

A crise do euro, uma moeda estrangeira

(artigos na *Folha de S. Paulo* entre fevereiro de 2010 e junho de 2012)

Luiz Carlos Bresser-Pereira

Artigos publicados na imprensa, principalmente em minha coluna quinzenal na *Folha de S. Paulo*, entre 15.2.2010 e 5 de junho de 2012. Nesses artigos eu radicalizei a análise à medida em que fui compreendendo a gravidade da crise. O turning point para mim ocorreu quando, no artigo de 21 de novembro de 2011, dei-me conta de qual fora o erro fundamental dos países criadores do euro: eles substituíram suas moedas nacionais por uma moeda estrangeira.

Índice

Especulação contra o euro.....	1
A natureza da crise na Europa.....	2
Dívida grega: “calote” ou reestruturação?.....	4
O fracasso do euro.....	6
Crise do euro e unificação política.....	7
Reestruturação negociada para a crise grega.....	8
Crise europeia sem controle?.....	10
Grécia, tome a iniciativa.....	11
Os tempos anormais da Europa.....	12
Moeda europeia, ou estrangeira?.....	13
Nem segurança, nem soberania.....	14
Euro, pensar o impensável.....	16
Salvar o euro ou salvar a Europa.....	17
Duas possibilidades para o euro.....	18
Euro, jogo de soma menor que zero.....	19

Especulação contra o euro

O Euro tem um ponto fraco: falta à União Europeia uma autoridade federal

Os mercados financeiros são incorrigíveis. Agora a especulação se dirige contra o Euro, ou, mais especificamente, se dirige contra a Grécia, para depois atacar Portugal e, em seguida, a Espanha – os países mais frágeis da Zona do Euro. O preço dos *credit default swaps* visando proteger os credores contra uma possível quebra da Grécia aumentou do índice 120 em outubro para 419 no dia 9 de fevereiro. Quem compra os CDs a um preço tão elevado aposta na quebra do país que transformará esse alto preço em grande lucro – uma aposta com forte componente auto-realizador. Quanto mais se aposta, mais dificuldade tem o país de se refinar, e maior é a possibilidade de quebra.

Não creio, porém, que os especuladores ganharão desta vez. É verdade que o Euro tem um ponto fraco: falta à União Europeia uma autoridade federal para, de um lado, poder cobrar maior responsabilidade fiscal e maior transparência dos

governos, e, de outro, mais recursos para vir em seu socorro se, não obstante, se veem em dificuldade. Entretanto, embora a comissão Europeia não conte com esses recursos, os governos europeus e seus ministros de finanças contam.

O governo conservador grego derrotado nas últimas eleições foi irresponsável no plano fiscal e no plano cambial; endividou o Estado e o país. O déficit público foi a 12,7%, o déficit em conta corrente, a 14% do PIB. E mentiu em relação aos números. O novo primeiro ministro, George Papandreou, porém, é economista keynesiano competente e prudente que já está tomando uma série de medidas de ordem fiscal. E a União Europeia vai certamente dar o apoio necessário à Grécia.

A alternativa seria a Grécia pedir apoio do FMI, mas não creio que os europeus concordarão com ela. A Grécia é um país que está já bem inserido na zona Euro – e o apoio do FMI a ela seria um apoio à zona Euro, algo que os grandes países da região não admitirão. Esta alternativa foi adotada para os países do Leste Europeu, mas esses são países recém chegados à União Europeia. O grande aumento de capital que o Fundo foi justificado pela necessidade de salvar esses países cujos déficits – o público e principalmente o em conta corrente – haviam subido de forma irresponsável; na verdade, foi aprovado para salvar os grandes bancos ocidentais que de forma igualmente irresponsável emprestaram para empresas daqueles países com o apoio do FMI porque estariam “crescendo com poupança externa”.

A União Europeia foi duramente atingida pela crise financeira global, seja porque alguns dos seus grandes bancos acompanharam a onda de especulação baseada em “inovações financeiras”, em parte porque as exportações de seus países sofreram com a crise. O endividamento das famílias, porém, não foi tão grande como nos EUA, e apenas na Espanha houve uma bolha imobiliária. A zona como um todo não apresentava nem os déficits públicos e em conta corrente apresentados pelos EUA. Na crise, depois de uma breve depreciação em relação ao dólar, o Euro voltou a se apreciar, indicando o maior equilíbrio da economia europeia.

Por tudo isso, estou seguro que os especuladores acabarão perdendo esta parada. Mas esse ataque especulativo é mais uma comprovação da necessidade de regulação cerrada dos bancos e dos *hedge funds*. Criar dinheiro é uma capacidade inerente ao sistema financeiro porque ele cria crédito e financia o desenvolvimento econômico, mas dinheiro é um bem público poderoso e perigoso que as sociedades democráticas precisam manter sob controle.

Folha de S. Paulo, 15.2.2010

A natureza da crise na Europa

O quadro financeiro europeu continua muito grave. A Alemanha afinal decidiu dar apoio ao pacote financeiro grego, de forma que a dívida do setor público da Grécia está equacionada. A imprensa tem dado amplo noticiário sobre o assunto, mas afinal limita-se a informar sobre o déficit público e a dívida pública do

Estado grego, ao invés de informar sobre o problema fundamental, que não é do setor público e sim do setor privado: é o déficit em conta corrente e a dívida externa dos países.

O problema fiscal é de fato grave porque o déficit de 2009 somou-se a elevados níveis de dívida pública, mas o desequilíbrio não está apenas nos governos; está nos países como um todo e, portanto, em seu déficit em conta corrente e em sua dívida externa que englobam o setor público e o setor privado. Se o problema fosse apenas do setor público, o socorro financeiro e uma política dura de ajuste fiscal resolveriam a questão. Sendo do país, necessita da depreciação cambial que não podem realizar. Acontece que a União Europeia controla os déficits públicos, não controla os déficits em conta corrente. Os jornais não publicam dados sobre esse déficit porque não os recebem dos economistas. Estes não os informam porque a teoria econômica ortodoxa pressupõe que o setor privado é equilibrado pelo mercado: é o chamado “princípio de Lawson” associado ao ministro das finanças de Margaret Thatcher, Nigel Lawson.

A Crise Global de 2008 mostrou que essa tese é absurda no plano nacional. Agora o fenômeno se repete no plano internacional. Em 2009, enquanto a Alemanha, que reduziu salários nos últimos dez anos, realizou superávit em conta corrente de 4,8% do PIB, Grécia, Portugal, Espanha e Itália realizaram déficits em conta corrente de 10,2, 10,5, 5,8 e 3,9% do PIB respectivamente. Esses déficits financiaram investimentos de médio prazo, mas as empresas que os assumiam se endividaram no mercado financeiro de curto prazo. Devedores e credores sabiam que os débitos não poderiam ser pagos de um dia para o outro – que teriam que ser rolados – mas, dado o pressuposto dos mercados privados sempre equilibrados, foram adiante no processo. Até que, neste ano, repentinamente, os credores começaram a elevar os prêmios de risco e a suspender a rolagem da dívida. O problema se agrava porque decidiram pelo “sudden stop” em um quadro no qual os países não têm o mecanismo de ajuste clássico para esses momentos: a desvalorização cambial que reduziria os salários e equilibraria a conta corrente. Os Estados de cada país podem ajustar suas finanças, mas não há solução para o desajuste privado de países que não têm moeda própria para desvalorizar.

