos mercados secundários comprando bonds de países em dificuldade, para evitar fenómenos de contágio.

Este novo programa foi revisto e prolongado em outubro, quando os investidores privados aceitaram aumentar para 50% o corte no valor declarado dos bonds possuídos.

No fim de Novembro, depois do Primeiro Ministro Papandreu se ter demitido nesse mesmo mês deixando no Governo uma coligação de 3 partidos, o FMI completou a quinta revisão do SBA que, por admissão dos próprios técnicos, tinha tido lugar numa situação que se estava a agravar cada vez mais.

As prolongadas discussões sobre o papel dos investidores privados, sobre a quantidade de suporte oficial e as lutas internas gregas para implementar as medidas de austeridade tinham, juntamente com outros factores, exacerbado os sentimentos negativos dos mercados e posto ainda mais pressão sobre os bancos.

A performance económica tinha piorado durante 2011, a recessão tinha sido mais profunda e o crescimento menos forte do que o Fundo tinha esperado na *review* precedente. A competitividade estava a melhorar não por causa do aumento da eficiência mas sim graças aos cortes sempre maiores nos salários.

As discussões sobre o PSI puseram novas pressões no sistema bancário, aumentando os receios relacionados à questão da solvência dos bancos que, com evidentes problemas de liquidez devidos às sempre maiores perdas de depósitos e às dificuldades de financiamento, tiveram que recorrer cada vez mais ao Emergency Liquidity Assistance (ELA) disponibilizado pelo Bank of Greece. Para além disto, a grande exposição dos bancos à dívida grega estava a influir negativamente no valor de mercado dos bancos, na rentabilidade e no seu capital.

⁹ The Council of European Union, *Statement by the Heads of State or Government of the Euro Area and EU Institutions*, Bruxelas, Julho 2011

Com o agravar-se da recessão e as maiores dificuldades de implementação das medidas por parte do governo, a situação fiscal também tinha ficado pior durante 2011, sendo que o objectivo relativo à balança geral primária do governo não tinha sido alcançado por 280€ milhões e que o défice no orçamento geral da balança primária era maior do que em 2010, se bem de pouco.

Para os técnicos do Fundo, as reformas das instituições fiscais estava a avançar mas devagar, por causa de limitadas capacidades administrativas e resistências institucionais, assim como os planos de privatizações, mas tinha que lidar com condições de mercado adversas, assistindo-se a uma queda do PIB, das receitas fiscais.

No que diz respeito às reformas estruturais, na relatório realça-se o seu atraso, em parte por causa da pouca coordenação entre legislação e implementação. Dado este *background*, o Fundo ia recalibrar o esquema macroeconómico do programa e adaptar a implementação das medidas a um ritmo mais adequado.

Ia ter-se em conta uma recessão mais profunda e uma recuperação mais abrandada, e uma contração do crescimento entre -5.5 e - 6% em 2011 e de ulteriores entre -2¾ e 3% em 2012.

O crescimento potencial a médio e longo prazo também era esperado ser menor, a uma média de 2½% por ano. Estas previsões iam provavelmente levar a uma menor inflação mas de qualquer das maneiras a Grécia iria levar certamente mais do que 10 anos para preencher o gap na competitividade. Os objectivos fiscais também iam ser recalibrados, com os esforços de ajuste a serem 5% do superhabit orçamental primario mrio do objetivo do PIB para 2014.

Para além disto, as discussões do Fundo com o governo helénico centraram-se também na identificação de medidas de despesa para balançar o esforço do ajuste e na adequação das existentes para as novas previsões da review.

Dentro destas previsões, o Fundo alerta para o risco de que, caso a implementação das medidas e das reformas estruturais fosse ulteriormente atrasada, a economia podia mover-se para um ajustamento macroeconómico ainda mais rápido: “accelerated private sector adjustment, on top of fiscal retrenchment, would likely lead to a downward spiral of fiscal austerity, falling disposable incomes, and depressed

sentiment”¹⁰. A economia ia em pouco tempo resolver os desequilíbrios externos através de uma recessão ainda mais funda e ajustamentos na relação entre preços e salários em vez de que com reformas estruturais viradas para um aumento da produtividade. Por estas razões e também porque a situação externa em relação ao país estava a piorar, com a possibilidade de influenciar negativamente a situação interna, os desenvolvimentos macroeconómicos teriam que ser controlados frequentemente.

