

Nas últimas três décadas do século passado, consolidou-se uma visão do que constitui a boa prática de política macroeconômica. A melhor forma de condução das políticas monetária, fiscal e cambial, inspiradas no que se poderia chamar de consenso macroeconômico, parecia ter levado, se não à superação completa, a uma significativa moderação dos ciclos econômicos. A alternância histórica entre fases de crescimento e bonança e fases de recessão e agruras parecia ter sido substituída por um horizonte de crescimento contínuo, sem o espectro da recessão e do desemprego. As autoridades econômicas, os bancos centrais em particular, teriam finalmente dominado a tecnologia para evitar as grandes recessões e o desemprego extraordinário. Para os países centrais, os tradicionais limites macroeconômicos, externo e interno, representados pela capacidade de crescer sem esgotar as fontes de financiamento externo e sem despertar o dragão inflacionário, pareciam ter sido suficientemente afastados, para não mais representarem uma restrição efetiva ao crescimento sustentável.

Para os países emergentes, para os quais a confiança dos investidores internacionais ainda era condicional, isso não era verdade, como demonstraram as crises recorrentes por que passaram nas últimas três décadas. O fato que economias periféricas não tivessem alcançado o nirvana da grande moderação macroeconômica e continuassem sujeitas as grandes crises de balanço de pagamentos, ainda que tivessem adotado o receituário da grande síntese macroeconômica, era visto apenas como sinal de que ainda precisavam de reformas institucionais e de tempo para a consolidação da confiança. Nos países periféricos, consolidar a confiança externa era objetivo primordial. Após o eclodir das crises, apesar da desvalorização da moeda, da interrupção dos fluxos de capitais externos, da desorganização econômica e do desemprego, a política macroeconômica era obrigatoriamente voltada para a recuperação da confiança. Políticas monetárias e fiscais contracionistas, para o restabelecimento da confiança externa, são especialmente perversas quando a economia mergulha em recessão, as empresas enfrentam grandes dificuldades, o sistema bancário se encontra ameaçado e há grande aumento do desemprego. Para as economias periféricas, entretanto, nunca houve condescendência: em caso de crise, a política econômica não poderia ser anticíclica, dirigida para minorar os seus efeitos, mas perversamente pró-cíclica, para restabelecer a confiança abalada.

Enquanto as economias centrais tinham a impressão de que os limites do possível haviam sido ampliados de tal forma que não representavam mais restrições ao crescimento da demanda, os países periféricos tomavam lições dolorosas sobre os riscos de se aproximarem dos geniosos limites da restrição externa. As várias crises da Rússia e dos países da América Latina e da Ásia não deixaram alternativa: para os emergentes que desejassem participar da integração econômica mundial, beneficiar-se da expansão do comércio e do investimento internacional, era preciso precaver-se contra a possibilidade de serem atropelados por crises cambiais. As conseqüências seriam dolorosas e, a menos que se tomasse o caminho do isolamento, seriam impedidos de conduzir políticas macroeconômicas compensatórias, após o eclodir da crise.

As duas últimas décadas do século XX consolidaram uma percepção de mundo que pode ser esquematicamente descrita da seguinte forma. Os países centrais, emissores de moeda-reserva – os Estados Unidos, principalmente, mas também o Japão e os países da União Européia que adotaram o euro e, em menor escala, Inglaterra e Suíça -, com a confiança externa garantida e o espectro da inflação afastado, não tinham restrição efetiva ao crescimento, a não ser a estabelecida pela capacidade de criar demanda doméstica. Os limites da função de produção doméstica seriam, indefinidamente complementados pela capacidade de financiar qualquer déficit externo.

É verdade que a capacidade de criar demanda doméstica era muito diferente entre eles. Num extremo, os Estados Unidos, a mais dinâmica economia mundial, movida por uma agressiva mentalidade consumista, turbinada pelas extraordinárias inovações tecnológicas e financeiras das últimas décadas, convencida de sua inesgotável capacidade de adaptar-se e reinventar-se. No outro, o Japão que, após o fim da bolha imobiliária no início da década de 1990, viu-se paralisado, com o sistema bancário insolvente e o setor privado traumatizado, incapaz de responder aos estímulos da política econômica para gastar e reduzir a

¹ André Lara Resende, economista, colaborou na formulação dos planos Cruzado e Real. Foi diretor do Banco Central do Brasil e presidente do BNDES no governo de Fernando Henrique Cardoso. Este texto foi publicado no Caderno Valor, Eu &, nº 445.

taxa interna de poupança. Mesmo entre os países da Comunidade Européia, houve diferenças marcantes na velocidade do consumo e do crescimento. Num extremo, a Espanha e a Irlanda; no outro, a Alemanha, naturalmente conservadora e, durante muito tempo, engasgada com sua unificação.

