

# A Europa e a Sua Moeda

EM THE WALL STREET JOURNAL

7 - 9 DE NOVEMBRO DE 2011

[...] Os arquitectos do euro reconheceram o potencial sério do problema do “freeriding” como o da Grécia. Os mercados iriam valorizar a sua dívida como se o país fosse resgatado, e os sinais do mercado, como os títulos de dívida, são solenciosos na zona monetária até que seja demasiado tarde. Foi por isso que a Europa tentou estabelecer o mecanismo, do Pacto de Estabilidade e Crescimento, para restringir os governos do interior do bloco.

Mas essas regras nunca se vincularam. O economista e Prémio Nobel, Robert Mundell argumentou em 1998, que as sanções por violação das regras dos défices deveriam ser automáticas, e se fossem sujeitas a votações por maioria acabariam por ser torneadas, tal como foram.

O euro não tem sido portanto, obviamente, a cura perfeita para a incontinência governamental, mas tem sido uma razoável unidade de conta para o Continente na última década. Poderia voltar a sê-lo de novo – se o princípio pudesse ser restabelecido: quando um país não pode pagar as suas contas, os seus credores acarretam com o prejuízo.

Se não pode ser feito, aí teremos ou uma união orçamental que faça a fusão as políticas orçamentais nacionais, ou, a sua dissolução. A presunção é de que a união orçamental irá, ao longo do tempo, fazer a Europa parecer mais uma Alemanha de que uma Grécia. Mas na prática o oposto é mais provável, enquanto a pressão política estiver sempre pela elevada tributação, um pouco mais de inflação, um pouco mais de estímulo e transferências crescentes dos países ricos para os pobres ou dos modelos económicos bem sucedidos para os menos bem sucedidos.

De outro modo o bloco monetário poderia quebrar. Se a Grécia se for embora, estabelece o precedente de que países com problemas saem do bloco. O euro é uma pura moeda

fiduciária sem uma autoridade orçamental por detrás, e a percepção de ser permanente é a única coisa que mantém unida até agora. Os custos com a separação seriam extremamente elevados, assim que os mercados descontassem as hipóteses de outros poderem sair e recalculassem os riscos políticos e económicos por todo o bloco.

A melhor solução seria voltar aos princípios originais do euro, desta vez com um sistema que possa convencer os mercados de que haveria uma verdadeira disciplina. Os vários fundos e planos de compra de títulos de dívida do BCE não são essa disciplina. Podem comprar confiança no curto-prazo, mas não assegurarão aos credores e contribuintes que este mesmo ciclo não se repetirá.

O primeiro passo em direcção à imposição dessa disciplina seria o não cumprimento da dívida grega, acrescido do devido ajuste percentual ao valor de mercado (haircut) para os credores. Isto levaria Atenas a reduzir o seu encargo com a dívida e uma vez mais a ter capacidade de crescer, assumindo claro que mudará de política. Isto será doloroso para a Grécia e para os bancos que lhe emprestaram, mas nada comparado com a separação da zona do euro ou mais anos a continuar com os actuais remendos que são os resgates.

A crise da Grécia não provou que o euro foi um erro. Mas a reacção política é que tem colocado a experiência em sério perigo, por abandonar o princípio do não resgate e por substituí-lo pela doutrina de que a denúncia soberana numa zona monetária é impensável. Esta política não faz mais sentido do que dizer que a falência deveria ser impossível, porque ninguém emprestaria a uma empresa se ela puder estoirar. Mas o pior é que a liderança europeia tem adoptado esta visão para defender o governo Grego das consequências da sua irresponsabilidade nos gastos e nas mentiras sobre o seu verdadeiro nível de défice e de dívida.