Em relação à sustentabilidade da dívida grega, tendo em conta suposições mais conservadoras do que nas precedentes revisões, ia ser possível com um novo programa de financiamento que incluísse um profundo PSI e suporte oficial em termos favoráveis, embora ainda com riscos, sendo que os técnicos do Fundo admitem que o precedente pacote de financiamento, de Julho 2011, não ia resultar.

Nos cálculos do FMI, a participação do sector privado num *haircut*, com um ajuste no valor declarado dos bonds de 50% e o suporte europeu com taxa de juro de 4% podia fazer com que a dívida pudesse chegar a 120% do PIB em 2020, com menor vulnerabilidade aos possíveis shocks durante esses anos. Se isto não acontecer e as negociações com o setor privado não conseguirem a redução prevista de 100€ bilhões na dívida, esta podia chegar a ser 145% do PIB em 2020.

No que dizia respeito às privatizações, os objetivos precedentes mantinham-se, com algumas modificações no curto prazo, devido às condições de mercado não favoráveis.

A determinação das autoridades em estimular o crescimento da produtividade e competitividade através duma mais rápida implementação das reformas estruturais, tendo em conta que as reformas do mercado do trabalho ainda não tinham flexibilizado os salários o suficiente para prevenir uma pressão sobre o emprego, o governo e o Fundo inseriram na revisão com novas medidas afim de alcançar esses objetivos. A rigidez salarial ia ser diminuída para permitir aos salários ser ulteriormente reduzidos, incluindo o salário mínimo. O taxa social sobre o trabalho r reduzir-se-ia em 5%. O governo também esperava remover mais rapidamente as barreiras ao investimento e às exportações, implementar a reforma das profissões reguladas e a liberalização no setor dos transportes, medidas essas que tinham subido vários atrasos.

¹⁰ International Monetary Fund, *Fifth Review under the Stand-by Arrangement, rephrasing and request for waivers of nonobservance of performance criteria*, 30 novembro 2011

A quinta revisão do SBA foi aprovada, sendo que o staff do Fundo julgou que o programa ainda respeitava os critérios requeridos para o acesso excecional: pressão excecional sobre a balança de pagamentos, sustentabilidade da dívida no futuro, perspectivas de voltar a ganhar acesso aos mercados e capacidade de implementar o programa.

Entre Janeiro e Fevereiro de 2012, uma missão conjunta do BCE, Comissão Europeia e FMI (a comunemente chamada *Troika*) visitou a Grécia para avaliar o progresso na implementação do programa e o respeito pelas autoridades das regras do mesmo, e começando as discussões para a criação e implementação dum novo plano.

Segundo a CE, os progressos do país durante os anos tinham sido heterogeneos, mas em qualquer das maneiras, se tinha obtido uma substancial redução do défice geral do governo, passando de 15% em 2009 para 9¼% em 2011, obtido numa altura em que a economia encolheu em 11%. Contudo, a análise da Comissão realça como muitas das políticas tinham sido implementadas demasiado timidamente e que “on several occasions, there were legitimate doubts about the ownership of the programme by the Greek Government”.¹¹

Sobretudo, as medidas adoptadas desde 2010 não tinham trazido os benefícios desejados e a Grécia ainda não tinha conseguido voltar aos mercados, pelo que viu-se a a necessidade de um plano melhorado e atualizado.

Em meados de Março, portanto, o país mandou cancelar o existente SBA e pediu ao Fundo um programa com duração de 4 anos sob o Extended Fund Facility (EFF), para o valor total de 28€ bilhões. Ao mesmo tempo pediu aos países da zona Euro mais 144,7€ bilhões, entre 2012 e 2014, sendo que em julho precedente, esses países tinham afirmado querer fazer o que fosse necessário para suportar a Grécia por toda a duração do programa e por todo o tempo necessário para ganhar outra vez acesso aos mercados, sob as condicionalidades explicitadas no plano. O programa ia ser monitorado pelo Fundo a cada 4 meses, junto com técnicos da Comissão Europeia e do BCE.

