

Crise do euro: saída é monetária

José Luis Oreiro

Valor Econômico, 25.8.2011

A monetização da zona do euro permitiria aos bancos europeus se livrar de uma parte dos títulos públicos “micados” de seus balanços, reduzindo assim o seu próprio risco de insolvência. E geraria uma forte depreciação do euro frente ao dólar e ao yuan, estimulando as exportações européias.

Nas últimas semanas temos vivenciado mais uma rodada de queda generalizada das bolsas, aumento da aversão ao risco e instabilidade das taxas de câmbio. Crescem os temores de uma crise financeira sistêmica na Europa. Muitos economistas têm afirmado que a raiz de todos esses problemas é fiscal. Os mercados desconfiam da solvência dos governos europeus e cobram elevados prêmios de risco sobre os títulos soberanos desses países, aumentando assim o custo de rolagem dessas dívidas e o déficit público, o que acaba por “realizar” a expectativa de insolvência. A saída seria fazer um fortíssimo ajuste fiscal para sinalizar de forma inequívoca aos mercados que as condições de solvência dos países da área do euro estão garantidas. Está claro que, nesse cenário, o Estado do Bem-Estar Social teria que ser desmontado na maior parte dos países europeus. Seria a vitória definitiva do neoliberalismo.

A realização de um “ajuste fiscal a frio” não irá resolver a crise financeira europeia; pelo contrário, pode ainda agravá-la.

Para entender o porque dessa afirmação é necessário esclarecer a origem da atual crise. A mesma não se originou de um descontrole fiscal dos países da área do euro (exceção feita à Grécia). Com efeito, entre 1999 e 2007 a dívida pública (bruta) consolidada desses países ficou estável em torno de 60% do Produto Interno Bruto (PIB). O que se observa nesse período é um notável crescimento do endividamento do setor privado. A dívida das empresas não financeiras passou de 250% para 280% do PIB; o endividamento dos bancos, de 190% para 250% do PIB; e as famílias aumentaram o seu endividamento em quase 50%. A indisciplina “fiscal” estava centrada no setor privado, não no setor público.

Após o colapso do Lehman Brothers em setembro de 2008, os governos dos países europeus realizaram amplos programas de socorro ao setor financeiro e estímulo à economia em recessão, os quais impediram o colapso das economias europeias após uma forte queda em 2009, mas contribuíram para aumentar o endividamento público na área do euro.

A expansão fiscal, no entanto, não foi suficiente para garantir a volta ao crescimento sustentado nos países do sul da Europa (Espanha, Portugal, Itália, Grécia) por duas razões. Em primeiro lugar, esses países se defrontaram com uma forte apreciação cambial nos anos pré-crise em função da ocorrência de

aumentos salariais acima da expansão da produtividade do trabalho, ocasionando um forte aumento do custo unitário do trabalho. Na Alemanha, ao contrário, verificou-se uma redução desse custo em razão da política de moderação salarial implementada com a chancela dos sindicatos alemães. O resultado disso foi uma deterioração da competitividade dos países do Sul da Europa com relação à Alemanha, dando origem a grandes déficits em conta corrente nos primeiros e um crescente superávit no último. Em segundo lugar, o setor privado na Europa iniciou um processo de “deflação de dívidas” no qual o gasto corrente e de capital é reduzido com o intuito de se aumentar a poupança privada e assim reduzir o nível de endividamento.

O efeito combinado da apreciação cambial e do aumento da poupança privada nos países do sul da Europa acabou por amortecer o impacto expansionista da política fiscal anticíclica, contribuindo para manter o desemprego a nível elevado e a atividade econômica semiestagnada. Nesse contexto, cria-se um ciclo vicioso no qual o aumento inicial do endividamento público eleva a percepção de risco por parte dos agentes econômicos quanto à solvência dos países do Sul da Europa, aumentando o custo de refinanciamento das dívidas desses países e, por conseguinte o seu déficit nominal. A elevação do déficit “realiza” as expectativas pessimistas quanto à solvência dos Piigs, criando assim as pré-condições para um default soberano.

Uma contração fiscal irá apenas aumentar a taxa de desemprego e deprimir os lucros das empresas financeiras e não financeiras da área do euro. Isso irá reduzir a poupança privada, retardando assim o processo de deflação de dívidas, o que irá alongar o período de contração dos gastos privados de consumo e de investimento. Dessa forma, a semiestagnação irá se prolongar por vários anos, deprimindo a receita tributária e impedindo a recuperação das finanças públicas dos países do Sul da Europa.

A saída para a crise fiscal da área do euro passa por um “relaxamento quantitativo” da política monetária. Uma alternativa seria o Banco Central Europeu (BCE) monetizar uma parte da dívida pública de forma a reduzir a relação entre juros e PIB para algo como 2% em todos os países da área do euro.

A monetização resolveria numa só tacada dois problemas. Em primeiro lugar, permitiria aos bancos europeus se livrar de uma parte dos títulos públicos “micados” de seus balanços, reduzindo assim o seu próprio risco de insolvência. Em segundo lugar, ocorreria uma forte depreciação do euro frente ao dólar e ao yuan, aumentando assim a competitividade das exportações europeias, viabilizando uma recuperação do nível de atividade por intermédio das exportações. Além disso, a inflação certamente se elevaria como resultado dessa medida, transferindo riqueza dos credores para os devedores, aliviando parte do problema do elevado endividamento do setor privado na Europa do euro.