A solução não está em voltar a uma “soberania” monetária. Os países não precisam de uma liberdade monetária desacorrentada. Apenas os governos, para se resgatarem das suas más políticas. Se o euro falhar, será porque esses governos pouco fizeram para assegurar a disciplina que uma moeda forte, ainda que feita de papel, exigia. ::

**A MELHOR SOLUÇÃO SERIA VOLTAR AOS PRINCÍPIOS ORIGINAIS DO EURO, DESTA VEZ COM UM SISTEMA QUE POSSA CONVENCER OS MERCADOS DE QUE HAVERIA UMA VERDADEIRA DISCIPLINA. OS VÁRIOS FUNDOS E PLANOS DE COMPRA DE TÍTULOS DE DÍVIDA DO BCE NÃO SÃO ESSA DISCIPLINA**

# A Europa Deve Partilhar o Encargo de Salvar os Seus Bancos

POR JOSÉ MARÍA AZNAR

ANTIGO PRIMEIRO-MINISTRO DE ESPANHA (1996-2004)

[...] **O** Tratado de Maastricht procurou evitar o cenário de falência de um dos estados membros da União Europeia, mas as falhas no plano e na implementação do tratado nos condenaram a isso mesmo. Esse cenário agora ameaça mergulhar a Europa numa segunda vaga de recessões e crises bancárias. A questão é tripartida: O que podemos fazer? O que devemos fazer? Podemos fazer o que devemos fazer?

Com mais financiamento oficial e uma cegueira em relação às violações condicionais, os líderes da Europa poderiam prolongar a agonia Grega por vários meses. Isto arriscar-se-ia a alimentar a ilusão de que a reestruturação dívida Grega pode ser evitada. Não pode. Mas dadas as insuficiências institucionais na zona do euro, a UE deve comprar tempo para prevenir que o incumprimento comprometa o euro e todo o projecto Europeu.

A presente experiência sugere uma problemática separação entre a estrutura do mercado bancário Europeu e a estrutura da sua regulação. Os mercados bancários nacionais deixaram de existir enquanto tal na zona euro, há já muitos anos, assim que eles se integraram num mesmo mercado bancário Europeu. Mas para além da integração financeira privada, a rede pública de segurança mantém-se fragmentada por entre as fronteiras nacionais, o que a torna fraca e com falta de credibilidade. A crise bancária na zona euro é actualmente manuseada por tesouros nacionais relutantes nas acções e mal preparados para pagar, tal como o caso Irlandês demonstrou. Acima disto tudo, há um grupo disperso de autoridades Europeias responsáveis por regulações e supervisão financeira, sem que alguma tenha capacidades de prevenir e de encarar os custos destas crises.

Mas uma alteração de perspectiva deveria permitir os líderes europeus transformar uma crise bancária internacional sistémica numa crise financeira localizada, que ainda assim seria dispendiosa para os contribuintes Europeus, mas que poderia ser mais manobrável. A UE devia estabelecer um verdadeiro Fundo de Resolução e Depósito de Segurança, capaz de intervir e de reestruturar os bancos em todos os países da zona do euro. Tal instalação permitiria um incumprimento ordeiro da Grécia, evitando uma expulsão, de facto, da zona euro. Prevenir esta situação é vital para prevenir os efeitos de contágio que teriam consequências irreparáveis no projecto Europeu.

Sem uma verdadeira rede de segurança, o incumprimento grego, por exemplo, iria imediatamente desencadear uma massiva corrida aos bancos nesse país. Um fundo de resolução estaria apto a preparar o sistema financeiro Grego para uma liquidação transparente depois do incumprimento, e podia recair sobre instituições financeiras internacionais que têm acesso à liquidez do BCE e que estariam capacitadas a garantir os depósitos gregos. Mesmo com um fundo de resolução, um incumprimento grego ainda acarretaria um custo para todos os contribuintes de toda a zona euro, que pagariam pela recapitalização do BCE. Mas este encargo poderia ainda ser distribuído sob o mesmo protocolo que governa o financiamento das autoridades existentes da crise Europeia, tais como o Plano Europeu de Estabilidade Financeira (EFSF).