No Memorandum of Economic and Financial Policies (MEFP), o Governo especifica mais uma vez os 3 principais objectivos do programa, em linha com os do predecessor: estimular a competitividade, restabelecer a sustentabilidade fiscal e sustentar as necessidades de liquidez do sistema financeiro, em risco de solvência devido à grande

¹¹ Comissão Europeia, *The Second Economic Adjustment Programme for Greece*, Março 2012

exposição à dívida do país. Para alcançar esses objectivos, ia continuar com as políticas começadas nos anos anteriores, mas modificando a relação entre ajuste e financiamento. Como se lê no documento de apresentação do Plano pela Comissão Europeia “the implementation of the growth-enhancing structural reform agenda gains prominence [...] while the debt restructuring and higher official financing allows a slower fiscal adjustment and a more gradual privatisation process”.¹²

Fundamental para o programa era o objectivo de reduzir o défice primário para 1% do PIB em 2012 e ter um surplus primário de 4.5% do PIB em 2014, através duma combinação entre cortes nos salários nominais e reformas estruturais do mercado de trabalho, iria-se melhorar a competitividade e reduzir o custo unitário de trabalho.

Para diminuir o impacto do quinto ano de recessão consecutivo, o valor do ajuste fiscal para 2012 ia ser reduzido.

Na convicção de que a recuperação do país ia chegar duma forte resposta do setor privado, a presença do Estado na economia ia ser reduzida, através de reformas fiscais estruturais e privatizações. Sempre em relação ao Estado, uma grande reforma administrativa ia fortalecer a capacidade do governo de implementar as medidas necessárias.

Contudo, é reconhecido pelo Governo que voltar a pôr o país num caminho estável de crescimento vai demorar muito tempo.

O PIB era esperado contrair de mais 4-5% cumulativos entre 2012 e 2013, para voltar a crescer a partir de 2013.

Apesar de preverem que a competitividade ia melhorar mais rapidamente, assim como a balança externa, antes da Grécia conseguir alcançar uma queda nos níveis de défice de conta corrente suficiente para a dívida externa começar a diminuir regularmente vai passar bastante tempo; contudo, o programa governamental, junto com suporte oficial e intervenção do sector privado, deveria por a dívida a caminho da sustentabilidade, com o objectivo de chegar a meta anteriormente citada de 120% do PIB em 2020.

O Governo declara no MEFPP conseguir obter um surplus primario geral de 4½% do PIB dentro de 2014, através de reformas estruturais na despesa (cortes nos salários dos

¹² Comissão Europeia, *The Second Economic Adjustment Programme for Greece*, Março 2012

funcionários públicos, redução do número dos trabalhadores do estado, reforma do sistema de pensões entre outras medidas).

No Memorandum são também incluídas uma reestruturação da administração pública e uma reforma do sistema de impostos. No caso das várias medidas previstas não permitirem ao país alcançar os objetivos fiscais prepostos, o Governo declara-se pronto a medidas adicionais, com maiores cortes nas contas relativas às despesas para os salários dos empregados públicos e para a despesa e transferencia sociais.

Para garantir suporte suficiente ao sistema bancário de maneira a voltarem a ter a confiança dos mercados, o governo comprometeu-se a fornecer a liquidez suficiente para ações de recapitalização e reestruturação da dívida, para criar um sistema bancário privado saudável, que possa suportar a recuperação da economia e um desenvolvimento sustentável. No total, os custos relativos à recapitalização e resolução dos bancos foram calculados em 50€ bilhões.

Os credores privados, por sua parte, aceitaram um acordo com o governo que previa um haircut no valor nominal dos bonds de 53.3%, e os bonds obtidos em troca iriam ter uma taxa de juro menor, de aproximadamente 2% nos primeiros 3 anos do acordo, 3% para os sucessivos 5 anos e 4.5% a seguir¹³.

A meados de Maio, com boatos sobre a necessidade duma terceira *tranche* de empréstimos a circular, sem serem completamente postos de lado pelas autoridades e as dificuldades a nível político, com as dificuldade para a formação de um novo governo resultante das eleições antecipadas, uma nova onda especulativa se abatiu sobre a Grécia. Começou-se a falar de uma possível saída do país da zona Euro, numa situação hipotética que acabou por ser conhecida como *Grexit*.

Em Junho, novas eleições levaram à formação dum governo a favor da continuação do programa de resgate com as relativas medidas de austeridade, que pediu à troika dois anos suplementares para completar a implementação do plano e alcançar os objectivos previamente estabelecidos.

