

Resumo do encontro anual do FMI – Setembro de 2011

Índice

1. Europa	2
Túnel longo no escuro.....	2
Reinhart e Rogoff: profetas do crash europeu	2
A solução europeia	3
Eurobonds	4
A Grécia é diferente	5
A opinião grega	5
Política monetária e decisão de juros semana que vem	6
2. Estados Unidos.....	6
Limites da política monetária	6
Limites da política fiscal	7
Política nos EUA	9
3. China	9
4. Brasil.....	10
O mundo de Tombini e Awazu.....	10
A comparação entre Brasil e Turquia	11
5. A política monetária nunca mais será a mesma	11
6. Algumas conclusões e observações finais	12

1. Europa

Túnel longo no escuro

As discussões sobre Europa transpareciam a grande incerteza do atual momento: ninguém consegue ter a mínima idéia de quem sai, quem fica, quem paga a conta, quem não paga.

José de Gregório, presidente do Banco Central do Chile, resumiu a situação atual na Europa da seguinte forma: “estamos passando por um túnel longo e sem luz. Podemos bater ou não, mas não podemos ter certeza de nada.” É uma crise certamente diferente da iniciada com a quebra da Lehman Brothers em 2008, em que tivemos um *crash* e passamos a lidar com as conseqüências. Agora, teremos um período longo de incerteza elevada que pode ou não terminar em um grande *crash*.

Reinhart e Rogoff: profetas do *crash* europeu

A discussão sobre Europa se divide naqueles que acreditam que o *crash* é inevitável e aqueles que ainda acreditam que sairemos inteiros do outro lado do túnel apesar de reconhecerem que o caminho é longo e arriscado.

Dentre os profetas do *crash* europeu, temos Carmen Reinhart e Ken Rogoff, dupla que fez muito sucesso no encontro desse ano. O livro *This time is different* escrito por eles já é um clássico e suas principais conclusões foram repetidas a exaustão (não apenas pelos autores!). Basicamente, o livro mostra que recuperações de crises financeiras são sempre muito lentas e que um *aftershock* comum é o aumento do endividamento público, que muitas vezes acaba em crises de dívida soberana e reestruturações. O ponto principal deles – que vale não apenas para Europa, mas para quase todo o mundo desenvolvido – é que não devemos esperar uma recuperação rápida desta crise.

Especificamente sobre Europa, Reinhart e Rogoff acreditam que haverá default não só na Grécia (ponto consensual em apresentações de não oficiais europeus), mas também em Portugal e Irlanda, e que Itália e Espanha são possibilidades com probabilidade significativa. Sendo assim, seria melhor (isto é, menos custoso) reestruturar de uma só vez pelo menos Grécia, Irlanda e Portugal.

Rogoff nota que a zona do Euro é uma “*ultimate contagion machine*”: uma economia muito aberta financeiramente em que todos tem a mesma moeda. Portanto, é uma região em que há muita mobilidade financeira, o que em um momento de crise não é nada bom.

Rogoff acredita que a Alemanha vai ter que aceitar o fato de que terá que ocorrer uma garantia geral do sistema financeiro europeu. No entanto, em suas viagens recentes pela Alemanha ele observou que os alemães ainda estão longe de terem esta consciência. Um fator complicador é que, para fazer esta garantia, teremos que ter mudanças na Constituição Européia. Rogoff conclui, portanto, que a situação vai ter que piorar muito para que algo mais definitivo seja feito. Sua previsão é que no auge da crise teremos EUR/USD abaixo de 1 (mas advertiu que ele erra bastante em previsões sobre moeda: esperava uma depreciação do dólar em 2008...).

Fernando M. Gonçalves
30 de setembro de 2011

Reinhart e Rogoff acreditam que o BCE poderia estar fazendo muito mais (e que eventualmente irá fazer muito mais!). Rogoff chegou a brincar, dizendo: “será que o BCE vai deixar o Euro acabar só para poder continuar dizendo que a inflação na zona do Euro nunca passou de 2%?” Boa pergunta.