Como na Crise Global, existe a solução financeira via Estado. O governo da União Europeia pode garantir a dívida externa daqueles quatro países através da criação, às pressas, de um FMI europeu, através do próprio FMI, e através do Banco Central Europeu. Nesse momento, os ortodoxos dirão que o BCE não pode entrar no jogo porque estaria criando dinheiro ao socorrer os países, mas foi exatamente isso que fez o Federal Reserve Bank na Crise Global sem causar inflação. Agora o BCE precisará criar dinheiro para salvar os países, ou melhor, novamente os bancos, porque foram eles que emprestaram. Mas uma situação como essa não pode continuar indefinidamente. É preciso repensar radicalmente o problema das finanças internacionais e dos déficits em conta corrente.

Conforme escreveu Wolfgang Munchau no *Financial Times*, “o pacote de resgate à Grécia não impedirá uma moratória do país. Apesar de toda a rigorosa austeridade e medidas de reforma que ele requer, os números não batem”. Não batem porque a dívida é de toda a Grécia, e não há medidas disponíveis para que

o país como um todo faça o ajuste necessário. Os países da América Latina tiveram ampla experiência de crises de balanços de pagamentos como essa, mas, como estavam na periferia do mundo, o problema jamais foi enfrentado pelos países ricos. Nos anos 1980 causa principal da crise de balanço de pagamentos não foi o “populismo” dos governos locais, mas a política recomendada pela ortodoxia econômica de crescimento com poupança externa (déficits em conta corrente) a ser financiada por empréstimos de curto prazo. É o que novamente ocorre agora.

A Crise Global de 2008 não foi uma crise de suspensão da rolagem da dívida externa, mas uma crise bancária. A crise que agora ameaça a Europa e, através dela, todo o mundo é uma crise de balanço de pagamentos ou uma *currency crisis*. Neste caso, porém, uma crise de países ricos. No mesmo *Financial Times*, Martin Wolf diz que o socorro à Grécia “é apenas o começo” – e que o que está sendo exigido da Grécia é o mesmo que tornou a década de 1980 perdida para a América Latina. A meu ver é pior do que isto, porque os países latino-americanos puderam depreciar suas moedas. Os países ameaçados, amarrados ao euro, não dispõem desse recurso. O atraso da Alemanha em agir agravou o problema. Agora, ou a União Europeia toma medidas decisivas para proteger seus membros mais fracos, ou ela como um todo sofrerá por muitos anos as consequências negativas da crise atual.

Folha de S. Paulo, 10.5.2010

Dívida grega: “calote” ou reestruturação?

Depois da Grécia, o que? A Hungria? Ou as perspectivas de baixo crescimento para a Europa? Ou a decepção com a retomada americana? Ou, ainda a Grécia? Os mercados financeiros internacionais são sempre nervosos e instáveis – tristes em alguns momentos, eufóricos em outros, mas sempre em meio a uma dialética de racionalidade e irracionalidade. Nós, economistas, ainda que com um ar mais “científico”, cometemos os mesmos pecados. Diante disso, políticos e empresários – os agentes na economia real – perplexos, não sabem o que fazer. Investir ou não investir? Continuar com a política fiscal expansiva, ou já está na hora de cuidar da dívida pública elevada de cada Estado e da dívida externa eventualmente elevada de cada país? E perguntam: estaria a crise em forma de W começando?

Com o problema da Grécia houve de fato uma ameaça de a crise retornar com força. A demora da Alemanha contribuiu para agravar o problema. Entretanto, afinal o Banco Central Europeu e aquele país fizeram o que se esperava deles, garantiram a dívida da Grécia e, mais amplamente, a dívida dos demais países do euro, e, embora não ficasse tudo resolvido, a crise amainou. Todos sabem que, estruturalmente, o problema da Grécia não está resolvido, porque mesmo que cumpra fielmente seu programa de ajuste fiscal e seu PIB caia cerca de 3 a 4% nos dois próximos anos, no final desses dois anos sua dívida pública em relação ao PIB ainda será de 150%.

Diante de um quadro desse tipo, volta a pergunta sobre uma possível saída da Grécia do euro, mas isto é muito pouco provável. A vantagem de ter uma moeda que começaria sua história já desvalorizada em relação ao euro não compensa os riscos de ficar fora da proteção do sistema euro. Existe, entretanto, a possibilidade de reestruturar a dívida pública dentro do euro. É a melhor coisa que a Grécia teria a fazer dado que sua situação é de insolvência, pois mesmo que a taxa de juros sobre seus títulos volte a níveis razoáveis e nesse nível se estabilize, ela não terá condições de honrar seus compromissos financeiros e voltar a crescer.

Mas um leitor poderia me perguntar: o senhor então está propondo um “calote”? Não, meu amigo, estou sugerindo que a Grécia faça uma “reestruturação” com desconto. Que é a mesma coisa que um calote e algo muito diferente. É a mesma coisa porque para o credor o resultado é o mesmo: recebe apenas parte de seu crédito. É muito diferente, porque na expressão calote existe um tom pejorativo que sugere um devedor irresponsável. Já reestruturação tem uma conotação mais amena, porque reparte a culpa entre o devedor e os credores, e principalmente porque afinal todos ou a grande maioria compreendem que era a única solução racional para o problema dada a insolvência do Estado grego.

Quando uma crise de dívida soberana é resolvida por um “calote” ela é geralmente mal resolvida porque isto significa que não havia insolvência, ou que os mercados financeiros não aceitaram o diagnóstico de insolvência do país devedor, e julgam que ele agiu de má fé. Já quando temos uma reestruturação, embora ela seja em princípio unilateral ou quase-unilateral, o problema se resolve muito melhor, porque, afinal, o que ela faz é sancionar uma perda dos credores que mercados financeiros razoavelmente eficientes já devem ter antecipado pela precificação dos créditos com desconto.

Os governos de países cujo Estado se tornou insolvente têm medo de fazer uma reestruturação porque temem que seja vista como calote. Compreendo esse medo. Os mercados financeiros, os governos dos países ricos, e o Fundo Monetário Internacional fazem sempre o que se espera do establishment: pressionam para que o país faça o ajuste ao invés de reestruturar a dívida. E sempre ameaçam que a ação será considerada um calote e que, afinal, o país será obrigado a se curvar dada a força dos credores ou a da lei internacional.