¹³ A Comissão admite que os riscos de implementação mantem-se muito altos. O sucesso do plano reside completamente na capacidade grega de implementar as medidas por completo. No fim do mês de Setembro o Governo grego declarou que para 2014 prevê-se uma queda do PIB de 25%.

Em Agosto ficou suspensa a parte de empréstimo da União Europeia de 31€ bilhões, incluída no segundo programa de ajuste, porque os países da Eurozona recusaram desembolsar mais dinheiro até que a *troika* acabasse e o control de execução do programa de resgate, em setembro.

Entretanto, dia 6 de Setembro o BCE comunicou a sua decisão de adquirir obrigações dos estados em dificuldade sem pôr limites à partida, através dum plano chamado *Outright Monetary Transaction* (OMT). A compra dos títulos vai acontecer nos mercados secundários, com maturidade entre 1 a 3 anos, e vai ser sujeita a regras de condicionalidade fiscal ainda por definir, e a liquidez criada através do OMT vai ser completamente esterilizada para evitar um aumento da inflação.

No último conselho informal do Ecofin, os ministros das finanças dos países da Eurozona deixaram entender que existe a possibilidade que a Grécia obtenha um prolongamento de dois anos nos prazos de pagamento da dívida, em contraposição à alternativa de um terceiro resgate é de excluir.

Uma decisão sobre eventuais modificações das condições do segundo plano de resgate para a Grécia é esperada dentro do mês de Outubro 2012.

4. COMPARAÇÃO ENTRE OS PROGRAMAS DE AJUSTE E A RESOLUÇÃO DA CRISE: HÁ ESPERANÇA?

Olhando para os percursos dos dois países ao longo das próprias crises, as semelhanças são evidentes, embora os contextos em que os acontecimentos se desenvolveram são bastante diferentes.

A Argentina é das maiores economias da América Latina enquanto a economia grega tem um peso relativamente menor no interior da União Europeia. Para além disso, a Grécia é parte duma união monetária o que implica ainda uma menor possibilidade de manobra do que Argentina tinha no contexto do *currency board*, porque cada decisão tomada pelo BCE tem de ter em conta a situação económica global de todos os países da União e os efeitos que sobre elas iria ter.

Mas de maneira geral, ambos os países tinham o problema de uma taxa de câmbio fixa que inicialmente tinha ajudado na resolução de dificuldades macroeconómicas, mas que acabou por levar a uma situação de grande indevidamento externo do governo e gerado uma diminuição do crescimento económico.

Contudo, enquanto a Grécia não tem possibilidade de alterar as políticas monetárias relativas ao Euro, sem que implique colocar em causa a sua adesão aos tratados monetários, Argentina teve a possibilidade de alterar, embora não directamente e com efeitos não completamente positivos, o *currency board*, desvalorizando a sua paridade face ao dólar. No gráfico 1, pode-se ver a variação das dívidas soberanas de Argentina e Grécia para o período de 1990 a 2010 como percentagem do PIB: os níveis de dívida são diferentes, muito mais elevados na Grécia. Contudo, a crise da dívida e as medidas de ajuste provocaram uma subida pronunciada do ratio dívida/PIB, talvez sintoma de um programa de ajuste excessivo e errado na sua abordagem: no caso Argentino o ratio alcança níveis de mais de 160% do PIB. Apesar disto, as medidas governamentais dramáticas do post-default, permitiram reduzi-lo aos níveis anteriores ao estabelecimento da paridade cambial com o dólar.

Quando as dívidas externas dos dois países chegou a ser insustentável, a abordagem sobre o nível da taxa de câmbio não permitiu uma desvalorização da moeda que tornasse as economias mais competitivas e as exportações mais baratas e atrativas para os compradores internacionais. No quadro 2, vemos o deterioro agudo da balança

comercial dos dois países em questão, em Argentina a partir do plano Cavallo e na Grécia, o acentuar do deficit depois da crise iniciada em 2008.

O que é bastante semelhante nos dois casos são as políticas implementadas pelo FMI (no caso da Grécia em conjunto com a Comissão Europeia e o BCE) nos planos de ajuda aos dois países.

Para os dois países a solução para a situação critica em que se encontravam, tinha que passar por um percurso de desvalorização interna que demora muito tempo e tem o risco de ser contraproducente caso a economia contrair mais rápido do que a expansão das exportações.