O que temos de momento não está a funcionar, e assim vai continuar mesmo depois do incumprimento grego. Não é suficiente para o EFSF fornecer financiamento a autoridades nacionais para lidarem com a crise bancária, supostamente local, que acontece dentro das suas fronteiras. Os estados membros da zona euro devem partilhar os custos de resolução das crises bancárias na área do euro. Esta é a única maneira de ir lidando com o núcleo do problema de contágio.

Nem seria preciso dizer que uma extensão credível de uma rede de segurança bancária Europeia, a todos os países, irá exigir que eles partilhem soberania no que diz respeito à intervenção e supervisão bancária. E uma rede de segurança não é uma panaceia. Não deveria permitir dar capacidade aos países de esquecerem as suas obrigações, em relação aos ajustamentos orçamentais e reformas económicas estruturais.

Resolver a crise bancária é politicamente complexo, mas é, sem dúvida, mais factível do que a criação de um único Tesouro Europeu. A Alemanha e a França deveriam mesmo ver que a crise Grega é a oportunidade perfeita para receber contribuições do resto da Europa para recapitalizar os seus bancos. Mas para que isto aconteça os seus líderes têm de abandonar a ideia de que podem dirigir a reestruturação dos seus sistemas financeiros por si próprios. ::

**RESOLVER A CRISE BANCÁRIA É POLITICAMENTE COMPLEXO, MAS É, SEM DÚVIDA, MAIS FACTÍVEL DO QUE A CRIAÇÃO DE UM ÚNICO TESOURO EUROPEU**

# A Grande Recessão e o Fracasso do Governo

POR GARY S. BECKER

PRÉMIO NOBEL DE ECONOMIA DE 1992, PROFESSOR DA  
UNIVERSIDADE DE CHICAGO E MEMBRO DA HOOVER INSTITUTION

As origens da crise financeira e da Grande Recessão são amplamente atribuídas a “falhas de mercado”. Isto diz respeito principalmente aos maus empréstimos e riscos excessivos assumidos pelos bancos na procura de um aumento dos seus lucros. A “Escola de Economia de Chicago” foi alvo de ataques sistemáticos dos média e da academia devido à sua análise da eficácia dos mercados competitivos. O próprio capitalismo como forma de organizar uma economia foi amplamente criticado e foi ditada a sua necessidade de alteração radical.

Apesar de muitos bancos terem tido um mau desempenho, o comportamento do governo também contribuiu para a crise, e prolongou-a. A Reserva Federal norte-americana manteve as taxas de juros artificialmente baixas nos anos que antecederam a crise. Fannie Mae e Freddie Mac, duas instituições quase-governamentais, gozando de forte apoio de membros influentes do Congresso para incentivar hipotecas irresponsáveis que exigiam entradas baixas, assim como taxas de juros baixas para famílias com pouco crédito e rendimentos baixos e erráticos. Os reguladores que poderiam ter refreado os bancos, tornaram-se afinal nos seus *cheerleaders*.

Esta recessão poderia ter sido profunda mesmo com boas políticas por parte do governo, mas “o fracasso do governo” acrescentou muito à sua duração e gravidade, incluindo a sua permanência até ao presente. O diagnóstico errado quanto ao fracasso generalizado do mercado levou os líderes do Congresso, após a eleição de 2008, a propor mudanças radicais nas instituições financeiras e, forma mais geral, a uma regulação mais ampla e a um controle das empresas e do comportamento do consumidor

por parte do governo. Propuseram impostos mais altos para as famílias e empresas de elevados rendimentos, e controles extensos sobre a remuneração dos executivos, enquanto batiam em empresários “milionários” com aviões particulares e estilos de vida caros. Estes líderes políticos quiseram reformular as políticas *antitrust* tornando-as menos eficientes, abrandar a tendência dos EUA para um comércio mais livre, acrescentar regulamentações adicionais ao sector da saúde, cobrar impostos pesados sobre as emissões de energia, e reduzir as oportunidades de prospecção de petróleo e de outros combustíveis fósseis.