Se o quadro não for de insolvência, mas de liquidez – de mero desequilíbrio entre vencimentos e receitas – essas ameaças poderão valer. No caso, porém, como é o da Grécia hoje, em que o quadro de insolvência esteja claro, essas ameaças são antes retóricas do que reais. Os mercados financeiros já sabem que a reestruturação é necessária. Sabem porque seus economistas e seus operadores viram os números, e sabem o que eles significam. Sabem também porque economistas, como Martin Wolf, e publicações econômicas que eles respeitam, como, por exemplo, *The Economist*, já afirmaram que essa será provavelmente a solução mais adequada para a crise grega. Esses economistas e essas publicações constituem uma espécie de “opinião pública” financeira. Que, como toda opinião pública, pode estar errada, mas não é o que importa – o importante é que ações realizadas de acordo com ela ganham legitimidade imediata.

Não há razão para o mundo voltar a mergulhar na crise. Ela ainda custa muito caro aos países ricos, mas foi bem enfrentada por seus governos e suas economias estão a caminho da recuperação. No percurso, crises como a da Grécia podem ocorrer, mas se seu governo tiver a coragem e a determinação de fazer o que precisa ser feito, os demais governos e o próprio mercado financeiro compreenderão, e esse foco de crise estará brevemente neutralizado, ao invés de ficar supurando por muito tempo.

Valor Econômico, 18.6.2010

O fracasso do euro

Países com altas dívidas privadas estão em uma armadilha; a única solução racional é abandonar o euro

A crise financeira europeia se agrava dia a dia. Agora é a Espanha que está sendo desafiada pelos especuladores, e são os jovens espanhóis desempregados que se reúnem nas praças públicas para protestar. Eles não apresentam soluções para o problema, mas as oferecidas pelo Banco Central Europeu, a Comunidade Europeia, o FMI, e a Alemanha tampouco estão logrando acalmar o mercado financeiro.

A única ideia que fazia algum sentido para o país mais atingido do bloco - a Grécia - era a reestruturação de sua dívida, como sugeriu a Alemanha, mas as burocracias conservadoras do BCE e do FMI não a aceitaram.

Agora, com a crise da Espanha, que é uma crise da dívida privada, o que está em questão não é mais saber se a Grécia ou qualquer outro dos países ameaçados poderá sair desta crise sem impor aos credores do respectivo Estado um desconto substancial. Como não é tão simples impor prejuízos aos credores de dívida privada, a questão é saber se é possível salvar o euro.

Foram duas as causas da crise europeia: a política fiscal expansiva que os países foram obrigados a praticar diante da crise bancária de 2008, e a sobreapreciação implícita do euro ocorrida no transcorrer dos últimos dez anos nos países do Sul da Europa mais a Irlanda, e que estão hoje em crise.

A primeira causa deu origem a uma grande dívida pública, a segunda, a uma grande dívida privada. O caso mais grave de dívida pública - o da Grécia - poderia ser resolvido pela reestruturação.

Folha de S. Paulo, 5.6.2011

Crise do euro e unificação política

Com José Luis Oreiro

O problema “genético” do Euro é que o mesmo é uma “moeda sem Estado”.

Passados mais de 10 anos da introdução do Euro surgem dúvidas cada vez maiores sobre sua sustentabilidade a médio- prazo. Além de faltar ao Euro um Estado para garanti-lo, coube a ele unificar o sistema monetário de países muito diferentes,

Podemos identificar dois grupos de países na área do euro. No primeiro grupo, liderado pela Alemanha, o crescimento do PIB é orientado para as exportações, a taxa real de câmbio permanece em patamares razoavelmente competitivos e a situação fiscal permite o uso moderado da política fiscal por vários anos como instrumento de política anticíclica. Num contexto de forte apreciação do Euro, a competitividade externa da economia alemã foi mantida nos últimos 10 anos graças a uma política de “moderação salarial” adotada pelos sindicatos alemães, os quais, em troca da manutenção dos empregos industriais na Alemanha, aceitaram um crescimento do salário real muito abaixo da produtividade do trabalho. Essa política salarial permitiu uma queda acentuada do custo unitário do trabalho na Alemanha relativamente aos demais países da área do Euro, viabilizando a manutenção da competitividade da economia alemã e a importância da indústria e das exportações como motor do crescimento de longo prazo da maior economia da Europa.

O segundo grupo de países é constituído pelos PIIGS: Portugal, Itália, Irlanda, Grécia e Espanha. Nesses países não houve um acordo salarial semelhante, sua taxa de câmbio implícita se apreciou, e tanto o setor público quanto o privado se endividaram. Assim agravou-se o seu problema crônico de competitividade externa, o qual se reflete em grandes déficits em conta corrente (no caso da Espanha quase 10% do PIB em 2008) somado com desequilíbrios fiscais que variam de moderado (no caso da Espanha) a gravíssimo (o caso da Grécia). O regime de crescimento desses países nos últimos anos foi, em larga medida, *finance-led*, ou seja, liderado pelo aumento do consumo (e do investimento imobiliário) financiado com endividamento privado e aumento dos preços dos ativos.

A combinação entre desequilíbrios nos balanços do setor privado e desequilíbrios nas contas públicas nos PIIGS cria importantes dilemas de política econômica. Com efeito, o retorno ao crescimento sustentado exige um aumento da demanda doméstica, o que demandaria um forte aumento dos gastos do governo; mas o desequilíbrio fiscal não só torna impossível o uso de uma expansão fiscal como exige, pelo contrário, uma contração fiscal significativa para impedir que a dívida pública como proporção do PIB entre numa trajetória explosiva, o que levaria a um inevitável calote nas dívidas soberanas nesses países com consequências imprevisíveis sobre o combalido sistema bancário europeu.

Uma alternativa a esse quadro sombrio seria o BCE adotar uma política monetária altamente expansionista com o objetivo explícito de desvalorizar o Euro e assim permitir uma elevação da competitividade de todos os países da União Monetária. No entanto, essa alternativa esbarra em duas dificuldades. A primeira é que uma forte expansão monetária provavelmente resultaria em elevação dos índices de inflação naquele grupo de países que não tem problemas de competitividade externa, ou seja, a Alemanha. Dado o peso da economia alemã na área do Euro parece pouco provável que esse tipo de solução possa ser aprovado no âmbito da União Monetária.

