

Comitês de Assuntos Financeiros da Ásia, Australia-Nova Zelândia, Europa, Japão, América Latina e Estados Unidos

Declaração Conjunta No. 25

**24 de Outubro de 2011
Washington, D.C.**

A Crise da Eurozona: Um mapa para uma Ação Urgente e Decisiva

No momento em que os líderes europeus estão tendo um encontro em Bruxelas para tratar da crise na Eurozona, nossos seis *Shadow Financial Regulatory Committees* estão promovendo um encontro em Washington para avaliar as lições da recente crise financeira global. Nós acreditamos que existam importantes lições dessa crise que nos possam proporcionar um quadro de análise para avaliar os planos para resolver a corrente crise Européia.

Uma das lições centrais da recente crise financeira global, e de outras crises financeiras que causaram pragas no mundo em décadas passadas, é que a falha em se reconhecer e alocar com credibilidade as perdas sofridas não as faz ir embora. Com efeito, uma atuação atrasada exacerba a incerteza do Mercado sobre quem irá perder, e por que quantia, o que piora e prolonga as reações do mercado para as perdas. Por exemplo, em 2007 e 2008, os *policy makers* dos Estados Unidos (EUA) e da União Européia (UE) falharam em impor as perdas para os intermediários financeiros, muito embora esses problemas fossem aparentes e reconhecidos pelo mercado. Ao esperar para agir ou para reconhecer e alocar as perdas, os *policy makers* agravaram a incerteza e foram forçados a responder reativamente ao colapso na confiança do mercado no outono de 2008, o que aumentou substancialmente os custos econômicos e sociais da crise.

A Europa enfrenta agora uma crise tri-dimensional: (1) problemas de sustentabilidade da dívida dos *sovereigns*, (2) problemas de solvência ou de inadequação de capital dos bancos, e (3) diferenciais de competitividade entre países da Eurozona (sobre ou sub-valorização das taxas reais de câmbio dentro da Eurozona). Esses problemas são inter-relacionados e os pesos assinalados para cada um deles variam entre os países dentro da Europa. Existe uma urgente necessidade para a Europa responder decisivamente frente a esses problemas. Nós concordamos que isso é difícil, pois não existe uma saída fácil e sem dor. As decisões necessárias que precisam ser feitas irão criar custos substanciais durante muitos anos no futuro.

Os *policy makers* europeus necessitam se conscientizar que quando se anunciam intervenções de curto prazo, os participantes do Mercado irão procurar compromissos com credibilidade que assegurem uma sustentabilidade no longo prazo de quaisquer dos planos que sejam apresentados. Isso requer mecanismos para restaurar a solvência de *sovereigns*, confiança nos bancos, e maior competitividade para os membros problemáticos da Eurozona. Os ingredientes de tal problema incluem o reconhecimento e a alocação das perdas existentes, assim como reformas na política fiscal, melhorias na regulação financeira e medidas para fortalecer o crescimento econômico.

Com a finalidade de atuar rápida e efetivamente nesses problemas, a Europa precisa realizar um plano em quatro estágios para lidar com sua crise.

Primeiro, a Grécia – que é o país da Eurozona mais obviamente complicado e insustentável fiscalmente – precisa reestruturar sua dívida para um nível sustentável. Ao ajudar a Grécia para se reestruturar numa maneira ordenada e restaurar o seu crescimento econômico, os líderes europeus precisam assegurar que o restante da Europa esteja protegido com sucesso de qualquer contágio com as dívidas bancárias e de *sovereign debts* que possam acompanhar a reestruturação na Grécia. Uma resposta satisfatória requer o acordo e a articulação de um plano para alocar perdas relacionadas com a Grécia, de modo tal a prevenir o contágio que resulte da falta de um plano crível.

Segundo, como parte de fórmula mais ampla, crível e transparente para reconhecimento e alocação de perdas, os governos europeus precisam garantir que os bancos estarão adequadamente capitalizados para restaurar a confiança do mercado no sistema financeiro. Isso significa que os bancos que estão correntemente expostos para grandes perdas potenciais precisam estar suficientemente fortes para evitar o risco de insolvência, ou protegidos por garantias governamentais, ou solucionados com implicações claras para seus demandantes, ou re-capitalizados, seja com fundos públicos ou privados. Requer-se agora duras escolhas sobre soluções bancárias, pois os prévios *bailouts* enfraqueceram significativamente as finanças públicas.