Mas, como um todo, os países centrais, emissores de moedas-reserva, foram as locomotivas do consumo mundial, despreocupados com o aumento do endividamento privado interno e com os recorrentes e crescentes déficits externos. Mesmo o Japão, incapaz de reacender o consumo privado doméstico, fez uso da política fiscal e, sobretudo, da política monetária, agressivamente expansionista que, em última instância, financiou parte do endividamento e do consumo internacional dos países centrais. Mesmo quando não conseguem estimular a demanda interna por meio de uma política monetária expansionista após a crise, os países centrais, emissores de moeda-reserva, podem financiar o consumo externo de seus parceiros comerciais, para expandir suas exportações.

Os países periféricos, traumatizados e escaldados pelas crises recorrentes, compreenderam que a adoção da síntese da política macroeconômica não era condição de suficiência para garantir a confiança dos investidores e poderem participar diretamente da grande euforia da expansão do crédito mundial. Para evitar que fossem recorrentemente atropelados por uma súbita falta de confiança dos investidores, ao levarem longe demais a dependência de capitais externos, os países periféricos adotaram uma atitude cautelosa. Compreenderam que era possível beneficiar-se da expansão financeira e comercial mundial, mas a reboque, necessariamente, do dinamismo das economias centrais. Era preciso garantir que o crescimento doméstico estivesse sempre subordinado ao crescimento da demanda externa. O setor exportador deveria funcionar com dínamo do crescimento econômico, mesmo que – como é sempre o caso nas economias emergentes, com carências de toda ordem -, a demanda interna tivesse um enorme potencial de dinamismo.

O crescimento das economias periféricas neste início de século foi todo baseado na contenção do consumo doméstico e no estímulo às exportações para atender ao consumo das economias centrais. Explica-se assim que o Brasil, tendo enfrentado mais uma crise de balanço de pagamentos em 1999, já depois de superada a inflação crônica, tenha adotado desde então uma política monetária, ao menos à primeira vista, excessivamente conservadora. Os juros extraordinariamente altos no Brasil são um seguro contra a instabilidade geniosa dos investidores. Países emergentes, que dispõem de uma credibilidade condicional, não têm espaço para transformar o consumo interno em locomotiva do crescimento. Toda tentativa de mobilizar o consumo interno como fator autônomo de crescimento corre o risco de esbarrar na restrição externa. O resultado é uma brutal e desorganizadora desvalorização cambial, depois da qual não haverá espaço para conduzir política anticíclicas compensatórias. Tanto a política monetária como a política fiscal deverão ser contractionistas, para restabelecer a confiança abalada dos investidores internacionais.

A partir do início deste século, depois das recorrentes crises sofridas pelas economias dos países periféricos, ficou evidente que o benefício de integrar-se à economia comercial e financeira globalizada era condicional à adoção de uma postura subordinada. A integração deveria ser dirigida para expandir a base exportadora, com o objetivo de crescer dentro dos limites impostos pela manutenção de uma posição de contas externas superavitárias. Acumular um colchão de reservas internacionais era condição para uma integração sustentável. As reservas internacionais mantidas pelos países periféricos são muito superiores ao que seria razoável, se o mercado internacional de capitais tivesse qualquer semelhança com o mercado competitivo teórico.

Apenas duas alternativas estavam abertas aos países periféricos: a inserção subordinada ou manter-se à margem da economia globalizada. Na América Latina, a Venezuela de Hugo Chávez lidera a tentativa de criar um circuito alternativo, que inclui Equador, Bolívia e Argentina. Entre os que optaram por uma inserção subordinada estão o Brasil, México, Chile e Colômbia. Questões ideológicas à parte, o balanço econômico é inequívoco: integrar-se à economia globalizada, ainda que de forma subordinada, foi uma alternativa muito superior à do clube dos excluídos. O fato parece não ter escapado à liderança chinesa, desde o princípio do processo de reversão da revolução cultural maoísta. A China, alertada para os riscos de uma integração incondicional à economia globalizada pelas crises por que passaram seus vizinhos asiáticos, manteve, desde o início, uma atitude extremamente conservadora. Procurou integrar-se, mas com uma postura de conotação mercantilista-exportadora cujo objetivo primordial é extrair benefícios da demanda externa dos países centrais, para garantir expressivos superávits comerciais. Só depois de acumular um extraordinário colchão de reservas internacionais a China passou a reduzir gradualmente os entraves sobre o crescimento da demanda interna. Ainda assim, até o eclodir da crise atual, manteve o

papel de locomotiva secundária, principal fonte de demanda pelos produtos primários, exportados primordialmente pelas economias periféricas, desde que suas exportações e seu superávit comercial estivessem garantidos pela euforia do consumo nos países centrais. O consumo interno chinês esteve sempre reprimido, tanto pela política econômica, quanto pelo controle direto do acesso das populações rurais às áreas urbanas.

