

OPINIÃO

O momento da verdade para a zona euro



MARTIN WOLF

Colunista do Financial Times

EXCLUSIVO
FT A principal questão que se coloca numa crise da dívida é saber se vamos encontrar um caminho credível para regressar à solvabilidade. No caso da Grécia, por ora, isso é altamente improvável. O mesmo se pode dizer, embora em menor medida, da Irlanda e de Portugal. Isto levanta outras três questões. Primeiro, qual deve ser a dimensão da necessária reestruturação? Segundo, quem deve suportar os custos? Terceiro, a reestruturação basta? Se a resposta à última pergunta for “Não”, a questão que devemos colocar é: pode a união monetária sobreviver mantendo o modelo actual?

Em relação à primeira pergunta, uma análise do Citi-group dá-nos uma resposta negativa. Em 2014, o rácio dívida bruta/PIB terá aumentado para 180% na Grécia, 145% na Irlanda e 135% em Portugal. Neste horizonte temporal, nenhum dos países deverá registar uma descida no rácio da dívida. O caso de Espanha não é tão grave, uma vez que o rácio da dívida não deverá ultrapassar os 90% do PIB em 2014, apesar de não se verificar qualquer inversão na tendência ascendente.

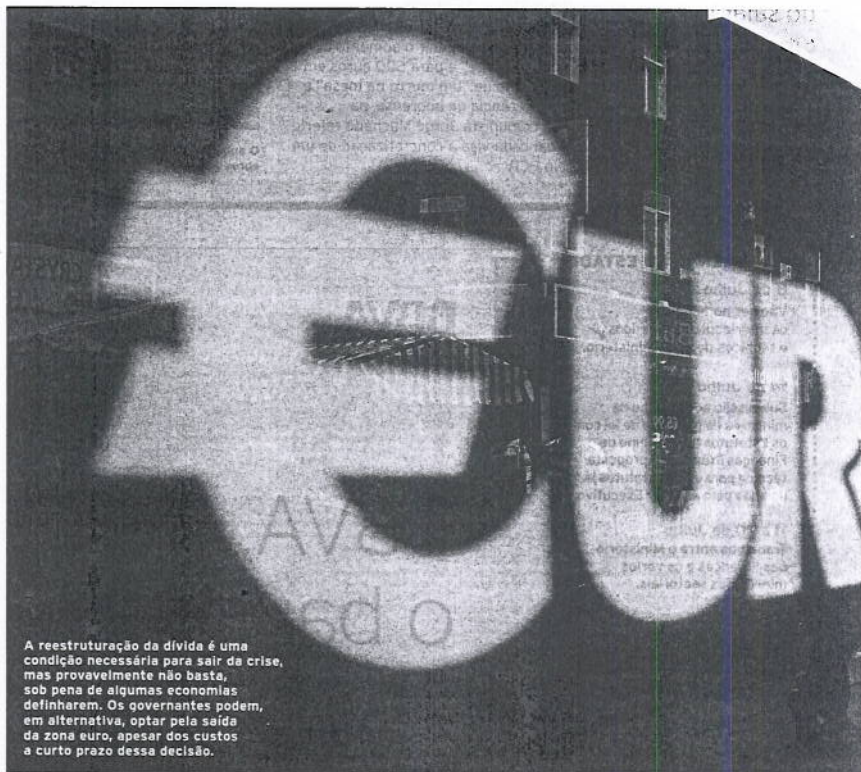
As suposições que sustentam estas previsões são: o aumento da reestruturabilidade orçamental entre 2011 e 2014, inclusive, de 10,8% do PIB na Grécia, 8,3% em Portugal, 7,3% na Irlanda e 5,7% em Espanha; a subida, em 2014, dos juros suportados nos novos financiamentos de perto de 5% para 5,6% no caso da Grécia, Portugal e Irlanda – determinada pela média ponderada das taxas do Fundo Monetário Internacional e do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira – e taxas mais elevadas para Espanha, visto dependerem do mercado; por último,

privatizações e ‘bail-outs’. A análise parte igualmente do pressuposto de que o crescimento vai cair para metade por cada ponto percentual de contracção orçamental.