Rogoff acredita que o mais inteligente seria fazer uma expansão quantitativa, como nos EUA. Reinhart adverte que a ordem de magnitude do problema é tal que “monetização não será suficiente”. Teremos reestruturação de dívidas, austeridade fiscal e repressão financeira (mais sobre isso depois).

A solução européia

Apesar do pessimismo evidente nas reuniões, os europeus estão claramente convergindo para alguns princípios básicos para lidar com a atual crise:

Em primeiro lugar, há uma defesa uníssona da austeridade fiscal como pilar fundamental para a recuperação da zona do Euro. Neste ponto, os economistas europeus fazem questão de se distanciar do *approach* americano, que até recentemente viu no gasto fiscal uma solução para a baixa demanda efetiva. Os europeus, por sua vez, argumentam que é uma falácia pensar que uma política fiscal frouxa pode resolver questões estruturais.

Todos os economistas europeus têm perfeita noção de que a Grécia será fonte de grande incerteza durante bastante tempo e vêem na política fiscal austera em outros países uma forma de convencer investidores de que a Grécia é um caso a parte. Como argumentou Blanchard, a consolidação fiscal em todos os países serve como blindagem para o resto da Europa e garante a existência de um “equilíbrio bom” (isto é, da sustentabilidade fiscal em outros países).

O segundo ponto é que a existência deste equilíbrio bom também depende de reformas que promovam crescimento. Os europeus tem plena consciência de que o modelo de crescimento da zona do Euro tem que ser diferente do atual – isto é, tem que ser baseado em aumentos genuínos de produtividade e não baseado em taxas de juros baixas e acumulação de dívida. A própria existência do Euro é vista por economistas da Europa como uma ferramenta para forçar reformas que não seriam feitas caso a moeda não fosse única (ganhos de competitividade seriam obtidos através de depreciações ao invés de através de reformas).

O terceiro ponto da estratégia européia é a provisão de liquidez para bancos e outras instituições financeiras. O objetivo é garantir que as taxas de juros de títulos soberanos sejam baixas o suficiente para que não ocorram questionamentos sobre a sustentabilidade da dívida. O BCE já tem cumprido um papel significativo na provisão de liquidez, especialmente para prazos mais curtos, mas é provável que o agravamento da crise leve a uma aumento de sua participação em mercados de prazo mais longo (via SMP ou outros mecanismos). Blanchard chegou ao ponto de dizer que a liquidez tem que ser abundante o suficiente para trazer a taxa de juros de 10 anos para cerca de 3% (QE na Europa??)

Fernando M. Gonçalves
30 de setembro de 2011

O quarto e último aspecto da estratégia europeia é a injeção de capital nos bancos. Recursos do EFSF certamente teriam um papel aqui, mas ainda não é claro o formato exato (O EFSF funcionaria como um CDO cujo primeiro tranche é garantido pelos recursos do EFSF? Ou o EFSF seria como um banco com acesso a *repos* no BCE? Haveria uma terceira alternativa?).

Vale mencionar que a injeção de capital em bancos tem inspiração na experiência americana, em que o TARP, programa originalmente criado para comprar ativos (daí o nome *Troubled Asset Relief Program*), acabou sendo utilizado para injeção de capital em bancos. No caso europeu, a mudança de estratégia estaria associada ao diagnóstico de que problemas de dívida em países periféricos menores (Portugal, Irlanda e, principalmente, Grécia) estão gerando pressões sobre bancos dos países do núcleo (Alemanha e França), que passam a tentar levantar capital liquidando também os títulos de países periféricos maiores (Espanha e Itália). A tese é que isto estaria alimentando dúvidas “infundadas” quanto à sustentabilidade das dívidas soberanas de Espanha e Itália, levando a crise para outro patamar. A ideia da injeção direta de capital é aumentar a base de capital dos bancos na esperança de que eles se sintam menos impelidos a liquidar ativos para aumentar seus *capital ratios*.