O crescimento atrelado exclusivamente ao aumento do consumo dos países centrais não tem como sustentar-se por um período prolongado. Nesses países, o crescimento demográfico é baixo ou mesmo nulo, a pirâmide demográfica é invertida e o padrão de vida já é muito elevado. Manter o alto crescimento da demanda interna depende, simultaneamente, da capacidade de criar novas necessidades de consumo e da possibilidade de expandir os mecanismos de financiamento para famílias cada vez mais endividadas. Os países ricos centrais consomem, endividando-se para satisfazer necessidades cada vez mais artificiais, com produtos feitos na China, que controla seu custo de mão-de-obra e adquire matérias primas dos países emergentes secundários. Não é necessária uma análise muito profunda para concluir que esse modelo é insustentável no longo prazo. Sinais de inviabilidade do crescimento mundial ancorado nesse modelo desequilibrado acumulavam-se há anos. Sua expressão maior era o déficit em conta corrente americano e sua contrapartida: o superávit comercial e a acumulação de reservas internacionais pela China.

Há duas vertentes de interpretação das raízes da crise. A primeira dá ênfase a uma deficiência do quadro regulamentar, imperfeição que teria levado aos excessos de alavancagem incorridos pelo sistema financeiro mundial, viabilizados pela explosão de engenhosidade que se seguiu à transformação de um sistema de relacionamento para um sistema de transações de mercado. Essa transformação acelerou-se a partir do desenvolvimento dos contratos contingentes, os chamados “derivativos”, e da securitização de créditos. A segunda vertente enfatiza os grandes desequilíbrios macroeconômicos internacionais.

É evidente que as duas correntes estão, ao menos parcialmente, corretas, mas são, sobretudo, complementares. O desequilíbrio macroeconômico não teria sido tão profundo, nem teria se sustentado por tanto tempo, sem o desenvolvimento extraordinário do mercado financeiro. O endividamento e o grau de alavancagem mundial não teriam atingido os extremos a que chegaram sem o desequilíbrio macroeconômico internacional.

Aceitar a correção e a complementaridade das duas interpretações não significa, contudo, concluir que a redefinição do marco regulamentar do sistema financeiro seja tão relevante quanto encontrar uma alternativa para o desequilíbrio macroeconômico internacional. O novo desenho da regulamentação do sistema financeiro, promovido de forma apressada e sob o impacto emocional da necessidade de injetar recursos públicos para sanear a irresponsabilidade, corre o risco de ser excessivamente repressor e voltado para impedir erros já incorridos. É mais fácil proibir e cercear do que adaptar o marco regulamentar aos desafios que estão por vir. O ímpeto punitivo e cerceador é voltado para os riscos do passado e incapaz de antecipar os desafios do futuro.

De toda forma, a definição do novo marco regulamentar, por importante que seja, não seria capaz de destravar o sistema financeiro, muito menos de contribuir para a retomada do crescimento global. A questão maior é como reorganizar a economia mundial para dar-lhe um dinamismo sustentado por fatores distintos daqueles sobre os quais esteve baseada nas últimas três décadas. Qual o arcabouço institucional capaz de garantir um dinamismo sustentável sem retomar e aprofundar os desequilíbrios das últimas décadas?

Mais de um ano e meio depois do primeiro sinal de que o mercado financeiro internacional tinha problemas sérios, dado em agosto de 2007, não há mais dúvida quanto à profundidade e ao caráter global da crise – a mais séria desde a Grande Depressão de 1929, ouve-se repetidamente. Certificar-se de que os erros cometidos em 1929 não se repitam parece pautar a reação da política econômica americana. Onde estamos na crise e o que esperar da reação de política econômica posta em prática até este momento?

O fator deflagrador da crise foi o esgotamento do ciclo expansionista do mercado imobiliário residencial nos Estados Unidos. Como ficou evidente depois, a bolha do mercado imobiliário americano era apenas o aspecto mais crítico do esgotamento de um ciclo maior: o do crescimento acelerado do consumo nos países centrais, financiado pelo endividamento crescente do setor privado. Exauriu-se o ciclo de consumo com endividamento, levado a níveis extremos pela engenhosidade de um sistema financeiro globalizado.