Vamos supor que esses países se podem financiar a juros comportáveis nos mercados privados, em que o rácio da dívida bruta face ao PIB seja de 80%. Vamos supor também que os governos europeus se comprometem a não imputar perdas ao Fundo Monetário Internacional. Nesse caso, a redução no valor da dívida remanescente corresponderia a 65% do PIB para a Grécia, a 50% para a Irlanda e a 45% para Portugal. A margem de avaliação (‘haircut’) seria, assim, de 423 mil milhões de euros: 224 mil milhões para a Grécia, 107 mil milhões para a Irlanda e 92 mil milhões para Portugal.

Podemos pôr os números em causa – talvez sejam demasiado pessimistas. Porém, sem uma reestruturação profunda, estes países terão maiores dificuldades em financiar-se nos mercados a juros comportáveis. É precisamente isso que dizem os mercados: o ‘spread’ das obrigações a 10 anos face às ‘yields’ (taxas de remuneração) das ‘bunds’ alemãs é de 1,340 pontos base, ou 13,4 pontos percentuais, para a Grécia, 875 pontos base para a Irlanda e 818 pontos base para Portugal. Daí participarem todos em programas oficiais. O facto de o ‘spread’ da dívida espanhola ser desconfortavelmente alto, 240 pontos base, e o da dívida italiana ter atingido os 190 pontos é igualmente preocupante. Em suma, a zona euro tem diante de si um desafio de dívida soberana assustador, agravado pela dependência dos seus bancos do apoio dos respectivos estados e da dependência destes do financiamento daqueles.

Concentremo-nos agora na segunda questão: quem deve suportar os custos? Se todos os ‘haircuts’ recaíssem sobre os credores privados, as suas perdas em 2014 corresponderiam a 97% dos títulos que detêm em dívida grega, a 63% em dívida irlandesa e a 60% em dívida portuguesa. Os credores oficiais teriam, por essa



A reestruturação da dívida é uma condição necessária para sair da crise, mas provavelmente não basta, sob pena de algumas economias definharem. Os governantes podem, em alternativa, optar pela saída da zona euro, apesar dos custos a curto prazo dessa decisão.

“

A questão que se coloca é saber se essa redução voluntária da dívida seria suficiente, em especial no caso da Grécia. A resposta é “Não”.

As propostas de ‘rollover’ apresentadas pelos bancos – seja ou não considerado tecnicamente um ‘default’ –, são pouco relevantes.

O debate deve centrar-se, isso sim, na recompra de dívida em níveis próximos dos actuais preços de mercado.

altura, de suportar uma parte substancial do total das perdas. Além disso, os governos também teriam de apoiar alguns dos titulares da dívida reestruturada, em particular os bancos, expondo a zona euro como uma “união de transferências”. Esta situação acabaria por se materializar, não obstante o grande esforço orçamental nos países afectados. Mas isso não bastaria para inverter a dinâmica desfavorável da dívida a médio prazo, em parte porque o crescimento do PIB vai, provavelmente, manter-se fraco.

Perante isto, as propostas de ‘rollover’ apresentadas pelos bancos – seja ou não considerado tecnicamente um ‘default’ –, são pouco relevantes. O debate deve centrar-se, isso sim, na recompra de dívida em níveis próximos dos actuais preços de mercado, conforme consta da declaração feita sobre a Grécia na semana passada pelo Instituto de Finanças Internacionais, que reúne alguns dos maiores bancos mundiais. Ora bem, isso iria cristalizar as perdas. Seja. É preciso reconhecer a realidade. Como se argumentava esta semana no Financial Times, há fortes razões para se oferecer um menu de opções com garantias parciais, à imagem do proposto em 1989 pelo Plano Brady para a dívida da América Latina.