Terceiro, necessita-se um *funding* suficiente, vindo de uma fonte coordenada, grande e crível para eliminar a incerteza sobre a sustentabilidade das dívidas soberanas europeias. Isto também requer o reconhecimento e a alocação de perdas, seja explícita ou implicitamente, e a provisão de um suporte suficiente de liquidez. Por exemplo, o *European Central Bank (ECB)*, os *sovereigns* europeus, o FMI, ou algum outro consórcio internacional, poderia providenciar suporte suficiente para algum ou todos *sovereign debts*. Os fundos dessa facilidade poderiam ser oferecidos seja sem pré-condições ou apenas para países qualificados que tenham efetuado reformas suficientes. Todos esses arranjos seriam exemplos de planos coordenados, amplos e críveis para solucionar a incerteza do *sovereign debt*, cada um dos quais implicando impostos e transferências efetivas entre os contribuintes fiscais dos vários países. Até o momento, embora o *European Financial Stability Fund (EFSF)* e o Banco Central Europeu (ECB) tenham proporcionado algum suporte para os *sovereigns*, este suporte é insuficiente para resolver a incerteza de mercado. Nós queremos registrar, naturalmente, que o suporte do ECB sem compromissos críveis da parte dos países membros do ECB para absorver as conseqüências fiscais das compras do ECB, podem resultar num significativo imposto inflacionário.

Quarto, uma trajetória sustentável de longo prazo para os atuais membros da Eurozona precisa enfrentar os problemas de longo prazo de competitividade relacionados com as atuais distorções no alinhamento das taxas reais de câmbio. As taxas reais de câmbio dos países do Sul da Europa são atualmente substancialmente sobre avaliadas relativamente às dos países do Norte da Europa. Existem três maneiras óbvias para se corrigir o problema.

Um enfoque – uma estratégia passiva – pode simplesmente contemplar um doloroso ajuste deflacionário de preços e salários no Sul durante vários anos. Este enfoque implica em custos de baixo crescimento, alto desemprego, e potencial tumulto político, todos os quais podendo

prejudicar a necessária consolidação fiscal. Este enfoque pode se provar fracassado, resultando em poucos ganhos com grandes custos.

Uma segunda estratégia seria conseguir que alguns países abandonassem imediatamente a Eurozona. Isso seria, no entanto, prejudicial para os mercados, podendo diminuir a confiança nas instituições européias e no compromisso com a integração.

Uma terceira possibilidade contempla a suavização do processo de ajuste em prol do restabelecimento da competitividade, a ser obtido por meio de uma taxa de inflação mais elevada na Eurozona durante muitos anos no futuro. Isto importaria um imposto inflacionário no Norte, e ao mesmo tempo se facilitaria o ajuste deflacionário no Sul. Esse ajuste ainda iria requerer profundas reformas estruturais no Sul, para evitar futuros desequilíbrios nas taxas reais de câmbio. Para tornar essas reformas críveis, seria também necessário reformar as estruturas de governança dentro da Eurozona e da EU.

A despeito de qual seja a opção escolhida pela Eurozona, é vital que se mude fundamentalmente a regulação bancária internacional, pois os padrões de requisito de capital estabelecidos pelo Comitê da Basileia, em vigor desde 1989, foram um importante contribuinte para a crise. Tal como reconhecido pelo próximo Presidente do ECB, Mario Draghi, num discurso em Bruxelas em Maio de 2011, “a existência de lacunas [na estrutura das regras de Basileia], devido à falta de coordenação ou de consistência, foi efetivamente um dos maiores causadores da crise”.

Tanto os padrões estabelecidos em Basileia I quanto em Basileia II induziram, artificialmente, os bancos europeus a comprar quantidades excessivas de dívida soberana (*sovereign debt*), pois esses padrões assinalavam um peso zero para o risco, implicando que os bancos não teriam necessidade de suportar quaisquer dessas compras com o capital dos donos.

Ademais, dado que a dívida de todos os governos era avaliada igualmente como zero risco (desde que essa dívida fosse ranqueada como “*investment grade*” pelas agências de *rating*), os bancos não tinham incentivos para discriminar suas escolhas de países na compra de *sovereign debt* ou para diversificar suas carteiras de dívida soberana de países.