A segunda dificuldade, ainda mais grave, é de natureza “genética”. O Euro é provavelmente o único caso na história da humanidade em que uma unificação monetária precedeu a uma unificação política. Isso cria um importante dilema para a administração da política monetária. Isso porque, com base na abordagem Cartalista, a moeda é uma criação do Estado (não do Mercado), tendo o seu valor atrelado a capacidade do Estado em impor um determinado instrumento como unidade de conta e meio de pagamento. Sendo assim, o problema “genético” do Euro é que o mesmo é uma “moeda sem Estado”: não há uma autoridade estatal central que imponha o uso do Euro como unidade de conta e meio de pagamento, essa tarefa é exercida pelos governos soberanos dos países que compõe a União Monetária, os quais podem, se assim o desejarem, abandonar a União Monetária. Na ausência de uma autoridade estatal supra-nacional, o valor do Euro tem que ser mantido com base apenas na confiança que o público tem no órgão emissor, ou seja, no BCE. Essa confiança, por sua vez, exige um alto grau de conservadorismo por parte da autoridade monetária europeia, ou seja, exige que o BCE mantenha o valor da moeda por intermédio de uma forte restrição na disponibilidade da mesma, conduzindo assim uma *política monetária estruturalmente apertada*.

Neste quadro, ou se dá um passo atrás, os países endividados saem do Euro, depreciam sua moeda, reduzindo assim os salários e recuperando a competitividade, ou se dá um passo à frente para resolver a o defeito “genético” do Euro. Os países europeus aceleram o processo de unificação política, com a criação dos Estados Unidos da Europa. A segunda alternativa não é fácil, mas foi sempre o objetivo dos países que aderiram ao Euro. Muitas vezes os momentos de crise são momentos de inovação e de avanço. Quem sabe isto poderá ser verdade também desta vez.

Valor Econômico, 29 de junho de 2011

Restruturação negociada para a crise grega

Ao invés de tratar de resolver o problema surgido, está tentando adiá-lo, e, assim, vê o problema agravar-se a cada dia.

A União Europeia é uma maravilhosa e bem sucedida obra de engenharia política, mas o mesmo não se pode dizer da criação do euro, e muito menos da forma pela

qual a Europa vem se comportando quando a insolvência da Grécia a levou à sua primeira grande crise. Ao invés de tratar de resolver o problema surgido, está tentando adiá-lo, e, assim, vê o problema agravar-se a cada dia.

A crise da Grécia teve quatro responsáveis: o governo grego anterior que não soube administrar suas contas, a Alemanha que aumentou a produtividade sem aumentar os salários e assim desequilibrou as economias dos países mais fracos endividando-as, os bancos que alegremente emprestaram para a Grécia e para outros países, e a teoria econômica ortodoxa que defende o crescimento com “poupança externa”, ou seja, tentar crescer às custas de déficits em conta corrente esquecendo que estão geralmente associados a déficits públicos.

A crise surgiu há um ano, e logo ficou claro que era uma crise de insolvência do Estado grego. A solução nessas situações é “reestruturar” a dívida, ou seja, é o país se dispor a pagar apenas uma parte dela. A alternativa de empréstimos adicionais combinados com medidas de austeridade que provoquem recessão e reduzam os salários é ineficaz porque a dívida é grande demais para poder ser paga. E no caso grego é ainda mais inadequada porque o país não tem a possibilidade de combinar a austeridade com a depreciação de sua moeda que causaria a redução dos salários sem muita dor e reequilibraria as contas externas.

Ao invés de entender qual é o real interesse da Grécia e começar a discutir com o resto da Europa como viabilizar uma reestruturação negociada, o primeiro ministro George Papandreou preferiu o caminho mais fácil de subordinar-se às burocracias internacionais envolvidas: o Banco Central Europeu, a Comunidade Europeia e o FMI. Estas, sempre conservadoras, decidiram empurrar o problema com a barriga ao invés de resolvê-lo. Apenas a Alemanha agiu de forma consequente: propôs a reestruturação negociada, obrigando, assim, os credores a assumirem parte das perdas. Mas há duas semanas o presidente Nicolas Sarkozy logrou convencer a primeira ministra Angela Merkel a continuar a postergar a solução do problema. Em um primeiro momento, há um ano atrás, essa política era razoável, porque era preciso dar algum tempo aos bancos credores para se prevenirem da perda inevitável. Mas repeti-la agora é apenas agravar o problema.

Os dois argumentos geralmente levantados contra a reestruturação são que ela obrigará a Grécia a sair do euro e que terá um efeito dominó sobre os demais países frágeis da Europa. A primeira consequência definitivamente não é verdadeira. Quanto à segunda, é preciso considerar que o quadro dos outros países é substancialmente melhor. Por outro lado, não é pospondo a solução de um problema que se evitam o seu agravamento e o risco para os demais. Agora é hora de resolver a crise – e não é isto o que se está fazendo, em prejuízo da Grécia e de toda a Europa.

Crise europeia sem controle?

Os adversários da reestruturação argumentavam que a reestruturação grega contagiaria os demais países, mas ela era necessária, e provavelmente será insuficiente.

Nesta semana o ataque especulativo contra a Itália deixa claro que o verdadeiro problema que a Europa enfrenta hoje não é mais evitar a crise – ela está aí –, mas atravessá-la sob razoável controle. Os principais obstáculos a uma solução adequada são os burocratas internacionais do Banco Central Europeu e do FMI que rejeitam a reestruturação administrada da dívida, e o Institute of International Finance que quer reduzir o custo da reestruturação para os grandes bancos que representa mais do que já sendo reduzido.

A Grécia está hoje em situação de insolvência. O documento do IIF reconhece esse fato. Diante disso, a única solução razoável para o problema é o *default* e a reestruturação da dívida – a redução do valor total a ser pago e o aumento do prazo de pagamento – feita de maneira negociada e ordenada. A Alemanha propôs essa solução, que dividiria as perdas entre os estados e os bancos. Estes rejeitaram a proposta com o apoio do Banco Central Europeu, do FMI, e da Comissão Europeia, e, há três semanas, a proposta alemã foi descartada em troca de uma alternativa segundo a qual os grandes bancos participariam do socorro total de €115 bilhões de dólares com a substituição de seus créditos de curto prazo no valor de €30 bilhões por créditos de longo prazo com um desconto. O IIF dá agora sua resposta. Quer anulação ou redução de uma parte da dívida pública grega de €350 bilhões de euros. Concorda, portanto, com a reestruturação que haviam recusado, mas quer que o setor público pague o prejuízo que os bancos tiveram ao emprestar à Grécia.

Os adversários da reestruturação argumentavam que a reestruturação grega contagiaria os demais países. Mas isto já está acontecendo, e se reflete nos juros elevados que os outros países europeus afetados estão sendo obrigados a pagar. Agora, com o vazamento do documento do IIF, é a Itália o novo alvo. Devido ao excesso de dívida pública, os juros de seus títulos aumentaram perigosamente. Ao que parece o IIF foi longe demais. Neste fim de semana, diante do agravamento da crise, os ministros de finanças europeus estão reconsiderando a proposta de reestruturação, agora chamada de “default seletivo”, que obrigará os bancos credores a aceitar o desconto. E o FMI dá afinal sinais favoráveis a essa solução.

