

Por que a UE deve unificar sua dívida

Martin Sandbu

Crise global: Rebaixamento americano mostra que tamanho faz diferença no mercado de títulos soberanos



Todos os países da zona do euro poderiam criar um mercado de títulos de € 5,5 trilhões, comparável aos estoques de papéis americanos e japoneses

Tamanho faz diferença. Essa é a lição a ser aprendida com o debate sobre o teto de endividamento em Washington e o rebaixamento da classificação de crédito soberano pela Standard & Poor's, nenhum dos quais provocou altas nos rendimentos dos títulos americanos. É também a lição a ser aprendida com o Japão, que associa o rendimento mais baixo do mundo com um dos maiores estoques de dívida pública.

Essa lição tem uma implicação simples para os países da zona euro: eles deveriam reunir suas dívidas - com ou sem a participação da Alemanha. As vantagens da criação de um mercado de dívida de dimensão comparável ao dos EUA e do Japão superaria claramente os custos.

A escala viabilizaria um custo razoável para esses países se financiarem. O estoque total de títulos do governo dos EUA em circulação é US\$ 9,5 trilhões (€ 6,6 trilhões). Para o Japão, a cifra é 875 trilhões de ienes (€ 7,9 trilhões). Mesmo ajustando esses montantes em função da parcela de obrigações em mãos dos setores públicos dos dois países (especialmente do Japão), o estoque negociável é enorme. De fato, é praticamente impossível, para os investidores, evitar esses títulos. Por isso os investidores mantêm sua exposição a esses papéis: eles estão dispostos a financiar Washington por 10 anos a 2,3% e Tóquio a 1% ao ano.

Compare-se isso com o mercado europeu de dívida soberana fragmentado pelos diferentes países. No fim de 2010, a Itália tinha € 1,5 trilhão em títulos em circulação; a Alemanha tinha 1,4 trilhão; a França, € 1,3 trilhão. (Os títulos da dívida do Reino Unido somavam 960 bilhões de libras, ou € 1,1 trilhão). Trata-se, ainda, de mercados de dimensão considerável. Mas os investidores podem abandoná-los muito mais facilmente do que podem desfazer-se de títulos americanos ou japoneses. Em outras palavras, um determinado montante de redução na exposição de investidores a títulos de um país europeu é muito mais perturbador do que em mercados maiores.

Isso produz dois efeitos. Um deles é fazer com que a maioria dos países europeus, senão todos, paguem rendimentos mais elevados do que se fossem uma entidade única. O outro (efeito) é torná-los mais vulneráveis a pânico no mercado quando investidores começam a se preocupar com o risco de um refinanciamento. Isso, mais do que qualquer outra coisa, foi

responsável pela derrubada dos mercados de dívida irlandesa e portuguesa e pelo contágio dos títulos espanhóis, e até mesmo italianos e franceses.

Quando surge a ameaça desse tipo de pânico, os mercados podem ser tranquilizados apenas com medidas fiscais draconianas, como as que o Reino Unido tomou preventivamente no ano passado e que os membros da zona do euro têm sido obrigados a tomar. Mas como essas medidas deprimem a economia, é muito improvável que produzam resultados desejados. Estagnação prolongada agrava os encargos da dívida pública e mina a credibilidade com tanta eficácia quanto a indisciplina fiscal.

Se você é suficientemente grande, porém, essa dinâmica autorealizável rumo ao desastre pode ser revertida. Os EUA e o Japão mantêm espaço fiscal para estímulo da demanda em curto prazo. Eles podem usar essa margem de manobra fiscal para retomar o crescimento, o que, por sua vez, melhora as perspectivas fiscais.

Essa opção também está à disposição dos países da zona euro. A substituição de todas as obrigações nacionais soberanas (embora não dos empréstimos) por eurobônus comuns criaria um mercado no valor de € 5,5 trilhões. Os títulos seriam garantidos por governos que, reunidos, estão menos endividados, registram um déficit combinado menor e têm maior capacidade de arrecadar impostos do que os EUA e o Japão. Isso quase certamente resultaria em rendimentos inferiores à média atual na zona do euro e praticamente eliminaria a possibilidade de uma "greve" dos compradores de títulos.

Assim sendo, o que é que a zona do euro está esperando? A resposta formal é que, uma vez que os eurobônus exigiriam uma diversidade de garantias solidárias, elas são politicamente inviáveis. Além disso - prossegue essa linha de raciocínio - esse esquema seria economicamente arriscado, já que países prudentes e perdulários pagariam os mesmos rendimentos e os eurobônus se somariam aos passivos dos países centrais que ainda desfrutam de relativa segurança. Mas essas objeções são menos convincentes do que parecem.

Há um sem número de maneiras de limitar o risco das garantias compartilhadas. A emissão total de eurobônus poderia ser decidida por uma supermaioria adequada. As constituições nacionais poderiam consagrar a prioridade das obrigações em eurobônus. O estoque de endividamento comum poderia ser limitado, por exemplo, em termos de obrigações "azuis" (compartilhadas) e "vermelhas" (nacionais), conforme esquema proposto pela Bruegel, um instituto de análises. Os custos do serviço da dívida poderiam ser facilmente diferenciados cobrando os diferentes países em função da sua quota de tomada de empréstimos.

A verdadeira resposta é que a Europa está à espera de que a Alemanha, cuja opinião pública é alérgica a qualquer coisa que se assemelhe a uma "união de transferência" e cujos líderes acreditam que seu país pagará, pelos eurobônus, rendimentos mais elevados do que pelos bunds.

A solução é deixar Berlim para trás. Assumamos a zona do euro sem a Alemanha e seus parceiros com a mesma linha de pensamento - Holanda, Áustria, Finlândia e Eslováquia. Também excluamos a Grécia, que de todo modo necessita tratamento especial. Os demais 11 países podem criar um mercado de títulos de € 3,5 trilhões com números macroeconômicos apenas marginalmente piores do que aqueles para a zona euro como um todo.

Não existe nenhum impedimento econômico para obter vantagens de escala dessa maneira, nem obstáculos legais intransponíveis. Os países interessados teriam, presumivelmente, de assinar um novo tratado compatível com seus deveres em relação à união monetária conforme estabelecidos no Tratado de Lisboa. Isso não significa, necessariamente, um conflito com a cláusula que proíbe operações de socorro: acordar em tomar empréstimos em conjunto não significa assumir dívida de outro país.

Resta, agora, o aspecto político. Seria contrário ao modus operandi de Bruxelas que um subconjunto de países da zona do euro agisse independentemente. Mas não é menos contrário

ao espírito europeu que os países dispostos a unir sua soberania para proteger seu bem-estar sejam impedidos pela recalcitrância alemã. Isso seria justificado se Berlin tivesse que pagar pelo projeto - mas esse não seria o caso.

Como é que tal iniciativa seria recebida na Alemanha? Do ponto de vista econômico, Berlim poderia ver minada sua vantagem ao tomar empréstimos, se os investidores dispusessem de um mercado alternativo de títulos denominados em euros maior e economicamente atraente. Politicamente, os eleitores poderiam temer serem deixados para trás pela integração europeia ainda mais do que temem tornar-se os pagadores das contas europeias. Se assim for, o poder está realmente nas mãos dos outros membros da zona do euro. Eles deveriam empregá-lo.

Fonte: Valor Econômico, São Paulo, 17 ago. 2011, Finanças, p. C10.

A utilização deste artigo é exclusiva para fins educacionais.