Após alguns meses de colapso dos preços dos ativos, o resultado não demorou a aparecer: o sistema financeiro estava insolvente e os consumidores, excessivamente endividados.

A reação de política econômica, num primeiro momento, sobretudo nos Estados Unidos, mas em seguida também na Europa, foi garantir que os erros de 1929 não fossem repetidos. Preocupados em garantir a liquidez do sistema financeiro a qualquer preço, os bancos centrais passaram a emitir moeda, das formas mais convencionais às mais heterodoxas. O objetivo era interromper a queda brusca dos preços dos ativos, imobiliários e mobiliários, antes que o sistema financeiro se tornasse insolvente, ou seja, que tivesse seu capital próprio tragado pela desvalorização de seus ativos.

A agressividade do FED, a partir da quebra do banco Lehman Brothers, em setembro de 2008, não foi suficiente para reverter o quadro. A velocidade da deterioração do valor dos ativos nas carteiras dos bancos continuou superior à capacidade das agências governamentais de simultaneamente capitalizá-los com recursos públicos e assumir seus créditos problemáticos. A extraordinária injeção de liquidez no sistema financeiro, desde o início de 2008 até abril de 2009, representou um aumento do ativo do FED de quase US\$ 1,2 trilhão, ou seja, aproximadamente 10% do PIB americano. A aquisição de ativos financeiros e o aumento de capital dos bancos, financiados pela expansão do ativo do FED, é um processo de transformação de dívidas privadas em dívidas públicas, pois grande parte dos créditos adquiridos é irreversível. O objetivo de um comprometimento de recursos públicos dessa magnitude é fazer com que o sistema volte a emprestar – o que ainda não aconteceu e, muito provavelmente, não acontecerá enquanto o setor privado estiver endividado.

Para reativar a economia estagnada, após a grande recessão, recorre-se à receita de John Maynard Keynes, exposta na sua “Teoria Geral da Moeda e do Emprego”, de 1936. O trabalho seminal de Keynes, posteriormente sistematizado, é a base da moderna macroeconomia, sobre a qual se fundamenta até hoje, embora profundamente revista, a formulação de políticas monetárias e fiscais. Keynes argumenta que, em períodos de recessão e deflação, a política monetária pode se tornar incapaz de estimular a demanda agregada. Só a política fiscal, por meio de aumento dos gastos e dos investimentos públicos, poderia fazer a economia estagnada “pegar no tranco”.

A política fiscal keynesiana é a que expande os gastos públicos, sobretudo os de investimentos, para criar a demanda agregada e reacender, por meio do chamado multiplicador keynesiano, a demanda privada. Quando o FED expande seu ativo adquirindo créditos problemáticos embora haja um componente fiscal embutido na provável elevação da dívida pública, trata-se ainda de uma ação de política monetária. Política monetária não convencional, com provável impacto direto na dívida pública, decorrente da incapacidade de recuperar o valor integral desses créditos, mas, ainda assim, política monetária. Embora essa não seja a política monetária clássica, à qual Keynes se referia, ela também é incapaz de estimular a economia nas atuais circunstâncias. A razão é simples: ainda que seja executada até o ponto em que o sistema financeiro, menos alavancado e recapitalizado, esteja disposto a voltar a conceder empréstimos, não haverá tomadores. Enquanto o setor privado não financeiro estiver excessivamente endividado, preocupado em poupar para reduzir seu endividamento, os únicos possíveis tomadores de novos empréstimos serão justamente os incapazes de amortizar suas dívidas. Só estará disposto a tomar novos empréstimos quem não é capaz de honrar seus compromissos anteriores. A desalavancagem do setor financeiro não resolve o problema. É preciso que o setor privado não financeiro, as famílias e as empresas, também consigam reduzir sua alavancagem para que o sistema volte a funcionar.

Para isso, não basta haver quem se disponha a dar créditos, mas também quem seja digno de crédito e se disponha a tomar crédito.

Há uma diferença fundamental entre as condições a partir das quais Keynes formulou suas teses e as condições atuais. A “Teoria Geral” é de 1936. Antes disso, a partir de 1932, esboços da tese ali formulada aparecem nos Ensaio de Keynes. A partir de 1932, a economia americana estava ainda prostrada em profunda depressão, mas, como se sabe hoje, o excesso de endividamento do setor privado tinha sido eliminado pelo colapso do sistema financeiro, como consequência, em grande parte, de equívocos na condução das políticas monetária e fiscal. A quebra generalizada dos bancos e das empresas resolveu o problema do endividamento excessivo. Bancos, empresas, famílias estavam quebrados, mas sem dívidas. Os custos foram dramáticos, mas o excesso de endividamento desapareceu.