Em âmbos os casos, as medidas de austeridade implementadas tinham como objectivo melhorar a competitividade do país, restabelecer a sustentabilidade fiscal e apoiar os bancos com falta de liquidez. Esses objectivos eram de alcançar através do redimensionamento do peso do Estado na economia, com planos de privatizações e cortes nas despesas, de melhorias na recolha dos impostos, reformas do mercado de trabalho, *debt swaps* com envolvimento do Sector Privado (que foi de 29.5 US\$ bilhões para Argentina e que estima-se ser de 53.3% no valor declarado dos bonds para Grécia), e reformas em sectores como a Segurança Social e o da Saúde.

Nos dois casos, os programas tiveram que ser modificados várias vezes para se adaptarem às mudanças nas previsões macroeconómicas, com revisões à baixa do indicadores de crescimento do PIB, das receitas fiscais, da taxa de desemprego, da despesa do Estado, incrementando a austeridade e aumentando a severidade dos cortes em cada revisão dos planos.

O que aconteceu no caso de Argentina foi que, depois de muitas tentativas, a única escolha do país foi abandonar o *currency board* para poder desvalorizar o peso, e declarar a impossibilidade de pagar a dívida. Uma hipótese considerada indesejável e desastrosa até esse momento, mas que revelou-se como uma escolha prudente e eficaz.

Assim como no caso do país latinoamericano, instalou-se um ciclo vicioso de queda nos rendimentos e receitas do governo, aumento relativo das taxas de juro, objetivos dos planos mais difíceis de alcançar por causa da recessão e da queda nos rendimentos, mais medidas de austeridade para aumentar as receitas do país que, contudo, criam maior desemprego e aprofundam a recessão, diminuindo os rendimentos do estado.

A saída da Grécia do Euro é uma possibilidade que até agora ainda não foi oficialmente tomada em consideração. O governo afirma não querer abandonar a moeda única e os outros países, com receio que a saída grega possa levar a uma ulterior crise de confiança nos mercados e ao abandono dos outros países sob resgate (e talvez não só, tomando em consideração também Itália e Espanha), defendem a decisão de sustentar a Grécia até que seja necessário.

Contudo, Martin Feldstein (2011) oferece uma panorâmica sobre a eventual saída da Grécia do Euro em termos não tão dramáticos: o estado podia criar uma nova Dracma para os pagamentos dos trabalhadores do estado e de todos os contratos efetuados sob a legislação helénica (incluindo depósitos e empréstimos bancários); esta nova moeda ia desvalorizar em relação ao Euro, levando a uma redução dos salários reais e a um aumento da competitividade internacional do país.

Claramente, esta solução também iria ter os seus riscos. Devia ser implementada “à surpresa” para evitar uma corrida aos bancos, e os efeitos sobre os bancos gregos, as empresas e os privados detentores de empréstimos contraídos em euros iriam ser graves, mas é o mesmo Feldstein a indicar o exemplo da Argentina neste caso: os devedores domésticos podiam acabar por pagar só uma parte desses empréstimos. Da mesma maneira, também não é obvio que os outros países decidam ir pelo mesmo caminho, sendo que para eles os ganhos vindos da desvalorização não iam compensar os custos relacionados ao abandono da moeda única.

Da experiência argentina aparece evidente, como as medidas de austeridade nem sempre significam recuperação da confiança dos mercados: se a economia cai em recessão, o fortalecimento económico torna-se difícil de alcançar, e apesar das tentativas de adaptação das medidas às mudanças macroeconómica, mais austeridade pode significar ainda maiores dificuldades nesse sentido.

O caminho da Grécia dificilmente vai poder ser o mesmo de Argentina, sendo que o país helénico não poderia contar, num hipotético cenário pós-euro, nas possibilidades de exportações que Argentina tinha quando saiu do *currency board*, sobretudo tendo em conta que na altura a economia global estava em forte expansão enquanto agora se assiste a um enfriamento da economia europeia e mundial.

O que Grécia poderia tentar, pensando na experiência Argentina, é obter condições de ajuste diferentes, menos viradas para a austeridade na tentativa de sair da recessão e voltar a encontrar as condições para o crescimento económico.