Não há garantia de que a reestruturação da dívida grega controlada pela União Europeia, o BCE e o FMI garantirá a travessia ordenada da crise, porque o risco do contágio sempre existirá, e porque a solução será parcial. Resolve o problema da dívida pública, não da dívida privada grega. Nem o problema dos custos de produção excessivos nos demais países devedores porque o aumento dos salários nesses países foi maior do que o da produtividade enquanto o inverso ocorria nos países credores europeus, resultando daí a sobreapreciação implícita de sua taxa de câmbio. A solução apenas resolve ordenadamente uma parte do problema. Vamos esperar que a outra parte – a da desvalorização necessária – vá

aos poucos sendo resolvida através da adoção de planos de austeridade pelos governos, e através do aumento da produtividade das empresas. O fundamental é manter a economia europeia sob controle.

Folha de S. Paulo, 16.7.2011.

Grécia, tome a iniciativa

Já que a Europa não está enfrentando a crise do euro, mas apenas adiando soluções, cabe à Grécia tomar a iniciativa que implica grande desconto de sua dívida ou então a saída do euro.

Muitos analistas criticam os líderes europeus, particularmente a primeira ministra da Alemanha, pela timidez e hesitação que têm caracterizado suas ações. Estou de acordo com essa avaliação, mas eu nunca vi credor tomar a iniciativa de perdoar parte da dívida do devedor. Por isso minha crítica maior é ao primeiro ministro da Grécia, George Papandreou. Quando vejo sua imagem na mídia, não posso deixar de me sentir solidário com ele dado o tamanho da crise que está enfrentando. Mas não posso também de deixar de compará-lo com o presidente argentino Fernando de la Rúa, um político tão correto e bem intencionado como Papandreou, que em 2001, diante da crise gravíssima da Argentina, revelou-se um fraco, ficou imobilizado, sem coragem de tomar medidas excepcionais para enfrentar uma conjuntura excepcional. E não posso deixar de lembrar que foi preciso que um novo presidente, Eduardo Duhalde, assumisse o governo e chamasse Roberto Lavagna para o Ministério da Economia, para que a crise fosse enfrentada com determinação e superada.

Agora, enquanto Papandreou se limita a pedir ajuda e a prometer o que não pode cumprir, pede-se aos líderes europeus que decidam por um grande socorro à Grécia e aos outros países em crise que envolva a reestruturação e a monetização de suas dívidas, e a criação de eurobônus. Esta é a única solução possível, é condição para que a União Europeia salve o euro e proteja seus bancos. Porque a crise maior é dos grandes bancos europeus, dada sua alta exposição nos países já insolventes ou que caminham para a insolvência. O Fundo de Estabilização Europeu foi um bom passo na direção do equacionamento da crise, mas sabemos que não tranquilizou o mercado financeiro porque é insuficiente. O fundo terá que ser muito maior, e para isso, será preciso que sua necessidade se torne evidente para os cidadãos europeus.

Neste momento quem devia estar tomando a iniciativa, quem devia estar cuidando de sua própria casa é o governo grego. Caberia a ele fazer um plano heroico que envolvesse a declaração da moratória, a exigência de amplo desconto de sua dívida pública, e a disposição de a Grécia sair do euro e desvalorizar sua moeda. Essa é uma política arriscada? Sim, mas não creio que o custo envolvido seja maior do que o que se está pedindo da Grécia. Pede-se um imenso corte fiscal associado a uma política altamente recessiva que baixe os salários através do desemprego. Através do plano grego, o desconto seria maior

e o corte fiscal, menor, e o reequilíbrio da conta corrente do país seria obtido pela desvalorização da moeda nacional e não via desemprego.

Diante dessa iniciativa grega, os líderes europeus terão duas alternativas. Ou ficarão indignados, mas isso não resolverá o problema de seus bancos e da sua Europa, ou ficará mais claro para seus eleitores do que está em jogo – que não é só a Grécia mas toda a Europa e seus bancos –, e, assim, seus governos adquirirão a legitimidade política que hoje não têm para tomarem as medidas necessárias para conservar a Grécia no euro e para promover a reestruturação da sua dívida de forma administrada.

Folha de S. Paulo, 8.10.2011

Os tempos anormais da Europa

A Europa vive tempos anormais, o medo de novas crises deixa os mercados financeiros ainda mais instáveis do que já são, e em tempos anormais são necessárias soluções anormais.

Poderia ter dado certo a convocação de referendo feita pelo primeiro ministro da Grécia, Georges Papandreou? Nunca saberemos, porque o primeiro ministro grego confirmou sua fraqueza e recuou rapidamente diante da reação violenta dos dirigentes da Zona Euro. O que significaria “dar certo” nesse caso? Significaria encontrar uma solução decente para uma crise tão grave. O desconto de 50% da dívida pública que foi decidido na última semana foi um avanço, mas não resolve o problema maior que é o do desequilíbrio da conta corrente da Grécia, ou seja, a sobreapreciação implícita do euro grego.

Os líderes europeus ofereceram uma “solução” também para esse problema. É o plano de austeridade, são as medidas de contenção de despesas através das quais se provoca o desemprego e se reduzem os salários e os preços, e assim se deprecia a taxa de câmbio implícita da Grécia. Mas essa solução é muito cara para o país. A Grécia já está há dezoito meses em recessão, e ninguém sabe quanto tempo ainda levará para corrigir os preços da Grécia em relação aos da Alemanha e da Holanda.

Ao propor o referendo Papandreou estava abrindo o caminho para a saída da Grécia do Euro, e para a desvalorização da sua moeda. Dessa forma os salários seriam também reduzidos, mas de uma só vez, e sem o custo de mais desemprego. Para a Grécia essa é a melhor solução. Ela não sai da União Europeia, sai apenas do euro, e volta a ter sua própria moeda, depreciada em relação ao euro. Há riscos nessa mudança para os bancos gregos e em relação à possível inflação na nova moeda. Mas ambos os riscos são provavelmente menores do que o custo de ficar no euro e tentar realizar um plano de austeridade que é grande demais e que não tem apoio popular.

Para diminuir esses riscos é importante que a saída da Zona Euro seja acordada, como já está sendo acordada a reestruturação da sua dívida pública. Para a Zona do Euro será bom que um país que se desequilibrou estruturalmente deixe de a ela pertencer. O desequilíbrio é grande demais, e não é apenas fiscal mas também cambial. E é melhor que se pense em uma saída negociada e ordenada do euro.

Ao invés, Papandreou curvou-se, e a Europa voltou para a alternativa das reestruturações, mais a austeridade, mais o aumento do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira. Se os agentes financeiros estivessem mais calmos e mais seguros, se não estivessem tão preocupados com o alto endividamento dos países da Zona Euro, o caminho poderia ser mesmo esse, desde que a ele se somasse uma ação mais ativa do Banco Central Europeu de apoio a seus membros. Entretanto, a Europa vive tempos anormais, o medo de novas crises deixa os mercados financeiros ainda mais instáveis do que já são, e em tempos anormais são necessárias soluções anormais. Como foi o Plano Real, no caso do Brasil. Como foi a atuação do Federal Reserve Bank nos Estados Unidos depois da crise de 2008. Como precisam ser as políticas da Zona Euro e do seu banco central, incluindo-se entre elas a saída de alguns de seus membros.