O fato de não se repetirem hoje os erros cometidos em 1929 leva a uma situação muito diferente daquela em que a economia americana se encontrava em 1932. Se, por um lado, não se permitiu que o sistema

financeiro fosse à bancarota, que a economia se desorganizasse por completo e que o desemprego aberto atingisse números perto de 30% como ocorreu na Grande Depressão, por outro lado, a economia continua hoje, a quase dois anos do início da crise, completamente soterrada em dívidas impagáveis. Enquanto seu endividamento for percebido como excessivo, o setor privado – empresas e famílias – estará dedicado a reduzir despesas e a aumentar a poupança, até que seus compromissos tenham voltado a um nível aceitável. **No início da década de 1930 não havia demanda porque não havia atividade econômica e não havia renda. Hoje, não há demanda por que a necessidade de reduzir o excesso de endividamento exige que se poupe uma parte substancial da renda. São situações diferentes.**

O que ocorre hoje nos Estados Unidos é mais parecido com o que ocorreu no Japão após a crise imobiliária e bancária do início dos anos 1990. A intervenção do governo impediu que os bancos quebrassem, as políticas monetária e fiscal tornaram-se agressivamente expansionistas, os juros foram para níveis próximos de zero, e ainda assim a economia se manteve praticamente estagnada. A economia prostrada, mas sem dívida, pode dar início a uma recuperação através do aumento das despesas públicas, que funcionam como um motor de arranque. Uma vez iniciada a marcha, a renda gerada não é mais primordialmente poupada para reduzir o endividamento, mas é gasta para recompor o padrão de vida das famílias, o que cria demanda e dá início ao círculo virtuoso da recuperação. Já numa economia paralisada pelo excesso de dívida do setor privado, como foi o caso do Japão desde os anos 1990, e agora acontece nos Estados Unidos, nem a política monetária, nem a política fiscal são capazes de reativar a economia. Grande parte da renda gerada pelo aumento do gasto público é poupada pelo setor privado para reduzir seu endividamento. Interrompe-se assim, o círculo virtuoso do multiplicador keynesiano de dispêndios.

A melhor análise de situações como essa, da economia em deflação, paralisada pelo excesso de dívida, não é de Keynes, mais voltada para como reativar uma economia em que as dívidas foram dizimadas pela depressão, mas do economista americano Irving Fisher (1867-1947). Keynes, ao menos o da “Teoria Geral”, é o economista do período pós-depressão. Fisher é o grande analista dos períodos depressivos em si, quando a questão do endividamento excessivo e da deflação é dominante.

Fisher estudou as depressões de 1837 e 1873, assim como a de 1929 a 1933, e desenvolveu sua tese de que nem a política monetária, nem a política fiscal são capazes de estimular a economia enquanto perdurar uma situação de endividamento excessivo. Para se ter uma idéia relativa da magnitude do problema do endividamento, o total da dívida americana em 1929 era de 300% do PIB e chegou a quase 360% no fim do ano passado, depois de ficar entre 130% e 160%, desde o início dos anos 1950 até o final da década de 1980. Ben Bernanke, atual presidente do FED, ele próprio um acadêmico com trabalhos importantes sobre os períodos de depressão, demonstrou ter consciência da dificuldade de sair do atoleiro deflacionário, quando há alguns anos, em visita ao Japão, afirmou que a melhor maneira de sair da deflação é não entrar nela.

7. Há uma simetria entre a questão da inflação e a questão da deflação. Antes, é preciso especificar que a inflação que quero contrapor à deflação não é a pequena inflação, sempre presente em uma economia saudável, nem mesmo um surto inflacionário mais forte, por pressões circunstanciais, que pode levar os índices anuais acima dos dois dígitos. O quadro inflacionário ao qual me refiro é o das grandes inflações crônicas, como o que caracterizou a economia brasileira desde a década de 1970 até a estabilização, com o Real nos anos 1990. Assim como o quadro inflacionário crônico é essencialmente um problema de endividamento excessivo do setor público, o quadro deflacionário é essencialmente um problema de endividamento excessivo do setor privado.