CONCLUSÃO

1. Analisando o desenvolvimento das crises da dívida argentina e grega e as medidas tomadas para as tentar resolver, é possível encontrar várias semelhanças. Embora em contextos e por razões diferentes, os dois países adoptaram uma taxa de câmbio fixa durante um período prolongado, o que permitiu estabelecer um paralelo nos ajustes necessários das suas economias. Contudo, a mesma taxa de câmbio fez com que ao longo do tempo, apesar do maior crescimento económico obtido, se criassem constrangimentos adicionais, abrandasse o crescimento e aumentasse o indívimento do Estado.

2. Para ambos os países, a solução recomendada pelas autoridades internacionais foi a da desvalorização interna, através de medidas de austeridade que tencionavam aumentar a competitividade e recuperar a estabilidade financeira.

3. No caso argentino, apesar das várias tentativas para adaptar os planos ao deterioramento da situação económica, a solução política final foi a do abandono da taxa de câmbio fixa, a desvalorização do peso e o default da dívida governamental.

4. No que diz respeito à Grécia, apesar das semelhanças no percurso, ainda nada está decidido e apresentam-se ao menos duas possibilidades para o Governo: a saída do Euro com relativa desvalorização da moeda nacional e relativo default, ou ficar entre os países da Eurozona e continuar a seguir as medidas de austeridade impostas pelo FMI, BCE e a União Europeia.

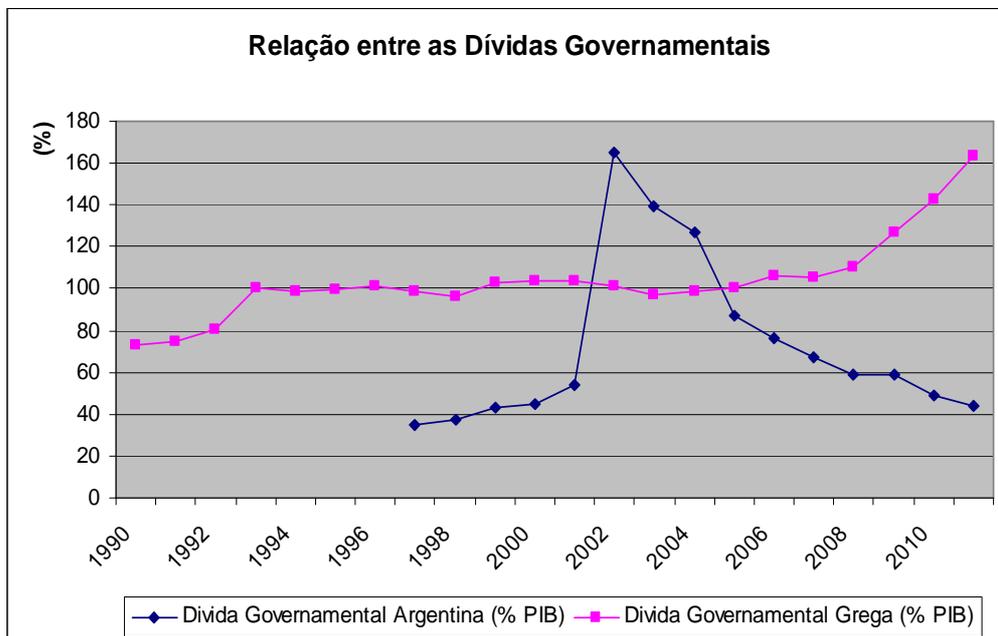
5. Tendo em conta semelhanças e diferenças entre os dois casos em análise, uma saída da crise no estilo argentino para a Grécia, apesar de parecer apetecível, poderia não dar os mesmos resultados: a economia mundial não se encontra na expansão em que estava no começo do milénio e o país helénico não tem as mesmas capacidades e condições para tirar das exportações as vantagens que Argentina obteve delas na altura. Contudo, a história da Argentina podia ser inspiradora para a Grécia tentar impor com mais firmeza as próprias necessidades nas negociações com a *Troika*, na tentativa de encontrar um caminho de ajuste menos duro com medidas mais inclinadas para a estimulação do crescimento económico e menos para a recuperação fiscal.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Alogoskoufis, G. (2012). Greece's Sovereign Debt Crisis: Retrospect and Prospect. *GreeSE Paper 54*, Janeiro
- Comissão Europeia, Directorate General for Economic and Financial Affairs (2010). *The Economic Adjustment Programme for Greece*
- Comissão Europeia, Directorate General for Economic and Financial Affairs (2012). *The Second Economic Adjustment Programme for Greece*
- Council of the European Union (2011). *Statement by the Heads of State or Government of the Euro Area and EU Institutions*, 21 Julho 2011
- Featherstone, K. (2011). The Greek Sovereign Debt Crisis and EMU: A Failing State in a Skewed Regime. *JCMS*, 49, 193-217
- Feldstein, M. (2002). Argentina's Fall. *The Foreign Affairs*, 81, 8-14
- Feldstein, M. (2011). The Failure of the Euro. *The Foreign Affairs*, 91
- Fundo Monetário Internacional (2011). *Greece: Fifth Review Under the Stand-By Arrangement*, IMF Country Report 11/351
- Fundo Monetário Internacional (2011). *Greece: Fourth Review Under the Stand-By Arrangement*, IMF Country Report 11/175
- Fundo Monetário Internacional, aprovado por Geithner, T. (2003). *Lessons from the Crisis in Argentina*
- Fundo Monetário Internacional, Press Release N^o 10/187, 9 de Maio de 2010
- International Monetary Fund Independent Evaluation Office (2004). *The IMF and Argentina, 1991-2001*
- Kindleberger, C.P. & Aliber, R.Z. *Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises*, 5^a Ed. Palgrave MacMillan
- Reinhart, C.M. & Rogoff, K.S. (2008). This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, N^o 13882
- Reinhart, C.M. & Rogoff, K.S. (2011). From Financial Crash to Debt Crisis. *American Economic Review*, 101, 1676-1706

