

# O que o BCE deve e não deve fazer

Por Martin Feldstein

*Valor Econômico*, 31.7.2012.

**Concentrar as possíveis compras do banco em títulos de dívida soberana dos países com altas taxas de juros teria graves efeitos adversos. Reduziria a pressão sobre os países com juros elevados para que concretizem as difíceis decisões políticas necessárias.**

As recentes declarações do presidente do Banco Central Europeu (BCE), Mario Draghi, e de um dos membros do conselho administrativo da instituição, Ewald Nowotny, reabriram o debate sobre quais os limites desejáveis para suas políticas. A questão não é apenas a autoridade legal do BCE sob o Tratado de Maastricht, mas a conveniência de tais medidas alternativas.

Nowotny, presidente do Banco Nacional da Áustria, indicou que o Mecanismo de Estabilidade Europeu (ESM) poderia (se a Corte Constitucional alemã permitir que venha a existir) receber uma licença bancária, o que lhe permitiria captar recursos do BCE e aumentar amplamente sua capacidade para comprar bônus soberanos da região do euro. Draghi, posteriormente, declarou que o BCE pode e vai fazer tudo o que for necessário para evitar que os altos prêmios de risco soberano "atrapalhem o funcionamento da política monetária".

O comentário de Draghi repete a lógica usada por seu antecessor, Jean-Claude Trichet, para justificar as compras de títulos de dívidas soberanas da região do euro pelo BCE. Não é de surpreender que suas declarações tenham sido interpretadas como sinal de que o BCE vai voltar a comprar bônus dos governos espanhol e italiano sob o Programa dos Mercados de Títulos (SMP, na sigla em inglês), como já o fez neste ano. Embora as compras anteriores, superiores a € 200 bilhões, não tenham mostrado efeito duradouro sobre os prêmios de risco desses países, a suposição é que desta vez o volume poderia ser muito maior. É isso, no entanto, que o BCE deveria fazer?

Embora qualquer banco central tenha de ser capaz de realizar operações no mercado aberto para administrar a liquidez nos mercados financeiros, compras seletivas de bônus de países específicos, cujas altas taxas de juros decorrem de extravagâncias fiscais atuais e passadas, são desnecessárias e perigosas. Uma melhor diretriz para o BCE seria realizar operações no mercado aberto comprando e vendendo bônus soberanos de uma "cesta neutra" de

bônus soberanos, com a parte de cada país na cesta sendo definida por sua participação no capital do BCE.

Essa abordagem da "cesta neutra" permitiria que o BCE comprasse volumes substanciais de bônus espanhóis e italianos, mas também adquirisse quantias ainda maiores de bônus alemães e franceses. As compras de bônus do BCE passariam a ser tão parecidas com as operações do mercado aberto do Federal Reserve (Fed, autoridade monetária dos Estados Unidos) e do Banco da Inglaterra quanto possível na ausência de um governo soberano único na região do euro.

Em contraste, concentrar as possíveis compras do BCE em títulos de dívidas soberanas dos países com altas taxas de juros teria graves efeitos adversos. Reduziria a pressão sobre os governos da Itália, Espanha e outros países com altas taxas para que concretizem as difíceis decisões políticas necessárias para reduzir os déficits fiscais no longo prazo. A Espanha precisa exercer maior controle sobre os orçamentos de seus governos regionais, enquanto a Itália precisa encolher o tamanho de seu setor público. Uma política do BCE que reduza artificialmente seus custos soberanos de captação tornaria essas medidas politicamente ainda mais difíceis.

De fato, quando o BCE controla as taxas de juros dos bônus de longo prazo, é difícil que líderes políticos, parlamentos e eleitores saibam se alcançaram alguma melhora fiscal significativa. Os países periféricos à região do euro ficaram muito endividados nos últimos dez anos porque o mercado de bônus não sinalizou que as dívidas eram grandes demais. Agora, isso acabou, porque os investidores de bônus não tratam mais os títulos soberanos da região do euro como iguais. Um programa do BCE para limitar os diferenciais das taxas de juros eliminaria essa importante sinalização.

Além disso, como o BCE não pode simplesmente comprar bônus soberanos sem levar em conta as políticas fiscais de cada governo, a autoridade monetária corre o risco de encontrar-se na posição politicamente perigosa de decidir se as medidas fiscais de um país são rigorosas o suficiente para ser recompensadas com taxas de juros menores. O BCE, portanto, cruzaria o limite entre política monetária e política fiscal. Será que colocaria um teto comum sobre as taxas de juros dos governos com "bom desempenho", como o primeiro-ministro da Itália, Mario Monti, sugeriu há não muito tempo? Ou iria determinar e revisar as taxas de juros soberanas de acordo com sua avaliação atual dos esforços fiscais de cada país?

Por fim, a Alemanha pode não continuar a aceitar os riscos de inadimplência decorrentes de grandes compras de bônus soberanos de alto risco pelo BCE. A Alemanha já enfrenta altos riscos financeiros, relacionados ao balanço patrimonial do BCE e aos balanços do sistema de pagamentos interbancários Target2 no Bundesbank, gerados pelos fluxos internacionais de depósitos em direção aos bancos comerciais alemães.

Embora os líderes políticos alemães agora declarem sua lealdade à região do euro, pesquisas de opinião pública na Alemanha mostram que o apoio ao euro está bastante fraco. À medida que os riscos se acumulam, não é inconcebível que a Alemanha possa concluir que, apesar do impacto potencial sobre sua taxa de câmbio, seria melhor voltar ao marco alemão.

Por todos esses motivos, compras diretas de bônus soberanos de alto rendimento pelo BCE como forma de limitar essas taxas seria um erro. Também seria um erro fazê-lo de forma indireta, com outro programa de refinanciamento de longo prazo de €1 trilhão voltado a encorajar os bancos comerciais a comprar esses títulos. E seria um erro permitir que o ESM tenha uma licença bancária para que possa captar recursos do BCE e aumentar grandemente suas compras de bônus de países periféricos.

Cada governo deveria tomar as duras medidas políticas necessárias para reduzir o risco de desmembramento da região do euro, uma ruptura que teria custos financeiros muito significativos para todos - e não apenas para os países-membros. Infelizmente, as recentes declarações de autoridades do BCE podem ter reduzido as pressões sobre os governos para que adotem tais medidas. E, ao reverter o declínio no valor do euro, podem ter impedido a reação dos mercados, que é necessária para encolher os desequilíbrios em conta corrente e impulsionar o Produto Interno Bruto (PIB) da região. Cedo ou tarde, o BCE terá que esclarecer os limites de suas políticas.

**(Tradução de Sabino Ahumada)**