A inflação crônica decorre de uma incompatibilidade intertemporal da restrição orçamentária do governo, independente da função de taxa que vier a ser adotada. Trata-se do caso em que o setor público abusou de tal forma da sua capacidade de extrair recursos, seja das gerações presentes – através de tributos ou do chamado “imposto inflacionário” – seja de gerações futuras, através do endividamento, que sua credibilidade é finalmente exaurida. A dívida pública passa a ser percebida como impagável e a moeda nacional é substituída por moedas paralelas. O fim das grandes inflações passa necessariamente pela redução do endividamento público, ou pela onerosa hiperinflação, ou, alternativamente, por alguma forma de “default”. No caso do Brasil, o Plano Collor, apesar de fracassado, revelou-se uma forma barroca e complexa, ainda mais agressiva que um “default” negociado, de reduzir a dívida pública. Foi, entretanto, condição para que a sofisticada desindexação do Plano Real viesse a ter sucesso.

A deflação, por sua vez, decorre de uma incompatibilidade intertemporal da restrição orçamentária do setor privado. A partir de determinado ponto do endividamento, o setor privado só se percebe como capaz

de carregar sua dívida enquanto acredita na contínua alta dos preços de seus ativos. Como a alta dos preços dos ativos é alimentada pelo próprio endividamento, a partir de certo ponto, o processo adquire as características de uma “bicicleta especulativa”. No momento em que se interrompe a alta dos preços dos ativos, o setor privado se descobre subitamente insolvente. As bolhas especulativas imobiliárias, sobretudo residenciais, por basearem-se nos ativos de propriedade mais abrangente, são as que mais estragos causam quando se exaurem. Diante da ameaça de deflação, a opção por não dar crédito público a um setor privado insolvente – não havendo, portanto, uma política monetária agressivamente contracíclica – é o equivalente simétrico, no quadro da inflação crônica, a permitir que se chegue à hiperinflação aberta. Essa foi a opção feita em 1929, com a insistência no equilíbrio fiscal e na manutenção do padrão ouro. O resultado assim como na hiperinflação aberta, é “zerar a pedra”, através da quebra generalizada. Não é preciso destacar os custos absurdos da opção de resolver o endividamento excessivo – seja público, via hiperinflação, seja privado, via depressão – através de uma política de terra arrasada.

A experiência de 1929 ensinou que o apego à ortodoxia, a recusa de financiar com recursos públicos uma economia insolvente, é um equívoco a não ser repetido. Infelizmente, sabe-se desde Keynes, a política monetária expansiva não é capaz de estimular a economia nessas circunstâncias. É capaz de evitar seu colapso, aprendeu-se com os estudos posteriores de Milton Friedman e Anna Swartz, mas, ao dar sobrevida a uma economia atolada em dívidas, torna ineficaz também a política fiscal, como já havia observado Irving Fisher. Enquanto o endividamento não for digerido, tanto a política monetária como a política fiscal são ineficazes. As alternativas não são atraentes: deixar a economia desmoronar, para que as dívidas desapareçam e em seguida usar a política fiscal para reanimá-la, ou inundar a economia insolvente com crédito público, para evitar o colapso, mas ficar sem instrumentos para tirá-la de uma prolongada letargia. Um fim horroroso ou um horror sem fim.

8. Tudo indica que os Estados Unidos terão pela frente um longo período de estagnação. A opção por uma política monetária agressiva e heterodoxamente expansiva deverá evitar a repetição do colapso de 1929, quando o PIB chegou a cair perto de 50% e o desemprego aberto superou 30%. Em contrapartida, o excesso de dívida do setor privado deverá levar anos para ser digerido. Como o excesso de dívida é algo relativo à renda e ao produto interno, quanto menos crescer a economia, mais longo será o período de digestão. Ou, inversamente, quanto maior for a demanda, maior será o crescimento e mais rápida a digestão do excesso de dívida. Esta é a explicação para o aparente contra senso de estimular o consumo numa sociedade que enfrenta uma crise monumental, justamente por consumir e se endividar em excesso. Um chargista captou bem a contradição ao descrever o estado das coisas: país viciado em bolhas especulativas busca desesperadamente nova bolha para investir.

A dívida quanto à atitude correta, nas atuais circunstâncias, entre gastar ou poupar, parece confundir a todos. Tudo indica que o ideal seria poupar, mas desde que os outros gastem. E quem são “os outros” numa perspectiva macroeconômica? A resposta vem de uma identidade elementar da contabilidade nacional: os outros são, primeiro, os estrangeiros que compram nossas exportações e, segundo, o governo que, ao gastar, saca contra as gerações futuras.