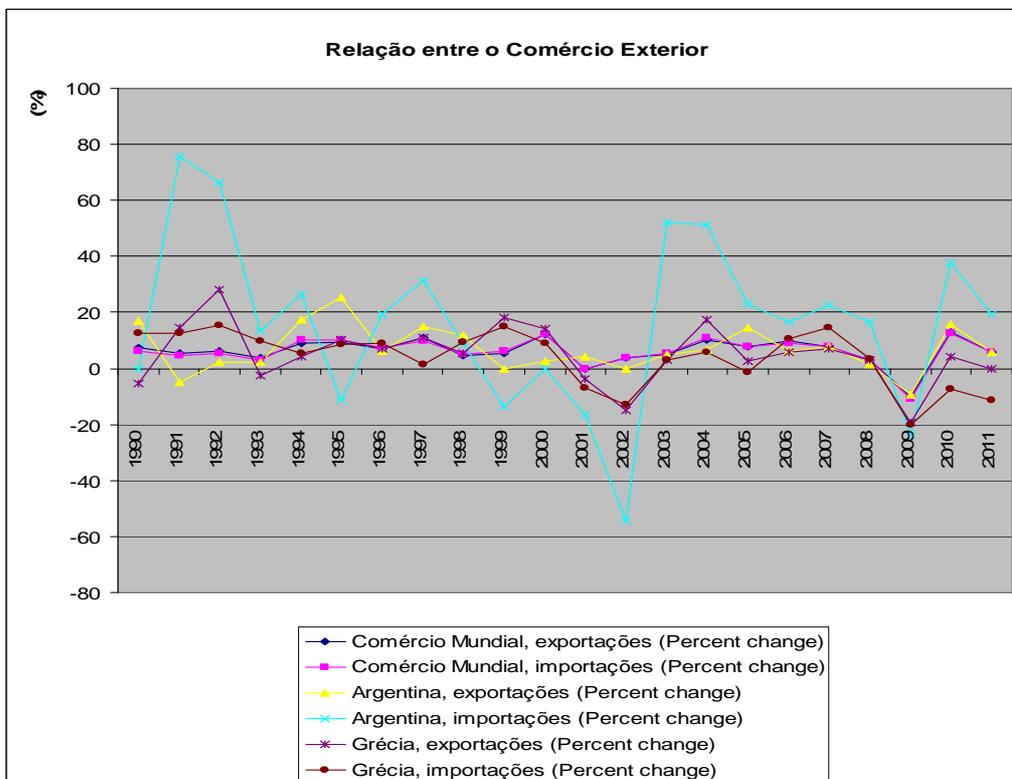
ANEXOS

Gráfico 1



Fonte: IMF World Outlook Database 2012, World Bank WorldDataBank

Gráfico 2



Fonte: IMF World Outlook Database 2012, World Bank WorldDataBank