Folha de S. Paulo, 7.11. 2011

Moeda europeia, ou estrangeira?

O erro fundamental do euro é o de ser uma moeda estrangeira: que países soberanos não podem nem emitir nem desvalorizar

O euro ainda pode ser salvo? Esta pergunta faz sentido porque há muitos analistas apressando-se a anunciar que o euro falhou e está condenado a desaparecer. Hoje está claro que o euro foi uma ideia arriscada, que afinal apresentou mais problemas do que soluções, mas é cedo para dizer que fracassou. Toda a questão nestes tempos anormais em que afligem a zona do euro está em saber se os europeus continuarão a ter uma "moeda estrangeira" como é hoje o euro ou a transformarão em uma moeda nacional europeia.

O erro fundamental do euro é o de ser uma moeda estrangeira -uma moeda que os países da zona do euro não têm o poder soberano de emitir. Ao adotar o euro, os países renunciaram à sua soberania, porque um requisito fundamental dela sempre foi a capacidade do Estado-nação de emitir dinheiro quando não tem alternativa para pagar suas dívidas. O exercício desse poder implica risco de inflação mas, no caso do euro, esse risco é pequeno. Certamente menor do que o custo que estão incorrendo os países europeus com esta crise.

Na última semana, em uma conferência internacional, o título de minha apresentação foi "No foreign finance, please", porque sei que nada foi pior para um país do que se endividar em moeda estrangeira. Em vez de promover o investimento e o desenvolvimento, o endividamento promove a apreciação

cambial, o aumento do consumo, a fragilidade financeira e a crise do balanço de pagamentos. Os países em desenvolvimento se endividaram em moeda estrangeira por populismo cambial e porque equivocadamente acreditavam que deveriam "crescer com poupança externa". Já os países europeus se endividaram voluntariamente em moeda estrangeira -em moeda que o país não tem a soberania de emitir. Um perfeito contrassenso apoiado na suposta autorregulação dos mercados.

Mas os europeus ainda podem tornar o euro uma moeda nacional europeia. Para isto, é necessário que o Banco Central Europeu (BCE) faça o que estão fazendo os bancos centrais dos Estados Unidos e do Reino Unido e emita dinheiro para comprar os títulos dos países-membros. No caso da zona euro, compre até que sua taxa de juros atinja um nível normal -momento em que a crise estará terminada.

Isso implicará, como contrapartida, uma substancial diminuição da autonomia do país de incorrer em déficit fiscais, e em um severo monitoramento do endividamento privado que se reflete em conta corrente negativa dos países devedores dentro da zona.

Os alemães se opõem a esta monetização da dívida; têm medo de estimular a irresponsabilidade fiscal. Mas economistas alemães aprovaram a proposta que o BCE compre a dívida dos países até 60% do PIB, porque sabem qual o custo para seu país do colapso do euro: quase dois terços das exportações da Alemanha são realizadas para a zona do euro. Por enquanto, o Norte da Europa aproveitou o euro para exportar e investir, enquanto que o Sul, para importar e consumir. Ou essa síndrome perversa é corrigida pelo colapso do euro e a depreciação da moeda dos países devedores, ou é resolvida tornando o euro uma verdadeira moeda nacional europeia do Estado-multinação europeu em formação.

Folha de S. Paulo, 21.11.11

Nem segurança, nem soberania

Ao criar o euro, líderes da Europa deveriam ter feito um limite também para o déficit em conta corrente

Enquanto aumenta a perspectiva do colapso do euro dada a insensibilidade da Alemanha em transformar o euro em uma moeda nacional europeia, os Estados Unidos e o Reino Unido, que foram os campeões da desregulação e da financeirização neoliberal, estão em situação mais confortável porque conservaram sua moeda nacional e, diante da crise, puderam exercer duplamente sua soberania monetária: depreciando tanto o dólar quanto a libra e emitindo moeda para aumentar a liquidez monetária e, assim, manter baixos os juros sobre a dívida pública.

Ou o Banco Central Europeu toma o mesmo rumo, socorre seus países membros e estanca a crise financeira, ou o euro entrará em colapso, e a única questão será saber se seu fim será ordenado ou caótico, e se decorrerá da percepção dos países que não lhes interessa ter uma moeda estrangeira, ou de um choque financeiro qualquer que produza o pânico.

A causa da crise de 2008 e da longa recessão dos países ricos foi a desregulamentação dos mercados financeiros, o aumento explosivo da dívida privada e a quebra dos bancos. Foi, em outras palavras, a crença neoliberal justificada "cientificamente" pela ortodoxia neoclássica que os mercados são autorregulados.

Mas os europeus foram vítimas duas vezes dessa ortodoxia porque o Tratado de Maastricht que criou o euro foi presidido por um pressuposto absurdo: que o setor privado estaria sempre equilibrado, porque é coordenado pelo mercado, dele se deduzindo que a única preocupação deveria ser com o setor público.

Se esse princípio ortodoxo, conhecido como a "doutrina Lawson" (ministro das Finanças de Margaret Thatcher) fosse mera teoria ociosa, não haveria problema, mas ele foi central na definição do euro.

No tratado que o criou, os líderes europeus definiram um parâmetro para os políticos ao limitarem o deficit em 3% e a dívida pública em 60% do PIB, mas não se preocuparam em estabelecer um limite para o endividamento privado e o endividamento de todo o país, ou seja, para o deficit em conta corrente.

Por que não definiram também um limite para esse deficit em 3% do PIB? Seria um segundo limite perfeitamente coerente com o limite de deficit público. Se tivesse sido estabelecido, o sinal de alarme em relação aos países hoje em crise teria soado muito antes, e a crise poderia ter sido evitada.

Afinal a crise do euro não foi originalmente uma crise fiscal (a qual só se configurou devido à necessidade de socorrer os bancos), mas de endividamento privado.

Agora essa mesma ortodoxia não quer ouvir o clamor indignado dos povos. Diz que socorrer os países implica estimular a irresponsabilidade fiscal. Esta é uma visão que subestima a inteligência das pessoas.

Afinal, que sentido faz para grandes países que tanto lutaram por sua autonomia nacional ter uma moeda que não é sua? Uma moeda que seus cidadãos não podem usar para enfrentar a crise financeira?

Neste momento eles devem estar pensando o que há pouco era impensável. Devem estar avaliando a alternativa de sair do euro. Uma saída que mesmo que seja planejada, será traumática. Mas provavelmente melhor do que continuar a ter como "sua" uma moeda estrangeira, que não garante à nação segurança e soberania.