Larry Summers fez uma crítica interessante sobre a estratégia de injeção de capital nos bancos. O argumento dele é que a injeção de capital tem que ser permanente, ou bancos continuarão desalavancando na expectativa de que eventualmente terão que repagar esta “ajuda”. Summers prefere a estratégia original de usar os recursos para financiar os governos fora do mercado.

Funcionando ou não, há uma clara convergência para a estratégia descrita (ajuste fiscal, reformas, provisão de liquidez e injeção de capital em bancos). Os principais pontos da estratégia foram defendidos por pelo menos os seguintes nomes: Olivier Blanchard (economista-chefe do FMI), Klaus Regling (CEO do EFSF), Jose Manuel Campa (Secretário de Economia da Espanha), Lorenzo Bini Smaghi (BCE), Juergen Stark (ex-BCE), Lucas Papademos (ex-vice presidente do BCE).

Evidentemente, são inúmeros os riscos de implementação dessa estratégia, até por que ainda há muitas perguntas sem resposta. Por exemplo, ninguém parece saber se precisamos de aprovações parlamentares para alavancar o EFSF. No entanto, Wolfgang Münchau acredita que seja muito improvável que o Bundestag não requeira uma votação sobre o assunto, já que a alavancagem do fundo levará imediatamente a questionamentos quanto ao aumento dos riscos para os recursos do EFSF.

Eurobonds

Houve pouquíssima discussão sobre Eurobonds. A visão consensual entre os europeus é que estes títulos não seriam um mecanismo de resolução de crise e, portanto, não seriam implementados agora. Mas, em um prazo maior, há um quase consenso que a emissão de Eurobonds será necessária, seja por que haverá uma maior união fiscal, seja por que haverá dívida a ser “socializada” como efeito colateral da resolução da atual crise.

A Grécia é diferente

Algo que chamou atenção foi a repetição exaustiva por oficiais europeus de que a Grécia é diferente dos demais países da zona do Euro (uma visão que certamente não era compartilhada por não europeus!). A argumentação de que a Grécia é diferente do resto acabava por vezes passando por uma exaltação do “bom exemplo” da Irlanda, país que vem fazendo reformas realmente agressivas (que incluem coisas do tipo corte de salário mínimo) e, como consequência, já vem enfrentando deflação (nos olhos alemães, a maneira correta de readquirir competitividade).

A tentativa de diferenciar a Grécia dos demais países europeus poderia sugerir à primeira vista que os europeus estariam prontos pra “cortar o cordão umbilical” e deixar a Grécia ir a *default*. No entanto, o discurso europeu ainda era que a Grécia tem que fazer os ajustes necessários, tem que assumir suas responsabilidades como país membro a zona do Euro etc.

Foi interessante reparar que Stanley Fischer, presidente do banco central de Israel, compartilha a visão de que Grécia deve continuar fazendo ajustes e não deve dar *default* em sua dívida. Ao contrário da grande maioria dos não europeus, Stanley não acha que a situação está perdida. A esse respeito, ele contou que há cerca de 30 anos antes, quando ele era “mais jovem e mais imaturo”, ele defendeu o *default* de Israel. Hoje, ele se diz muito satisfeito por não ter sido ouvido, já que Israel estaria em uma situação muito pior caso tivesse feito o *default*. Stanley diz que evidência é que quem vai a *default* uma vez tem grande chance de ir outras vezes (isto é, é comum termos *serial defaulters*). Ele suspeita que, de alguma forma, o custo de fazer de novo é menor do que o custo de fazer a primeira vez, e que, portanto, não deve haver primeira vez.

Stanley cita ainda uma passagem interessante do livro clássico de Charles Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes*, em que o autor diz que Finlândia foi o único país que pagou na íntegra suas dívidas após ambas as guerras mundiais. E o fez apesar de ter uma dívida muito maior do que a dos outros países. Segundo Stanley, isso nos leva à conclusão desconfortável de que o pagamento de dívidas tem mais a ver com a estrutura da sociedade do que com fatores econômicos.