A questão que se coloca é saber se essa redução voluntária da dívida seria suficiente, em especial no caso da Grécia. A resposta é “Não”. Os governos também têm um papel a

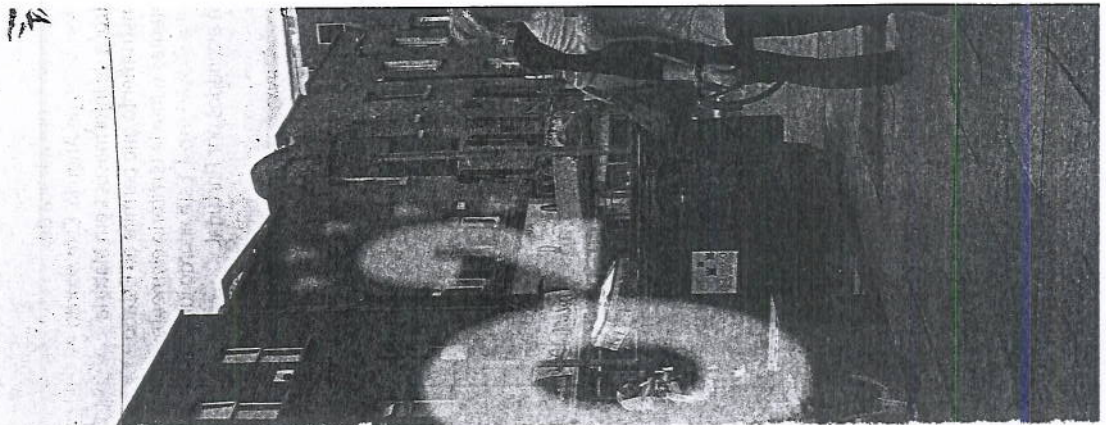
desempenhar, quer aceitando perdas no valor nominal dos seus empréstimos quer garantindo taxas de juro mais baixas, como propõe o Prof. Jeff Sachs da Universidade de Columbia, EUA. Estas são apenas duas vias possíveis para reduzir o valor actual líquido do serviço da dívida.

São muitos os perigos do alívio da dívida, no entanto, as probabilidades de êxito da negociação são praticamente nulas. Com efeito, é possível que os governos venham a assumir uma crescente quota-parte da dívida, permitindo o ‘bail-out’ dos credores privados. Porém, e em última instância, o custo da dívida a pagar a fontes oficiais terá de ser reduzido baixando as taxas de juro ou diminuindo os valores em dívida.

Não se trata de perceber se é, ou não, preciso fazer esses ajustamentos, mas quando. A história deste tipo de crises diz-nos de forma clara que deve ser feito o quanto antes. A confiança só poderá ser reposta quando a dívida estiver num caminho sustentável. Permitir que credores insensatos, reguladores incompetentes e governantes negligentes escondam erros passados é uma má decisão para sucessivos adiamentos.

A questão que se coloca é saber se o alívio sobre o valor actual do serviço da dívida é necessário. As questões são outras. Uma delas é perceber como podemos gerir uma reestruturação da dívida cooperativa. Outra diz respeito à competitividade e ao regresso

Cathal McNaughton/Reuters



ao crescimento. Há quem cite o exemplo da Letónia, que tem gerido a desvalorização interna com sucesso. No entanto, o PIB encontra-se 23% abaixo do ponto máximo anterior à crise. A isto chama-se recessão. Acresce que quanto maior é o sucesso de um país na redução da despesa, maior será o encargo da dívida. A reestruturação da dívida é uma condição necessária para sair da crise, mas provavelmente não basta, sob pena de algumas economias definharem.