Euro, pensar o impensável

Hoje, é impensável extinguir o euro, e no entanto é melhor que os europeus pensem seriamente nessa alternativa

Na China, em 1979, era “impensável” caminhar para o capitalismo, e no entanto Deng Xiaoping pensou e se antecipou à estagnação que na União Soviética ocorreu. Na Argentina, em 2011, era impensável terminar com “plan de convertibilidad”; De La Rúa curvou-se a esse impensável, e o custo foi uma crise brutal. Na Zona do Euro, hoje, é impensável extinguir o euro, e no entanto é melhor que os europeus pensem seriamente nessa alternativa. A criação do euro foi um erro, porque não havia um estado por trás dele, e porque ele se transformou em uma *moeda estrangeira* para cada um dos 17 estados-nação que o adotaram – uma moeda que, nas crises, eles não podem nem emitir, nem desvalorizar.

O impensável é muitas vezes puro medo e conservadorismo de governantes sem visão. Nesta grande crise do euro, a Grécia tornou-se um país insolvente, mas declarou-se “impensável” reestruturar sua dívida; quando a dívida foi reestruturada com um desconto de 21%, tornou-se impensável aumentar essa porcentagem; quando o desconto foi aumentado para 50%, tornou-se impensável o socorro do Banco Central Europeu a ela e aos demais países e bancos, mas um pouco depois o BCE passou a comprar de forma moderada títulos públicos e inundou o sistema bancário europeu de liquidez. O impensável revelou-se, afinal, a solução.

Há pouco a saída da Grécia do euro era impensável, mas hoje os economistas da Comissão Europeia e do BCE estão estudando o que será necessário então fazer. Estão certos, mas seus governantes agiram de forma mais acertada se cobrassem deles estudos sobre a extinção do euro.

Mas, gritam os defensores do impensável: “seria a desordem e o caos!” Não creio. A crise dos países do Sul da Europa desencadeada em 2010 é de balanço de pagamentos: foi causada pela sobreapreciação do *euro implícito* que se expressa em salário médio incompatível com o nível de produtividade. Teve como consequência elevados déficits em conta corrente seguidos por elevado endividamento externo, principalmente privado. A dívida pública já estava alta porque, diante da crise financeira global de 2008, todos os países haviam adotado política fiscal expansiva.

A extinção implicará alguns riscos e custos, mas o custo de se tentar resolver uma crise causada por déficits em conta corrente através de redução dos déficits fiscais já foi muito grande, inclusive em termos de sacrifício da democracia, e continuará a sê-lo por muitos anos, para todos os países, inclusive a Alemanha.

Do ponto de vista prático, não haveria grandes problemas. Seria naturalmente necessário imprimir novas cédulas. E, em determinado dia, ao invés de retornar às antigas moedas, os países em conjunto transformariam o euro em um “euro nacional”: o euro alemão, o euro francês, e assim por diante. Em seguida, os

países com elevados déficits em conta corrente e altas dívidas externas desvalorizariam sua moeda. O que provocaria a queda dos salários, e alguma inflação. Mas esta é uma forma muito mais humana e mais eficiente de praticar a austeridade e diminuir os salários do que aquela que está sendo praticada hoje: através da recessão e do desemprego.

No caso do euro, não é apenas o medo da inflação que torna sua extinção impensável. É também o medo que ela “desestruture” a União Europeia. Mas não há esse risco; a UE é o mais extraordinário caso construção política e social que conheço, e só ganhará se agora der um passo atrás. Haverá espaço, no futuro, para muitos passos adiante.

Folha de S. Paulo, 27.2.12

Salvar o euro ou salvar a Europa

A decisão maior que os governos europeus terão que tomar não é quanto a flexibilizar ou não a política de austeridade fiscal que estão adotando para enfrentar a crise do euro, mas é decidir se para salvar a moeda comum vale a pena arriscar seriamente a sobrevivência da própria União Europeia. Sabemos que a política de austeridade fiscal está equivocada. Ataca-se um problema que na origem não é fiscal (a dívida excessiva de cada Estado ou governo) mas é cambial (a dívida excessiva de cada país ou Estado-nação), como se fosse um problema fiscal. É certo que à medida em que a dívida privada foi estatizada, o que acontece sempre durante as crises financeiras, a dívida pública aumentou, e o mercado financeiro perdeu confiança na capacidade dos Estados de pagá-la. Mas nos países que estão em crise, a austeridade agrava, ao invés de aliviar a situação fiscal dos governos, porque a redução de suas receitas é maior do que a diminuição da despesa.

O objetivo real da política de austeridade é provocar a recessão, aumentar o desemprego, e, assim diminuir os salários. Dessa forma se corrige o desequilíbrio real existente na Zona do Euro: os elevados déficits em conta corrente resultantes da sobreapreciação implícita da taxa de câmbio dos países sob ataque especulativo. Mas o custo dessa política de depreciar o câmbio implícito através do desemprego é inaceitável em democracias. E é ineficiente. Mais racional é promover a depreciação das moedas sobreapreciadas.

Eu sei que essa alternativa é inviável para os países da Zona do Euro. Será mesmo? Se a política de austeridade se revelar uma ameaça séria não apenas à sobrevivência do euro, mas da própria União Europeia, por que não pensar seriamente na extinção do euro?

É difícil avaliar o quanto a crise do euro está ameaçando essa extraordinária realização de engenharia política que é a União Europeia. Mas está ficando cada vez mais claro que essa ameaça é real. Os partidos nacionalistas de direita na Europa estão ficando cada vez mais agressivos em relação ao euro e à própria União Europeia. Vimos isto recentemente na França, onde a candidata da Frente

Nacional alcançou 20% dos votos, e na Holanda onde o primeiro ministro foi obrigado a resignar devido à pressão do partido de direita. Mas não há razão para limitar o problema à direita. Há um número crescente de europeus que põe em dúvida uma união que, da forma que está sendo implantada, com uma moeda comum, implica mais custos do que benefícios.

Depois que publiquei nesta coluna o artigo “Euro, pensar o impensável” (27.2.12), verifiquei que já há muitos grupos na Europa discutindo seriamente a alternativa da extinção acordada do euro. A grande objeção que se levanta é quanto à solvência dos bancos dos países endividados que tomaram empréstimos em outros países. Como esses países, também de forma acordada, desvalorizariam sua nova moeda no dia da reforma monetária, seus bancos se veriam ameaçados de falência. Essa objeção é legítima, mas faria parte da reforma um amplo pacote de socorro aos bancos. O custo desse socorro, porém, será muito menor do que já está sendo hoje o da austeridade e do que poderá ser uma crise do euro que saia do controle dos governos.