Keynes demonstrou que, mesmo que o governo financiasse o aumento dos gastos com aumento correspondente dos impostos, o efeito líquido seria um aumento da demanda agregada, por que os impostos arrecadados vêm parcialmente da poupança. Entretanto, quando se fala em aumento do gasto público nas atuais circunstâncias, não se trata, absolutamente, de financiá-los com aumento dos impostos, mas sim, e integralmente, através do aumento da dívida pública. Fica claro que, quanto mais o estímulo à demanda interna vier das exportações, menor a conta a ser dependurada nas gerações futuras. Enquanto a exportação é uma contribuição externa à recuperação da demanda, as importações são um dreno à demanda interna. Numa economia aberta, parte do esforço de aumentar os gastos públicos se esvai via importações. A eterna tentação protecionista encontra um apelo renovado.

9. Retomemos o fio do raciocínio. Na raiz da crise, apesar dos evidentes excessos do sistema financeiro, não está a falta de regulamentação. Estão ali, sim, os graves desequilíbrios macroeconômicos mundiais. O consumo dos países centrais, turbinado pelas novas formas de financiamento criadas por um sistema financeiro globalizado, foi a locomotiva do crescimento mundial. O esgotamento, nos países centrais, da capacidade de endividamento para consumir levou à crise, que paralisou a economia mundial no último trimestre de 2008.

Com a lição, sobre 1929, bem compreendida a política monetária americana tem inundado a economia com moeda e crédito, na tentativa de evitar uma depressão profunda. Ainda que essa política seja bem-sucedida, as economias dos Estados Unidos e dos demais países centrais, sobre endividados, deverão ficar estagnadas, sob a ameaça de deflação, por alguns anos. A assunção de dívidas privadas pelo setor público, para evitar o colapso do sistema financeiro, poderá ser bem-sucedida, mas ao custo de um grande aumento da dívida pública. Apesar do provável aumento expressivo dos gastos públicos, as economias centrais deverão continuar estagnadas enquanto durar o endividamento excessivo do setor privado. O período de digestão do excesso de dívidas será longo. Como, numa economia globalizada, as importações drenam o esforço doméstico de reativar a demanda interna através do gasto público e as exportações, ao contrário, contribuem para a recuperação da demanda interna, será grande a tentação, também nas economias centrais, para a adoção de uma postura protecionista.

No horizonte dos próximos anos, não há políticas domésticas capazes de revitalizar as economias centrais. O momento seria ideal para reverter o desequilíbrio das últimas décadas. Um agressivo programa de aumento do consumo e do investimento nos países periféricos seria a resposta mais adequada para a recuperação mundial. Além de contribuir para a recuperação das economias centrais, viria aliviar toda sorte de carências reprimidas da periferia. Ocorre que os países de economias periféricas traumatizados pelas conseqüências de assumir o papel de agentes autônomos de sustentação da demanda mundial, adotaram uma atitude conservadora mercantilista, que não será facilmente modificada. Esse posicionamento foi-lhes estimulado – quando não imposto, mesmo em condições recessivas extremas – para obter credibilidade. A compreensível resistência a reverter a política conservadora dos países periféricos agravará o sentimento de irritação nos países centrais, o que deverá alimentar a tentação protecionista e nacionalista, sempre mais forte em momentos de crise.

A crise deixou claro o caráter anacrônico do quadro político e institucional mundial para lidar com a ameaça de uma recessão sincronizada. O quadro político não acompanhou a velocidade com que o mundo se globalizou. O arcabouço institucional não se adaptou à revolução tecnológica que levou à integração econômica. A crise dos anos 1930 terminou por levar, em 1944, à conferência de Breton Woods, da qual saiu a tentativa de criar uma ordem monetária e instituições econômico-financeira internacionais. Mais de seis décadas, muitas crises e algumas revisões depois, o sistema está definitivamente ultrapassado.

Não basta o esforço de dar fôlego às instituições criadas no âmbito do fim da Segunda Guerra por meio da incorporação de novos atores da cena mundial. Coordenação internacional parece hoje, a fórmula mágica. É preciso, simultaneamente, coordenar os esforços de políticas fiscais e monetárias, evitar a tentação protecionista, discutir uma regulamentação financeira harmônica e, sobretudo, reverter os desequilíbrios macroeconômicos das últimas décadas. Sem o arcabouço institucional adequado, a coordenação não pode almejar mais do que as declarações de boas intenções, como as da recente reunião do G-20 realizada em Londres.