A opinião grega

Uma das palestras mais interessantes (e tensas) foi com Petros Christodoulou, diretor geral da agência de administração da dívida pública da Grécia. Quando perguntado sobre algumas metas fiscais que a Grécia não vem cumprindo ele simplesmente disse: “não leve nenhum número em particular a sério. Os *policymakers* não estão se preocupando com números desde que eles não fiquem claramente fora do *big picture*.” Certamente uma declaração não muito encorajadora...

Questionado sobre a lentidão das privatizações, ele disse que o plano era levantar uma certa quantia de Euros através das privatizações. Mas como os preços das empresas a serem privatizadas caíram, a estratégia não levantará a mesma quantia que se imaginava e o governo Grego está segurando os ativos na expectativa de uma recuperação. Claramente um problema sério no desenho do programa.

Fernando M. Gonçalves
30 de setembro de 2011

Perguntado sobre as fontes de crescimento na Grécia, ele disse que há duas indústrias importantes: construção de navios e turismo. Ele se disse bastante otimista com o turismo... Disse ainda que antes da crise havia muita imigração ilegal para ilhas gregas mais afastadas e que isso tem se revertido com a piora da economia (isto é, os imigrantes ilegais estão saindo da Grécia!). Segundo ele, isso alivia as contas fiscais já que a imigração ilegal pesava sobre os custos da saúde (gratuita e universal na Grécia). Sem comentários.

Política monetária e decisão de juros semana que vem

Houve questionamentos quanto a um possível efeito inflacionário das intervenções do BCE via seu programa de compras de títulos públicos no mercado secundário (SMP). Lucas Papademos esclareceu que as intervenções do SMP são esterilizadas. Ele foi além em sua resposta e disse que não há sinal de inflação vindo dos agregados monetários. Em particular, Papademos argumentou que o crédito, medido pelo M3, é a liquidez que importa para a estabilidade de preços e vem declinando.

Quanto a decisão de juros da semana que vem, havia um consenso que o BCE deveria cortar o juros. Larry Meyer, ex-membro do FOMC e atualmente na *Macroeconomic Advisers*, disse que espera que Trichet corte 50 pb semana que vem para não deixar Mario Draghi em uma situação ruim. Se Trichet não o fizer, Draghi vai ter que cortar juros assim que entrar e “vai parecer *dovish* por estar sendo responsável.”

2. Estados Unidos

Limites da política monetária

O papel da política monetária na recuperação da economia americana a partir de agora gerou um debate intenso e inconclusivo. A visão consensual é que o QE 1 foi bastante efetivo, mas que o QE 2 teve efeito bem mais ambíguo (Randall Kroszner, ex-membro do FOMC, argumentou que a intenção do QE 2 nunca foi promover crescimento e sim evitar *tail risks*).

Com isso, está claramente crescendo o grupo dos que acreditam que estamos em uma armadilha de liquidez e, portanto, que a política monetária teria pouco a acrescentar. É interessante notar que a visão de que a política monetária bateu no limite une nomes tão opostos intelectualmente como George Akerlof e Robert Barro. Ambos apóiam o uso da política fiscal, e não da política monetária, para estimular a economia (embora não concordem quanto aos pormenores da política fiscal).

De modo geral, a visão dos integrantes desse grupo é de livro-texto: *Quantitative Easing* é uma troca entre títulos públicos, com juros próximo a zero, por excesso de reservas no Fed, cujo juros também são próximos a zero. A troca de ativos com juros zero é a situação clássica de uma armadilha de liquidez, em que a política monetária é ineficaz para estimular a economia, mas pode gerar inflação. Portanto, mesmo nesse grupo, existe a visão que QE pode ser usado para tentar evitar uma deflação (o *tail risk* que levou à implementação do QE 2, segundo Randall Kroszner).