Folha de S. Paulo, 7.5.2012

Duas possibilidades para o euro

Não enviei este artigo para publicação na Folha de S. Paulo, 7.5.12, porque concluí que a alternativa dos 100% Eurobonds era afinal inviável por falta de poder central para executá-la. A análise aqui contida, porém, continua válida

A crise está de volta na Europa, e a Espanha está no centro do furacão. De nada serviram o pacto de austeridade exigido pela Alemanha, a maciça emissão de moeda pelo Banco Central Europeu e a reestruturação da dívida grega. Ataca-se um problema que na origem não é fiscal (a dívida excessiva de cada Estado ou governo) mas é cambial (a dívida excessiva de cada país ou Estado-nação), como se fosse um problema de fiscal; mas é certo que à medida em que a dívida privada vai sendo estatizada (o que acontece sempre durante as crises financeiras) a dívida pública aumenta, o mercado financeiro perde confiança na capacidade do Estado de pagá-la, e os juros saem do controle. A “austeridade”, cujo objetivo real é diminuir os salários reais através do desemprego, e, assim, corrigir a taxa de câmbio implícita entre os países da Zona Euro, agrava ao invés de aliviar a situação fiscal dos governos, porque a redução de suas receitas é maior do que a diminuição da despesa. A Espanha, que era um dos países mais equilibrados da Europa antes da crise, tem quase 25% da população 50% dos seus jovens, desempregados.

O euro foi um erro. Em artigo recente nesta *Folha* (27.2.12) disse que era preciso “pensar o impensável”: a extinção acordada do euro, combinada com a depreciação também acordada das moedas dos países com déficit em conta corrente. É uma política que terá que ser acompanhada de um plano de socorro aos bancos que tiverem

feito empréstimos a empresas cuja moeda se depreciar em relação ao empréstimo feito.

Há uma alternativa: tornar o endividamento dos governos dos países irrelevante do ponto de vista da taxa de juros, transformando a Zona do Euro em uma confederação com um Estado ou uma Autoridade Central. Para isto “basta” refinar 100% da dívida pública dos países com Eurobonds e, ao mesmo tempo, os governos deixarem de ter o poder de emitir qualquer dívida pública sem previa autorização da Autoridade Central. Com isso, a dívida da Espanha ou de qualquer outro país pagará a mesma taxa de juros – desaparecendo a ameaça de corrida financeira – e o Estado Europeu estará formado ao aceitarem seus membros a perda de soberania implícita na perda de autonomia para emitir dívida pública.

Essas são a meu ver as duas únicas possibilidades: um passo atrás, através da extinção do euro, ou um passo à frente, através da definição dos Eurobonds como única dívida pública legítima. Tanto uma quanto outra são políticas radicais? Um tanto, mas creio que menos radicais do que a política atual, porque essa política é radicalmente ineficaz (não resolverá a crise financeira, provavelmente continuará a agravá-la, devido a seu caráter pró-cíclico) e porque é radicalmente desumana e injusta, ao impor sofrimentos a milhões de pessoas para evitar prejuízos para bancos e empresas endividados.

Entre as duas alternativas, a dos Eurobonds 100% parece ser a mais racional, porque eliminará o problema do câmbio, e, assim, diminuirá substancialmente os custos tanto das pessoas como das empresas. A dívida pública será resolvida pelos títulos públicos exclusivos, e as dívidas privadas serão resolvidas privadamente. O “custo” é o da soberania, mas afinal esse era o objetivo dos países quando criaram o euro: era trocar a soberania de cada país por uma soberania maior – a do Estado Europeu. Entretanto, se essa alternativa for adotada, as autoridades europeias não terão condições de fazê-la valer. Nada impedirá que os países voltem a se endividar. Logo, só resta mesmo a alternativa da extinção acordada do euro.

Euro, jogo de soma menor que zero

Já está claro que o euro é um jogo de soma menor que zero – um jogo em que todos perdem.

Há duas semanas a Grécia votou sob o signo do protesto, e os dois partidos que vêm dirigindo o país nestes dois anos de crise sofreram enormes perdas eleitorais e, associados, não lograram formar um governo. Daqui a duas semanas a Grécia votará novamente, mas agora a expectativa do establishment é que vote sob o signo do medo, e derrote o Partido da Esquerda Radical (Syriza) que foi o grande vitorioso das recentes eleições.

Não é bom agir dominado pela cólera, mas tampouco pelo medo. E isto não vale apenas para a Grécia; vale para a Zona do Euro, que não sabe o que fazer diante do grande erro que cometeu ao criar o euro. Em tempos normais, a prudência é a

melhor conselheira; já em tempos anormais os governos precisarão agir sem medo e inovar, se quiserem evitar grandes danos econômicos e humanos.

Já está claro que o euro é um jogo de soma menor que zero – um jogo em que todos perdem. Perdem todas as classes sociais: perdem os rentistas e os financistas que deles recebem comissões, porque as taxas de juros estão negativas; perdem os empresários, porque não têm oportunidade de investir e realizar lucros; perdem os trabalhadores, porque ficam desempregados. E perdem todos os países: perde a Grécia, que foi irresponsável; perdem a Espanha e a Itália, que foram responsáveis fiscalmente, mas incorrerem em déficits em conta corrente; perde a Alemanha, que fica sem para quem vender e é obrigada a dar descontos. Mas os jogadores mais fracos pagam mais do que os outros dois grupos: os trabalhadores, porque são eles que ficam desempregados por longo tempo até que os salários caiam em termos reais e a necessária desvalorização interna ou implícita ocorra; os países devedores, porque é deles que se pede a “austeridade”, ou seja, a depressão, para que a desvalorização cambial ocorra. E, afinal, todos poderão perder muito mais se uma crise descontrolada se desencadear.

Mais racional é extinguir de forma acordada o euro, e, na mesma reforma monetária, desvalorizar a moeda dos países deficitários. Dado o absurdo de cada país soberano da Zona do Euro ter uma moeda comum “estrangeira” (moeda que estes não podem nem emitir, nem desvalorizar) e dado o custo que já está sendo incorrido, sua extinção é uma questão de tempo. E, na prática, já está sendo viabilizada. Conforme assinalou Martin Wolf (*Valor*, 30.5), “com uma parte crescente do risco transnacional agora sendo assumida pelo Banco Central Europeu, o caminho para o desmembramento vai ficando mais desimpedido” (porque agora os bancos devem para o BCE, ao invés de para bancos de outros países).

Ao contrário do que se afirma, a extinção do euro não destruirá a União Europeia; pelo contrário, a fortalecerá, porque essa união extraordinária deixará de estar sob a ameaça do euro. E não implicará caos ou hiperinflação; pelo contrário, tranquilizará os mercados financeiros que trabalharão com bônus que voltam a ser emitidos por Estados-nação soberanos, porque os bancos serão socorridos, e porque os países logo voltarão a crescer. No futuro, depois que os países tiverem dado um poder fiscal muito maior ao poder central, e no momento em que decidirem ceder sua soberania, eles poderão formar um Estado Europeu, e ter de volta o euro. Por enquanto, terão a União Europeia, o que não é pouco.

Folha de S. Paulo, 4.6.2012