

Por que a crise do euro não acabou

Por **Martin Wolf**

Valor Econômico, 20.2.2013

Um relacionamento complicado continua sendo frágil. A região do euro é um mau casamento. Poderá tornar-se bom? Um bom casamento é aquele em que os cônjuges continuariam casados se tivessem a opção de começar tudo de novo

A crise da região do euro acabou? A resposta é "sim e não". Sim, são pequenos os riscos de uma crise imediata. Mas, não, a sobrevivência da moeda não está garantida. Enquanto isso for verdadeiro, a possibilidade de ressurgimento das tensões vai continuar a existir.

O melhor indicador de retomada da confiança é o declínio na diferença entre os bônus soberanos de países vulneráveis e os "bunds" alemães. O spread irlandês, por exemplo, estava em apenas 205 pontos-base na segunda-feira, em comparação aos 1.125 pontos-base vistos em julho de 2011. A diferença entre os juros dos bônus portugueses e alemães estava em 465 pontos-base e mesmo a dos bônus gregos estava em 946 pontos-base, abaixo dos 4.680 pontos-base verificados em março de 2012. Os spreads do bônus italianos e espanhóis caíram para níveis relativamente baixos, respectivamente, de 278 e 362 pontos-base.

Por trás dessa melhora, há três realidades. A primeira é o desejo da Alemanha de manter a região do euro intacta. A segunda é a vontade dos países vulneráveis de aferrar-se às políticas determinadas por seus credores. A terceira foi a decisão do Banco Central Europeu (BCE) de anunciar iniciativas fortes - como seu programa amplificado de refinanciamento de longo prazo, para os bancos, e as "Transações Monetárias Diretas" (OMT, na sigla em inglês), para os governos -, apesar da oposição do Bundesbank, a autoridade monetária alemã. Tudo isso trouxe uma onda gloriosa para os especuladores.

Não se trata, contudo, do fim da história. A união cambial deveria ser um casamento monetário irrevogável. Mesmo que seja um mau casamento, a união ainda pode sobreviver simplesmente porque os custos de divórcio são grandes demais. Mas, não importa o custo de uma separação, um relacionamento complicado continua sendo frágil. A região do euro é um mau casamento. Poderá tornar-se bom?

Um bom casamento é aquele em que os cônjuges continuariam casados se tivessem a escolha de começar tudo de novo. Certamente, muitos países-membros se recusariam a continuar casados hoje, já que se veem dentro de um pesadelo de sofrimento e má vontade. No quarto trimestre de 2012, o Produto Interno Bruto (PIB) agregado da região do euro ainda estava 3% abaixo de seu pico pré-crise, enquanto o dos Estados Unidos estava 2,4% acima. No mesmo trimestre, o PIB italiano estava em níveis que não eram vistos desde 2000, 7,6% abaixo de seu pico anterior à crise. O PIB da Espanha estava 6,3% abaixo do ponto máximo pré-crise, enquanto seu desemprego havia chegado a 26%. Todas as economias atingidas pela crise, com exceção da Irlanda, estão em declínio há anos. A economia irlandesa está estagnada. Mesmo o PIB da Alemanha estava apenas 1,4% acima de seu pico pré-crise, com sua força exportadora enfraquecida pelo declínio dos principais parceiros comerciais.

Para que todos os países-membros da região do euro voltassem a se casar alegremente hoje, teriam de ser grandes masoquistas. É discutível se a Alemanha está realmente melhor: sim, tornou-se um excelente exportador e ostenta grandes superávits externos, mas a renda e os salários reais estão contidos. Enquanto isso, a malha política dos países atingidos pela crise se desfia. Raiva dentro de casa e fricções no exterior assolam tanto credores como devedores.

O que, então, precisa acontecer para tornar bom esse mau casamento? A resposta tem dois elementos: administrar a volta à saúde econômica o mais rápido possível e aplicar reformas que tornem improvável a repetição do desastre. As duas estão relacionadas: quanto mais plausível for a saúde de longo prazo, mais rápida será a recuperação.

A volta à saúde econômica tem três componentes interligados: a baixa contábil de dívidas impagáveis herdadas do passado; o reequilíbrio; e o financiamento dos desequilíbrios atuais. Quanto ao alcance que isso poderia ter, presumo que a região do euro não terá as transferências fiscais e a divisão de risco associadas às federações típicas. A região do euro vai acabar ficando mais integrada do que antes, mas muito menos do que Austrália, Canadá ou EUA.

A jornada em direção ao ajuste e retomada do crescimento é ainda mais importante. Vai ser dura e demorada. Suponham que as economias espanhola e italiana comecem a crescer 1,5% ao ano, o que duvido. Ainda assim, levaria até 2017 ou 2018 para voltarem aos níveis pré-crise: dez anos perdidos.

A política fiscal é contracionista. É improvável que países cujo setor privado encontra dificuldade para captar, como a Espanha, vejam uma retomada da concessão, captação e gastos do setor privado. A demanda externa será fraca, em grande parte, porque muitos países-membros vêm adotando políticas contracionistas ao mesmo tempo. Inclusive porque não está nada claro se a competitividade dos países atingidos pela crise melhorou de forma decisiva, a não ser no caso da Irlanda, como explica recente informe da Capital Economics. Na verdade, evidências indicam que a competitividade externa italiana está piorando em relação à da Alemanha. Sim, os déficits nas contas externas caíram. Mas muito disso se deve às recessões que enfrentam.

Enquanto isso, o financiamento do BCE, embora suficiente para evitar que países enfraquecidos e os bancos aos quais estão associados caiam na insolvência repentina, exigiu um forte aperto fiscal. Os resultados vêm sendo decepcionantes. Em recente carta a ministros o vice-presidente da Comissão Europeia encarregado de assuntos econômicos e monetários, Olli Rehn, condenou as recentes dúvidas do Fundo Monetário Internacional (FMI) quanto aos multiplicadores fiscais, considerando-as como não "úteis". Interpreto isso como sinal de sensibilidades exaltadas. Em vez de ouvir o conselho de um sábio conselheiro matrimonial, as autoridades o rejeitaram completamente.

Os que acreditam que as provações da região do euro ficaram para trás, certamente pressupõem uma extraordinária recuperação econômica ou uma disposição dos países atolados em profundas recessões para persistir marchando, ano após ano de dificuldades. Nenhuma das suposições, de forma alguma, parece plausível. Além disso, as perspectivas para as desejáveis reformas de longo prazo - união bancária e avanço na divisão de risco - parecem bem remotas. Muito mais provável é uma união assentada sobre um ajuste

contracionista e desequilibrado para um lado. Será que os parceiros viverão felizes para sempre ou será que esta união vai continuar a ser caracterizada por diferenças irreconciliáveis? A resposta parece evidente, pelo menos, para mim. Se assim for, esta triste história pode ainda não ter acabado. **(Tradução de Sabino Ahumada).**