Fernando M. Gonçalves
30 de setembro de 2011

No campo dos que apóiam mais QE, também temos nomes de peso como Ken Rogoff e Larry Meyer. No entanto, eles acreditam que, para ter efeito, o QE tinha que ser gigantesco (pra lá de 1 trilhão de dólares). Rogoff chegou ao ponto de defender que o QE fosse *open ended* - isto é, que o Fed comprasse sem limite pré-estabelecido (e brincou dizendo que se isso fosse feito Bernanke nunca mais poderia pegar um avião que pousasse no Texas!).

No limite, segundo Rogoff, o Fed poderia comprar 15 trilhões de dólares de Treasury, o que levaria a dívida americana para zero e “resolveria todos os nossos problemas”. Uma simplificação exagerada da realidade, como ele mesmo reconhece, mas a idéia dele é demonstrar que para um QE grande o suficiente há efeitos de portfólio que afetam o lado real da economia.

Mas mesmo os defensores de mais QE acreditam que o papel da política fiscal está se tornando cada vez mais relevante. Rogoff, por exemplo, reconheceu que a política monetária não vai “inventar o próximo vale do Silício,” mas a política fiscal pode ajudar. Larry Meyer, por sua vez, disse que há um claro papel para a política fiscal e, talvez, para uma política de casas (*housing policy*).

Rogoff acredita ainda que a solução *first best* seria atuar diretamente no problema hipotecário. Ele citou a proposta de Martin Feldstein, também professor de Harvard, que defende que o governo assuma a dívida das hipotecas que estão *underwater* com a contrapartida de que uma fração de qualquer recuperação futura dos preços das casas seja repassada ao governo.

Sobre o *Operation Twist* recentemente implementado pelo Fed, há um consenso que os efeitos serão pequenos. Stanley Fischer lembrou que nos anos 60, quando a estratégia foi implementada pela primeira vez, as taxas de juros se moveram na direção oposta ao *twist*. E mesmo que a estratégia fosse bem sucedida, um diretor do FMI lembrou que haveriam efeitos colaterais perversos significativos relacionados à lucratividade de bancos e, principalmente, de fundos de pensões e seguradoras, cujos passivos de longo prazo seguem crescendo a taxas elevadas. Robert Barro também criticou a estratégia dizendo que o próprio *Treasury* poderia implementá-la alterando diretamente seu perfil de financiamento.

No meio deste debate intenso e inconclusivo, chama atenção a visão européia, materializada na figura de Regling (CEO do EFSF), que chamou atenção para artigos escritos pelo BIS que enfatizam os custos relacionados a ter uma taxa de juros baixa por muito tempo.

Limites da política fiscal

Há um consenso grande entre os americanos (compartilhado pelo FMI mas não compartilhado pelos europeus) de que a política fiscal tem que ter uma papel importante na recuperação americana.

Algumas pessoas que conversei no FMI tem uma visão de que o problema fiscal americano é, na realidade, menos fiscal e mais político. A idéia é que, exceto por impedimentos políticos, os EUA

Fernando M. Gonçalves
30 de setembro de 2011

poderiam aumentar sua carga tributária, uma das mais baixas do mundo desenvolvido, e resolver todos os seus problemas fiscais de curto e de longo prazo.

No curto prazo, o FMI defende um aumento grande (na casa de \$1 trilhão de dólares) de gastos focados em infra-estrutura nos EUA, mas entende que isso teria que vir acompanhado de ajustes de médio e longo prazo na trajetória fiscal (aumento de impostos e reforma nos *entitlement programs*), atualmente insustentável.

Há, no entanto, discordâncias sobre que impostos aumentar: a visão oficial do FMI é que se deveria aumentar imposto sobre consumo (VAT), mas Akerlof argumentou, a partir do modelo de orçamento equilibrado de Keynes, que seria melhor aumentar os impostos sobre os ricos.

A idéia de gastar em infra-estrutura é defendida no FMI por 2 motivos:

1. São gastos que geram externalidades e ajudam a aumentar a produtividade/competitividade da economia (portanto, são gastos que ajudarão a diminuir a dívida pública via crescimento!)
2. O desemprego americano é muito concentrado em construção, setor cujos investimentos estão praticamente zerados desde o início da crise em 2008. Gastos em infra-estrutura ajudariam a aumentar exatamente este tipo de emprego.