Muito embora o Comitê da Basileia tenha revisto, depois da última crise, os padrões de capital, e eventualmente irá requerer que os bancos aumentem seus capitais, os padrões estabelecidos por Basileia III contêm os mesmos defeitos das versões anteriores. Em particular, vão continuar os pesos zero para a *sovereign debt*.

Os seis *Shadow Committees* já há muitos anos têm sido bem críticos dos padrões da Basileia, devido a várias razões, incluindo a sua complexidade e arbitrariedade. Nós acreditamos que já chegou o tempo para se abandonar os métodos correntes da Basileia para estabelecer padrões de capital, e para substituí-los por melhores padrões, incluindo um simples, porém amplo, indicador. É o chamado “razão mínima requerida de alavancagem” (*minimum required leverage ratio*), medido como o capital social (dos acionistas) dividido pelos ativos totais.

O mundo inteiro tem interesse numa solução urgente e crível para a crise da Eurozona e retificação da regulação bancária. Existem vários canais de transmissão potencial dos problemas europeus para o resto do mundo, caso essa crise não seja satisfatoriamente enfrentada. A falha para fixar os padrões de capital bancário continuará a criar incentivos artificiais para os bancos

comprarem *sovereign debt*, a despeito de sua qualidade, e dessa maneira espalhando as sementes para possíveis futuras crises.

Caso o capital fuja das economias européias enfraquecidas, existe um grande risco que eles também fugirão dos mercados emergentes em geral, e de países com altos índices de dívida sobre PIB, especialmente aqueles com perfis de curto prazo para maturidade. Isto conduziria para taxas mais altas de juros e para contração de crédito em todos esses mercados. De fato, existe uma urgente necessidade para fortalecer os recursos do FMI com a finalidade de oferecer liquidez para as economias de mercados emergentes que poderiam ser prejudicadas pelo fracasso de um plano falho da Eurozona.

Na América Latina, os impactos negativos podem ser ampliados pelo fato dos bancos europeus deterem uma importante participação no sistema bancário. Caso os bancos europeus sejam afetados adversamente pelas crises em seus países de origem, existe um risco significativo que eles transfiram para suas sedes recursos das operações latino americanas, e como consequência criando uma perigosa contração de crédito nas economias latino americanas.

A economia dos Estados Unidos está exposta, financeiramente, de uma maneira diferente. Cerca de 40% dos ativos aplicados nos *money market mutual fund* estão investidos em passivos de curto prazo dos bancos europeus. Caso esses bancos não possam honrar suas obrigações, eles vão expor esses fundos mútuos monetários a uma valorização abaixo do valor par, podendo estimular corridas para saque, ou ainda outro *bailout* tal como ocorreu após a quebra do Banco Lehman em setembro de 2008.

Os investidores globais estão expostos devido aos seus investimentos em valores mobiliários na Europa. Uma crise na Europa que resulte num significativo declínio do valor das ações de empresas européias pode não só causar perdas diretas aos acionistas de outros países, como também disparar um *crash* dos mercados acionários de outras economias.

Os problemas na Europa, caso não sejam adequadamente tratados, podem também interromper severamente o *trade finance*, prejudicando o comércio internacional. Este resultado pode ser amplificado por uma contração substancial da atividade real na Europa que possa causar um declínio nas exportações daqueles países que enviam bens e serviços para o continente europeu. Os maiores parceiros comerciais europeus – os Estados Unidos, Ásia (China e Japão incluídos) e todos os exportadores de *commodities* iriam sofrer.

Existem, ademais, outras situações de risco que não conhecemos. Por exemplo, pode ser difícil para os reguladores conhecer a extensão dos *counterparty risks* relacionados aos diversos instrumentos financeiros e instituições financeiras da Europa. Em 2008, nos Estados Unidos, a AIG foi resgatada porque, em parte, os reguladores temiam que ela estivesse excessivamente exposta nas suas contra- partes nos contratos de *credit default swap* que emitiu. Quem sabe se não existem por aí outros potenciais AIGs no evento de uma crise na Eurozona?

Em resumo, o tempo é a essência. É urgentemente necessário que se tomem ações para enfrentar a crise européia numa maneira crível e sustentada, e também para que se reforme, em seus fundamentos, a regulação do capital dos bancos em todos os países do mundo.

O Comitê Latino Americano de Assuntos Financeiros graciosamente agradece o apoio do Center for Global Development, o Banco Central do Chile e o Banco Central da Colômbia para a sua reunião em Washington D.C. O Comitê é totalmente independente e autônomo para redigir suas declarações.