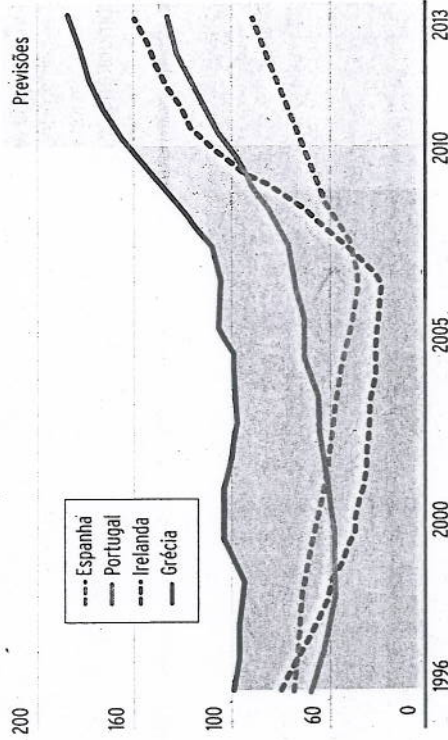
Os governantes podem, em alternativa, optar pela saída

da zona euro, apesar dos custos a curto prazo dessa decisão. Ainda é muito cedo para presumirmos que será este o desenlace, embora haja quem o vaticine. O valor actual do custo da dívida terá, nalgum momento, de ser drasticamente reduzido. Não é preciso fazê-lo hoje, mas terá de ser feito em breve para que as pessoas possam ter esperança. Se isso não acontecer, a bancarrota deixa de ser uma probabilidade para passar a ser praticamente uma certeza. ■

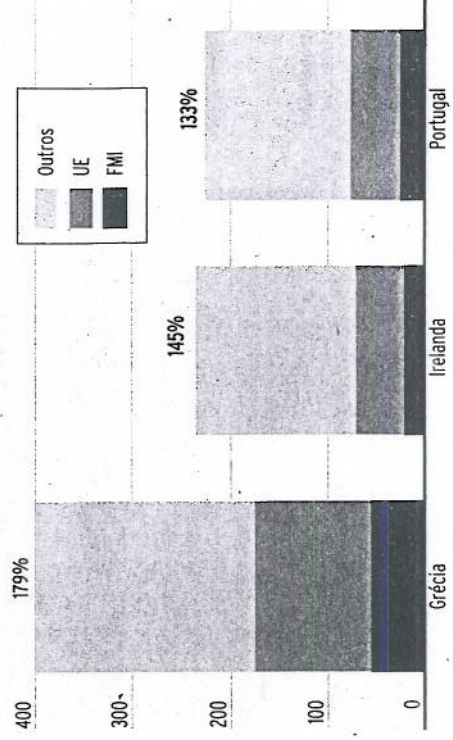
Tradução de Ana Pina

DÍVIDA PÚBLICA

Países da zona euro seleccionados (dívida bruta em % do PIB)



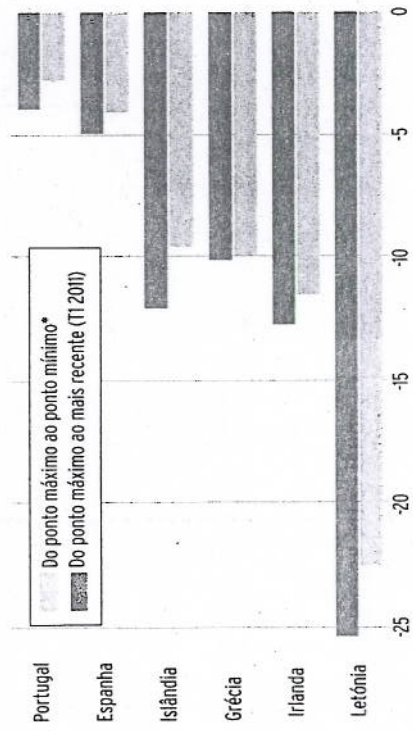
Previsão para a dívida pública em 2014 (€ Mil M)
Número acima da barra indica % do PIB



DESCIDA DO PIB NOS PAÍSES AFECTADOS PELA CRISE

Variacão no PIB real (%)

* Máximos em 2007/08; mínimos em 2009/10



Fonte: Eurostat; Citigroup; Thomson Reuters Datastream