A visão de que se deve escolher bem que tipo de gasto fazer é relativamente recente. Até pouco tempo, o *kitchen sink approach* (tentar todas as opções ao mesmo tempo) era mais popular entre *policymakers*, políticos e acadêmicos americanos. Esta mudança de visão se deve em parte ao maior reconhecimento da insustentabilidade da trajetória de longo prazo, demonstrada pelo *downgrade* recente da dívida americana. Tem aumentado o número de adeptos da idéia (defendida por Robert Barro, por exemplo) de que ajustes na trajetória insustentável de longo prazo podem aumentar a confiança na economia e, com isso, ajudar a recuperação no curto prazo.

Mas a mudança de abordagem também se deve ao fato de que o multiplicador dos gastos públicos tem sido muito menor do que a grande maioria dos economistas esperava. Isto provavelmente está ligado à necessidade de desalavancar do setor privado, o que sugere que políticas distributivas (tipo transferências para desempregados) são menos eficientes do que políticas de gasto direto (como investimentos em infra-estrutura).

Não vi ninguém defendendo a idéia (bastante comum entre colunistas do *Financial Times*) de que as taxas dos *Treasuries* demonstram que o mercado não está preocupado com a situação fiscal nos EUA. Eswar Prasad, ex-FMI e professor da universidade de Cornell, argumentou que a recente apreciação dos *Treasuries* foi um *“run for liquidity, not for quality”* em decorrência da piora do cenário mundial. Sam Finkelstein, sócio e gestor da *Goldman Sachs Asset Management* afirmou que o *Treasury* de 10 anos é provavelmente o pior investimento do mundo no momento. Mohan Kumar, coordenador do *Fiscal Monitor* do FMI, dedicou um capítulo inteiro da última publicação para discutir os motivos pelos quais a taxa de juros dos *Treasuries* está distorcida e não reflete a verdadeira situação fiscal da economia americana.

Política nos EUA

Independente das discussões sobre a saída mais adequada para a crise, se via política fiscal ou monetária ou ambas, há uma percepção generalizada de que os graus de liberdade políticos para se implementar quaisquer políticas de estímulos é muito limitado.

A percepção é de que o *Tea Party* canalizou a revolta do americano médio com a queda dos preços de casas, a persistência do alto desemprego etc. Obama mostrou grande fraqueza na negociação do teto do endividamento da dívida e, com isso, a ala radical do partido republicano conseguiu 97% de suas reivindicações. Clinton anos antes foi brilhante: deixou que os radicais republicanos levassem ao *government shutdown*, o que acabou sendo um suicídio político para eles.

A paralisia política nos EUA (e a conseqüente inação dos *policymakers*) é vista como uma das razões para revisões recentes de crescimento. O radicalismo é tanto que mais QE foi igualado a uma traição por um dos principais candidatos Republicanos à presidência.

Sobre este assunto, vale mencionar também o depoimento de Henrique Meirelles, que disse ter conversado com CEOs americanos de empresas de diversos setores. Estes CEOs o teriam dito que estão prontos para investir, mas não estão fazendo isso devido ao alto risco político no momento. De fato, o único balanço em bom estado nos EUA é o do setor corporativo, que tem uma quantidade historicamente muito grande de *Free Cash Flow*, e mesmo assim não tem investido.

3. China

Chamou atenção o número pequeno de palestras sobre a economia chinesa (apenas duas nos diversos eventos em que eu estava inscrito). Isso certamente não quer dizer que a economia Chinesa deixou de ser uma fonte de preocupação, mas mostra que há preocupações bem maiores no momento.