O Congresso conseguiu aprovar leis mal concebidas sobre os mercados financeiros, sobre a defesa do consumidor e sobre a saúde. Embora a regulação tenha falhado antes da crise, o Congresso aumentou as regulamentações federais em número e diversidade. Essas leis e os pedidos constantes para mais regulamentação e impostos aumentaram a incerteza sobre o ambiente económico no qual operam empresas e consumidores. Esta incerteza diminuiu os incentivos para investir em bens de produção e bens de consumo de longo prazo. A criação de pequenas empresas foi particularmente desencorajada, quando são uma importante fonte de novas contratações.

A expansão do governo resultante do pacote de estímulo, assim como outros programas governamentais, contribuíram para défices e dívida pública crescentes, precisamente quando os EUA já previam grandes aumentos no endividamento futuro devido a compromissos prévios para aumentar os gastos do governo em direitos adquiridos. Segurança Social, Medicaid e Medicare representam já cerca de 40% das despesas totais do governo federal, percentagem que irá crescer rapidamente durante as próximas décadas a menos que grandes reformas sejam adoptadas. [...]

A defesa tradicional dos mercados competitivos remonta a Adam Smith (e até mesmo a escritores anteriores). Baseia-se principalmente em evidência abundante de que a maioria dos mercados competitivos funcionam bem, geralmente muito melhor do que as alternativas do governo. A principal razão não é que os indivíduos do sector privado são intrinsecamente melhores do que os burocratas do governo e do que os políticos, mas porque as pressões competitivas disciplinam o comportamento do mercado de forma muito mais eficaz do que a acção do governo.

Retira-se a lição que é crucial avaliar se as regulamentações e as leis governamentais são susceptíveis de melhorar e não piorar o desempenho dos mercados privados. Num artigo, “Competição e Democracia”, publicado há mais de 50 anos, eu disse que “os monopólios e outras imperfeições são tão importantes, e talvez substantivamente mais importantes, no sector político como no mercado.... Será que a existência de imperfeições de mercado justificam a intervenção do governo? A resposta seria não, se as imperfeições no comportamento do governo fossem maiores que as no mercado.”

A exigência generalizada de modificações radicais ao capitalismo após a crise financeira dedicaram tipicamente pouca atenção em avaliar se os substitutos do governo fariam melhor, em vez de pior, do que os mercados. As regulamentações e as leis do governo são, obviamente, essenciais para qualquer economia que funcione bem. Ainda assim, quando o desempenho dos mercados é comparado sistematicamente às alternativas do governo, os mercados normalmente saem-se muito bem. ::

# Sobreviver ao Euro

Precisamos de pôr um fim ordeiro à desastrosa experiência económica da EU.

POR NIGEL LAWSON

EX- MINISTRO DAS FINANÇAS DO REINO UNIDO (1983-1989)

[...] Os bancos tinham, de certeza, uma regulação inapta. A ganância e a tolice dos banqueiros pode ter maiores consequências que a ganância e a tolice entre nós. Mas em parte alguma foi maior a tolice do governo, banqueiros e políticos do que sobre o desastre da zona euro. Foi sem dúvida tolice da parte dos bancos tomar a união monetária Europeia pelo seu valor facial – aceitar a prospecção dos políticos, e carregar os seus balanços com uma esquiua dívida soberana na base da qual já não existiria mais qualquer diferença significativa de risco entre a Alemanha e a Grécia.

Mas os arquitectos do desastre da zona euro foram sem dúvida os líderes políticos responsáveis por esta aventura dispatada. Era claro desde o princípio que o projecto iria acabar em lágrimas, a não ser que fosse acompanhada por uma união orçamental completa, que em democracia requer uma união política completa. Eu escrevi isto publicamente, enquanto era Ministro das Finanças, em Janeiro de 1989 – fui o primeiro político proeminente a fazê-lo, tal como aconteceu – e repeti-o em muitas ocasiões, nas quais também argumentei que uma união política completa não era desejável, nem alcançável. O projecto da zona euro estava condenado desde o começo.