A questão da moeda-reserva mundial foi recentemente retomada pelo presidente do banco central chinês. À primeira vista, o fato poderia ser entendido como provocação ou retaliação às reiteradas declarações de autoridades americanas de que a China deveria valorizar a sua moeda. O artigo em que Zhou Xiaochuan expôs suas idéias é sensato. A moeda-reserva é o ponto crucial para que se possa progredir em direção a um mundo mais equilibrado. O desequilíbrio das últimas décadas se deve, por um lado, ao aumento irrestrito das despesas e do endividamento dos países centrais e, por outro, a uma postura nacional exportadora conservadora, voltada para a acumulação de reservas externas pelos países periféricos. A questão da credibilidade, que determina em última instância a assimetria a que estão submetidos os países emissores de moeda-reserva e os demais, está na raiz dos dois tipos de comportamento.

A moeda moderna não tem lastro físico, é meramente fiduciária. Está baseada na credibilidade do emissor. Credibilidade que depende, primordialmente, da percepção de solidez econômico-financeira do emissor e do seu sentido de responsabilidade. Responsabilidade para não abusar do privilégio outorgado. Mas a questão não se esgota aí. A credibilidade da moeda está baseada na percepção de solidez de todo um arcabouço econômico, mas, sobretudo, político, jurídico, e institucional, do emissor. Uma moeda não ganha o direito de ser moeda-reserva, de ser utilizada para transações internacionais, sem a percepção da solidez econômica, política, jurídica e institucional de seu emissor. O dólar americano, por esses critérios, foi uma alternativa superior a qualquer outra desde Breton Woods. Compreende-se o retumbante fracasso da tentativa de transformar a moeda artificial do FMI, o Direito Especial de Saque, em moeda mundial.

Nas últimas décadas, o persistente e crescente desequilíbrio das contas externas americanas provocou desconfiança quanto à posição tão dominante do dólar como moeda de denominação das transações internacionais. A magnitude dos déficits em conta-corrente dos Estados Unidos, que teria sido suficiente para provocar o colapso de qualquer outra moeda, já havia criado desconforto em relação ao dólar como moeda-reserva mundial. O aumento da aversão ao risco, com o eclodir da crise, demonstrou que ainda não havia alternativa. O dólar confirmou sua condição de refúgio e valorizou-se em relação a todas as moedas. É evidente, entretanto, o desconforto, a sensação de que este não é mais o porto seguro, que um dia foi, mas sustentado apenas pelo hábito e pela falta de alternativas.

O mal estar em relação ao dólar só se agravou com a agressiva política adotada pelo FED para evitar o colapso do sistema financeiro. Aos Estados Unidos pode ser interessante, para evitar a depressão, adotar uma política monetária heterodoxa agressiva e inundar o mercado de dólares, mas sua credibilidade como emissora de moeda-reserva ficaria gravemente arranhada. A possibilidade de que, em algum momento à frente, o excesso de moeda e de dívida pública americana possa provocar inflação e brusca desvalorização do dólar é hoje uma preocupação que não pode ser descartada. Desde que não saiam do controle, tanto a inflação, quanto a desvalorização do dólar interessam aos Estados Unidos. Auxiliariam na redução do valor real das dívidas e estimulariam a economia. Compreende-se assim, que a China, o maior detentor de títulos de dívida pública americana, esteja desconfortável e proponha a criação de uma moeda-reserva supranacional.

Embora inflação e desvalorização do dólar não pareçam ainda uma ameaça concreta num mundo à beira da deflação, não se deve subestimar seu impacto potencialmente desagregador, tanto sobre as relações comerciais e financeiras, quanto sobre políticas no mundo. A criação de uma verdadeira moeda-reserva supranacional seria a forma de minimizar o impacto de uma eventual desvalorização do dólar e de reverter a assimetria que resultou no desequilíbrio macroeconômico das últimas décadas. Antes da moeda mundial, entretanto, será preciso criar um emissor supranacional com credibilidade.

A globalização da economia e da cultura, fruto do progresso tecnológico, não parece ser um processo reversível sem um retrocesso do progresso da humanidade. Economia e cultura estão cada vez mais globalizadas, mas a política continua restrita aos limites geográficos dos estados nacionais. Os grandes temas hoje são mundiais. A homogeneização institucional, a criação de uma grande jurisdição supra nacional, são o único caminho possível para lidar com os desafios de um mundo globalizado e submetido a limites cada vez mais estreitos. Seria ingênuo imaginar que se avançará rapidamente na construção de um novo arcabouço jurídico-institucional supranacional. Sua necessidade já é evidente, mas o caminho é longo. A compreensão dos desequilíbrios macroeconômicos que levaram à crise atual e que dificultam sua superação só poderão ser corrigidos num novo marco institucional global deve dar um sentido de urgência à agenda.