

Opções inaceitáveis na zona do Euro

Martin Wolf

Valor, 01.06.011

Um euro em um banco grego, hoje, já não é o mesmo que um euro em uma instituição alemã. Não existe apenas o risco de corrida, mas também o risco de corrida a um sistema bancário nacional. Isso é, como sabemos, o que o governo federal impediu que ocorresse nos EUA.

A zona do euro, como foi concebida, fracassou. Foi baseada em um conjunto de princípios que revelaram-se impraticáveis ao fim do primeiro contato com uma crise financeira e fiscal. A zona do euro tem duas opções: seguir em frente, rumo a uma união mais estreita ou recuar para uma dissolução ao menos parcial. É isso o que está em jogo.

Supostamente, a zona do euro deveria ser uma versão atualizada do padrão-ouro clássico. Países com déficit externo recebem financiamento privado do exterior. Se esses financiamentos secam, a atividade econômica diminui. O desemprego, então, provoca queda dos salários e preços, provocando uma "desvalorização interna". No longo prazo, isso deveria proporcionar saldos financeiros nos pagamentos ao exterior e nas contas fiscais, embora somente depois de muitos anos de sofrimento. Na zona do euro, porém, grande parte desse financiamento flui por meio de bancos. Quando a crise vem, os setores bancários famintos por liquidez começam a entrar em colapso. Governos sujeitos a restrições de crédito pouco, quase nada, podem fazer para impedir que isso aconteça. Esse, então, é um padrão-ouro mantido por esteróides injetados no setor financeiro.

O papel dos bancos é fundamental. Quase todo o dinheiro numa economia contemporânea é constituído por passivos de instituições financeiras. Na zona do euro, por exemplo, a moeda em circulação é apenas 9% da massa monetária ampla (M3). Se essa é uma verdadeira união monetária, um depósito em um banco na zona do euro tem de ser equivalente a um depósito em qualquer outro banco. Mas o que acontece se os bancos em determinado país estão à beira de um colapso? A resposta é que essa premissa de equivalência deixa de se sustentar. Um euro em um banco grego, hoje, já não é o mesmo que um euro num banco alemão. Nessa situação, não existe apenas o risco de corrida a um banco, mas também o risco de corrida a um sistema bancário nacional. Isso é, como sabemos, o que o governo federal impediu que ocorresse nos EUA.

Na cúpula econômica de Munique, no mês passado, Hans-Werner Sinn, presidente do Instituto Ifo de Pesquisas Econômicas, elucidou brilhantemente as implicações da reação a essa ameaça ao Sistema Europeu de Bancos Centrais. O SEBC atuou

como prestador de última instância aos bancos com problemas. Mas, como esses bancos pertencem a países com déficits externos, o SEBC tem sido, indiretamente, também o financiador dos déficits. Além disso, como os bancos centrais emprestaram em troca de dívida pública com desconto, eles estão financiando seus governos. Vamos dar nomes aos bois: isso é financiamento do Estado por bancos centrais.

O financiamento do SEBC flui pelo sistema de compensações em tempo real do sistema do euro ("target-2"). Enormes posições de ativos e passivos agora surgiram entre os bancos centrais nacionais, sendo o Bundesbank o credor dominante. Na verdade, Sinn aponta para a simetria entre os déficits em conta corrente da Grécia, Irlanda, Portugal e Espanha e os montantes que o Bundesbank têm a receber de outros bancos centrais desde 2008 (quando secou o financiamento privado às economias mais fracas).

Insolvências governamentais agora deverão ameaçar a solvência dos bancos centrais dos países devedores. Isso, então, imporá grandes prejuízos aos bancos centrais dos países credores, cujos contribuintes nacionais teriam que pagar a conta. Isso seria uma transferência fiscal pela porta dos fundos. Com efeito, é bastante claro que isso certamente acontecerá, é o que se desprende da notável entrevista com Lorenzo Bini Smaghi, membro da diretoria do Banco Central Europeu, publicada no "Financial Times" do último domingo.

Sinn coloca outros três pontos. Em primeiro lugar, essa forma de financiar os países devedores pela porta dos fundos não pode continuar por muito tempo. Ao transferir uma parcela tão grande da criação de dinheiro na zona do euro para financiamento indireto dos países deficitários, o sistema teve de retirar crédito de bancos comerciais nos países credores. Dentro de dois anos, afirma ele, os países credores terão posições de crédito negativas junto a seus bancos centrais nacionais, significando, em outras palavras, que os BCs lhes deverão dinheiro. Por esse motivo, essas operações terão, então, de cessar. Em segundo lugar, a única forma de descontinuar-las sem gerar uma crise seria os governos solventes assumirem o que são, em essência, operações fiscais. No entanto, em terceiro lugar, quando somamos os montantes devidos por bancos centrais nacionais às dívidas dos governos nacionais, os totais são assustadoramente elevados. A única saída é voltar a uma situação em que o setor privado financie tanto os bancos como os governos. Mas isso levará muitos anos, se é que poderá ser realizado, em vista dos atuais enormes níveis de endividamento.

Uma reestruturação da dívida parece inevitável. Mas é também fácil ver por que seria um pesadelo, especialmente se, como insiste Bini Smaghi, o BCE recusar-se a conceder empréstimos contra dívida de Estados inadimplentes. Na ausência de sustentação do BCE, os bancos entrariam em colapso. Os governos certamente

teriam de congelar as contas bancárias e redenominar a dívida em uma nova moeda. Haveria, então, uma debandada dos investidores, distanciando-se de dívida pública e privada de todos os outros países frágeis. Isso colocaria esses países no rumo de uma catástrofe semelhante. A zona do euro, então, se esfacelaria. A alternativa seria uma operação politicamente explosiva: reciclar os fluxos de saída por meio da entrada de recursos do setor público.

Em suma, os acontecimentos perverteram inteiramente as premissas do projeto original. Se essa é a concepção que os membros dominantes ainda desejam, precisam eliminar alguns dos atuais membros. Administrar esse processo é, no entanto, quase impossível. Entretanto, se eles quiserem que a zona do euro funcione como está, pelo menos três mudanças são inevitáveis. Primeiro, não é possível permitir que os sistemas bancários permaneçam nacionais. Os bancos devem se apoiar em um Tesouro comum, ou no Tesouro dos Estados membros impecavelmente solventes.

Em segundo lugar, o financiamento necessário em casos de crises entre países membros da zona do euro deve ser transferido do SEBC para um fundo público suficientemente grande. Terceiro, para que os perigos de inadimplência de países sejam evitados, como insiste o BCE, os instrumentos de financiamento aos países fracos devem ser retirados do mercado por anos, talvez até mesmo por uma década. Esse tipo de financiamento deve ser oferecido em condições administráveis em termos de seu custo, mas sob exigências rigorosas no contexto das reformas. Se o sistema resultante deve ser chamado de "união por transferência" é incerto: isso depende de os devedores pagarem tudo (o que duvido). Mas seria, certamente, uma "união por apoio".

A zona do euro precisa optar entre duas alternativas intoleráveis: inadimplência e dissolução parcial ou socorro oficial sem prazo definido. A existência dessas opções prova que uma união duradoura necessitará, pelo menos, uma integração financeira mais profunda e maior apoio fiscal do que inicialmente previsto. Como se dará o encaminhamento político dessas alternativas? Realmente, não tenho ideia. Pergunto-me se alguém tem.

Martin Wolf é editor e principal comentarista econômico do FT