Rogoff argumentou que China é a epítome da síndrome do "*This time is different*". De fato, é surpreendente a quantidade de gente que acredita que dessa vez um país dirigido como é a China, cujo governo decide aonde investe ou gasta boa parte do PIB, vai conseguir manter taxas de crescimento expressivas "para sempre". Rogoff discorda desta previsão (e eu não poderia concordar mais com ele!) e citou a análise de Paul Samuelson, prêmio Nobel de economia, que em 1961 extrapolou o crescimento da União Soviética e com isso previu que em certo momento a economia soviética ultrapassaria a economia americana (vejam [aqui](#)), o que nunca ocorreu. A análise desprezava o fato de que o crescimento durante a fase de acumulação de capital é mais fácil.

4. Brasil

O mundo de Tombini e Awazu

O presidente do BCB, Alexandre Tombini, e o diretor do BCB, Luiz Awazu Pereira da Silva, discursaram em alguns dos eventos organizados por bancos. Não achei que foi dito nada muito diferente do que eles já vinham falando.

Tanto Tombini quanto Awazu iniciaram seus discursos com considerações sobre a política econômica brasileira mais amplas do que a política monetária. Falou-se das políticas de combate a pobreza, da melhora da distribuição de renda, dos avanços da política fiscal, da conquista da estabilidade macroeconômica etc. Pareciam realmente discursos de membros do Ministério da Fazenda ou do Tesouro. Esta prática não é comum (banqueiros centrais de outros países não falaram de assuntos além dos que são diretamente relacionados à condução da política monetária) e ilustra a proximidade maior entre BC brasileiro e o governo.

Os discursos, tanto de Tombini quanto de Awazu, deram muita ênfase ao cenário internacional. Aqui ambos destacaram que o BC não foi surpreendido com a atual piora de cenário no mundo e que já esperavam o que vem ocorrendo nas últimas semanas. Esta declaração pode ser vista como marginalmente *hawkish*, no sentido que a estratégia anunciada pelo BC de “ajustes moderados” da taxa selic já incorpora uma piora substancial do cenário internacional e, portanto, a chance de cortes acelerados é pequena. Ambos destacaram que o atual momento da crise mundial é consequência de problemas fiscais e que o Brasil tem trabalhado para manter uma situação fiscal saudável.

Chamou atenção que somente no final dos discursos de Tombini e de Awazu houve menção à palavra “inflação” e alguma discussão sobre a atual estratégia do BC para trazê-la para a meta. Ambos destacaram que a estratégia começou a ser implementada no final de 2010, com medidas macroprudenciais. E que tudo que já foi feito depois disso (aumento da taxa selic, fiscal mais austero, crédito direcionado mais contido) está trazendo o crescimento para algo mais próximo da capacidade da economia.

Tombini mencionou que o BC ia revisar para baixo sua projeção de crescimento em 2011, atualmente em 4%, para algo mais próximo a 3.5% (como foi confirmado pelo Relatório de Inflação dias depois). Segundo ele, esta revisão resulta em boa parte das fortes revisões sincronizadas das perspectivas de crescimento no mundo, que levaram o Fed a prometer juros zero até meados de 2013 e vem provocando problemas para a sustentabilidade da dívida soberana de países europeus.

O ponto de Tombini e Awazu é que esta desaceleração no mundo se soma ao esforço fiscal (corte de R\$ 50 bilhões anunciado pelo governo no início do ano + R\$ 10 bilhões agora + superávit primário na meta) e a outras medidas que o BC tinha tomado. A resultante destes vetores foi o que permitiu que o BC cortasse os juros.

Fernando M. Gonçalves
30 de setembro de 2011

Em seguida Tombini falou que a inflação na margem tem rodado em torno de 4% anualizado. Ele mesmo reconheceu que existe uma sazonalidade favorável mas disse que “o ponto é que não há inflação fora de controle no Brasil”. Este último comentário alimenta a percepção de que, para Tombini, inflação na meta é inflação estável, mas não necessariamente em 4.5%...

A comparação entre Brasil e Turquia

Em termos macroeconômicos, a Turquia é o Brasil só que muito mais exagerado. Essa é a sensação que dá ao ver as apresentações de Ali Babacan (leia-se *Babadjan*), vice-primeiro ministro da Turquia, e Erdem Basci, presidente do banco central turco.

