

Hora de Draghi abrir as comportas

Por **Martin Wolf**

Valor Econômico, 14.5.2014

O BCE está certo ao argumentar que não tem como solucionar sozinho os problemas da região do euro. Mas poderia ajudar a fortalecer o crédito nos países mais debilitados. Em resumo, precisa voltar a mostrar a criatividade que mostrou em 2012.

Mario Draghi, presidente do Banco Central Europeu (BCE), deu claras indicações na semana passada de que o afrouxamento monetário vai chegar em junho. Isso seria bem-vindo. Também seria extremamente tardio e provavelmente, muito pouco. Draghi salvou o dia, em julho de 2012, quando anunciou: "Dentro de nosso mandato, o BCE vai fazer o que for necessário para preservar o euro. E, podem acreditar em mim, vai ser o suficiente". Ele precisa voltar a prometer que vai fazer o que for necessário para elevar a inflação a 2% ao ano.

Eu tinha dúvidas se o programa do BCE de "Transações Monetárias Diretas" (OMT, na sigla em inglês) funcionaria. Mas, no fim das contas, essa promessa condicional de que o banco central compraria bônus governamentais nos mercados secundários mostrou-se tão eficiente em acabar com o pânico que nem precisou ser cumprida. Somado ao comprometimento dos países mais vulneráveis com políticas de austeridade e reformas, isso desbloqueou os mercados de títulos de dívidas soberanas. Investidores e autoridades complacentes imaginam que a crise acabou.

Um sinal é o declínio no rendimento dos títulos de dez anos. Em 8 de maio, os bônus irlandeses rendiam 2,7% ao ano; os espanhóis, 2,9%; os italianos, 3,0%; os portugueses, 3,5%. Mesmo os títulos gregos rendiam apenas 6,2%. Esses países tiveram superávits em conta corrente em 2013, em parte porque a demanda doméstica desabou, em parte porque a competitividade melhorou. Eles não precisam mais de entradas líquidas de capital.

O novo Panorama Econômico da OCDE projeta expansão de 1,9% na Irlanda; de 1,1%, em Portugal; de 1%, na Espanha; e de 0,5%, na Itália, em 2014. É uma recuperação bem-vinda.

E de acordo com a OCDE, em 2015 a dívida pública bruta da Espanha vai ser de 109% do Produto Interno Bruto (PIB); a irlandesa, de 133%; a portuguesa, de 141%; a italiana, de 147%; e a grega, de 189%. Mesmo se o rendimento dos títulos continuar em patamares baixos e esses países tiverem indefinidamente orçamentos primários (excluindo juros) equilibrados, o PIB nominal precisaria crescer perto de 3% ao ano (no caso da Grécia, bem mais) para manter a relação de dívida pública estável.

O crescimento do PIB nominal depende das taxas reais de expansão e das taxas de inflação. Embora a alta da inflação possa aliviar os encargos com as dívidas públicas, os países mais vulneráveis precisam fortalecer sua competitividade em relação aos países centrais, seja por meio de maior crescimento na produtividade ou de inflação mais baixa. No período de 12 meses até março, o núcleo do IPC na Grécia, Portugal e Espanha teve variação negativa. Na Irlanda, subiu 0,6% e, na Itália, 0,9%. Na região do euro como um todo avançou 0,7% e, na Alemanha, 0,9%. Isso dificulta um ajuste.

Suponha que os países vulneráveis continuem com inflação zero. Então, suas economias precisariam crescer a uma taxa real de 3% para estabilizar as taxas de dívida pública, a menos que tenham superávits fiscais primários. A OCDE prevê que a Grécia terá superávit fiscal estrutural primário de 7,5% do PIB; a Itália, de 4,7%; e Portugal, de 3,5%, em 2014. Os mercados apostam que tal austeridade vai continuar indefinidamente. Se não continuar, a crise pode voltar rapidamente.

Como o BCE pode ajudar? No fim de 2013, o PIB real da região estava em um patamar 3% menor do que no primeiro trimestre de 2008. Isso é sinal de excesso de capacidade. A base monetária ampla, a M3, cresceu cumulativamente apenas 7% entre setembro de 2008 e março de 2014, enquanto o PIB nominal expandiu-se 4% entre o 1º trimestre de 2008 e o 4º trimestre de 2013.

Surpreendentemente, o balanço do banco central agora vem encolhendo. O BCE, claramente, não vem fazendo seu trabalho. Uma política monetária mais expansiva deveria elevar fortemente a produção e lentamente a inflação.

Agora, suponha um núcleo da inflação de 2% ao ano e uma economia ciclicamente mais forte na região do euro. Isso poderia não elevar o rendimento dos títulos dos países mais vulneráveis na mesma proporção, já que deveria reforçar a confiança em sua capacidade de crescer e sair das dificuldades. Além disso, uma política expansiva deveria elevar a inflação nos países centrais ainda mais do que nos periféricos, onde está concentrada a capacidade ociosa. Isso também aceleraria os ajustes na competitividade.

O BCE está certo ao argumentar que não tem como solucionar sozinho os problemas da região do euro. Deveria, no entanto, fazer muito mais para gerar crescimento na demanda de forma correspondente com o potencial. Também poderia ajudar a fortalecer o crédito nos países mais debilitados. Em resumo, precisa voltar a mostrar a criatividade que mostrou com as OMTs.

Passar a uma situação de taxas de juros negativas é parte da resposta. Assim como um programa de compra de ativos que expanda o balanço do BCE por meio da aquisição de ativos garantidos do setor privado e dívidas governamentais. Isso também poderia reduzir a fragmentação persistente dos mercados de crédito na região do euro.

Além disso, a criação de mercados para ativos securitizados, inicialmente com proteção do BCE, precisa ser parte da solução para fugir da crise. Os bancos também têm grande papel a desempenhar. Caso a revisão da qualidade de ativos a ser feita pelo BCE encontre grandes lacunas no capital dos bancos, a região do euro vai precisar de um plano para preenchê-las. Se tudo isso for feito com força genuína, a região do euro poderia deixar de cambalear e recuperar a capacidade de correr.

Em resumo, a recuperação da confiança é encorajadora e o restabelecimento da expansão, bem-vindo. A confiança, entretanto, é muito frágil e o crescimento, baixo demais. As autoridades da região do euro - e, acima de tudo, o BCE, seu único ator efetivo - podem e devem fazer mais.

Ainda não é algo garantido que se tenha evitado uma catástrofe. Essa meta, de qualquer forma, é grosseiramente insuficiente. O objetivo precisa ser assegurar uma recuperação saudável. É trabalho do BCE atingir sua meta de inflação e fortalecer os mercados de crédito. Precisa fazer o que for necessário. Ainda não fez o suficiente. **(Tradução de Sabino Ahumada).**