Como é que, mesmo assim, se embarcou nele? Os responsáveis pela união monetária europeia podem ser colocados em três abrangentes categorias. Os primeiros são os ideólogos, que mantiveram como uma questão de fé que qualquer transferência de responsabilidades do nível nacional para o Europeu era desejável. Eles nunca quiseram saber da ciência económica. Quanto maior a transferência, melhor – independentemente das consequências práticas. Depois, existiram ainda aqueles que viram o perigo, de que muitos países iriam gastar em excesso ou pedir demasiados empréstimos, mas acreditaram na cláusula anti-resgate constante na arquitectura da UE, e pensaram que a disciplina orçamental iria ser forçada pelos mercados financeiros. Tal como eu e muitos outros disseram na altura, a regra ‘sem

resgates de dívida’ carecia de credibilidade financeira e política nos mercados. E isso ficou provado.

O terceiro grupo de Eurófilos tinha toda uma agenda diferente. Eles perceberam completamente os perigos, mas ainda assim promoveram a UME precisamente porque uma crise só poderia ser ultrapassada através de uma união política e orçamental. Para eles, isto era o objectivo. Mas esta união só é praticável se for claramente expressão do desejo da maioria dos povos da Europa; e isso não é, manifestamente, o caso. Desdém pela democracia tem sido, sempre, uma dos mais impressionantes e menos atractivas características do movimento Europeu. Esse desdém está no centro da presente crise.

Então, como é que saímos daqui? O desenlace final precisa de passar por um abandono ordeiro e total da noção de união monetária Europeia. Quanto mais durar, maior será o custo para as economias dos países membros e para o mundo como um todo. Há ainda custos políticos ao procurar preservá-la, desde o tipo de coisas que hoje vemos nas ruas de Atenas, até ao elevar do ressentimento entre os contribuintes alemães – até agora apenas parcialmente reflectido na posição dos seus líderes – enquanto forem os pagadores principais da Europa. Para não mencionar o avultar das divisões, entre os próprios membros da UE que são parte da zona do euro, e ainda daqueles que, como o Reino Unido, muito sensatamente, não o são.

Mas há um argumento convincente para se ir ganhando algum tempo. Este é necessário para uma dissolução ordeira da zona euro, e para que os bancos Europeus fortaleçam os seus balanços, fazendo face às inevitáveis menos-valias das dívidas soberanas e seus incumprimentos. Muitos bancos têm dívida italiana e grega que nunca vão ser totalmente pagas. Vão precisar de tempo para se ajustarem.

Entretanto, as lições de longo prazo têm de ser aprendidas. A União Europeia precisa explicitamente de abandonar a noção falhada de união cada vez mais estreita, e acordar uma constituição que determine as competências e responsabilidades inalienáveis de cada estado membro individual. Pelo Reino Unido, temos uma exigência especial. É totalmente inaceitável que a Cidade de Londres (cujo centro financeiro é mais importante do que todos os centros financeiros da UE juntos) possa ter de se submeter à regulação da UE – onde a Bretanha possa ser vencida nos votos.

Eu tenho esperança que a União Europeia faça a sua reforma de acordo com estas linhas. Se recusar fazê-lo, a mudança na relação entre este país e a UE terá mesmo de passar por um retrocesso. Mas espero que isso não seja necessário. ::

**O TERCEIRO GRUPO DE EURÓFILOS TINHA TODA UMA AGENDA DIFERENTE. ELES PERCEBERAM COMPLETAMENTE OS PERIGOS, MAS AINDA ASSIM PROMOVERAM A UME PRECISAMENTE PORQUE UMA CRISE SÓ PODERIA SER ULTRAPASSADA ATRAVÉS DE UMA UNIÃO POLÍTICA E ORÇAMENTAL**