Erdem mostrou que a inflação na Turquia vem “convergindo” para a média de outros países emergentes, embora no momento esteja quase 5 pontos percentuais acima dessa média (é verdade, já esteve muito pior...). O gráfico lembra o que foi mostrado por Luis Awazu, que argumenta que haverá convergência de inflação para a meta em 2012 a partir da expectativa do Focus, embora esta expectativa esteja atualmente em torno de 5.5% e, portanto, bem acima da meta de 4.5%.

O presidente do BC turco destacou que ainda há muita munição para combater os efeitos de uma crise mundial mais aguda. Segundo ele, embora a munição em termos de juros esteja baixa (já cortaram muito), ainda há muito que pode ser feito em termos de políticas macroprudenciais e de crédito.

A Turquia é um país com grandes déficits em conta-corrente (associado à dependência de importação de energia). O déficit no momento está em torno de 9% do PIB, mas vem melhorando em parte devido à forte depreciação da Lira Turca nos últimos trimestres. Para tentar diminuir o déficit, a Turquia vem implementando medidas de estímulo ao setor externo, a la Plano Brasil Maior.

Assim como Mantega, Babacan considera fundamental manter a política fiscal muito apertada em resposta a qualquer problema mais sério no exterior. Ele destacou que a Turquia tem um plano de ajuste fiscal de 3 anos (iniciado em 2009), algo defendido por especialistas em finanças públicas para o Brasil.

O que Babacan não falou é que boa parte do tal ajuste fiscal foi, na realidade, resultado de uma redução da conta de juros paga pelo governo. E esta redução só foi possível devido aos controversos cortes de juros implementados pelo BC Turco. A trajetória do esforço primário (ainda deficitário desde o início da crise em 2008) mostram que pouquíssimo ajuste fiscal foi realmente feito.

Enfim, a sensação ao ver estas palestras sobre a economia Turca é que o Brasil pode estar apenas no início de uma guinada mais forte em suas políticas macroeconômicas.

5. A política monetária nunca mais será a mesma

Fernando M. Gonçalves
30 de setembro de 2011

Houve muito debate sobre a forma adequada de condução da política monetária no mundo pós-Lehman. Tratarei esta discussão de forma isolada já que ela não se encaixa bem em nenhuma região e diz respeito à teoria monetária.

A visão antiga de que a política monetária deve lidar apenas com os efeitos dos estouro de bolhas e não deve se preocupar com a formação de bolhas está em franca decadência. Há um certo consenso de que o banco central, ao observar um aumento expressivo de preços de ativos juntamente com um aumento significativo da alavancagem, deve reagir imediatamente. Ou seja, a nova visão é que o BC deve reagir aos *booms*, e não apenas aos *busts* de preços de ativos. No entanto, não há qualquer consenso sobre a forma exata dessa reação – em particular, não há nenhum conceito equivalente ao princípio de Taylor (de que o juro nominal deve reagir mais do que proporcionalmente a um aumento da inflação acima da meta) para preços de ativos.

Apesar dos aspectos teóricos ainda estarem “em construção”, um ponto importante, enfatizado por Juergen Stark, é o de que indicadores monetários e de crédito não podem ser ignorados. Segundo ele, moeda e crédito dão informações fundamentais sobre mecanismos de transmissão e condições financeiras.

Stark foi mais além e disse que uma política monetária focada em fazer a sintonia fina da demanda agregada acaba tendo uma orientação excessivamente de curto-prazo. Com isso, pode-se perder a perspectiva de médio e longo prazo da evolução das estruturas financeiras e suas interconexões.

A visão de Stark não é nova. Na verdade, o BCE sempre defendeu a chamada abordagem de dois pilares ([two-pillar approach](#)), em que o banco central se ocuparia de analisar não apenas a dinâmica econômica mas também as tendências monetárias. Esta abordagem foi inúmeras vezes ridicularizada por economistas americanos, que viam nela uma grande redundância. Claramente, a crise fez o pêndulo voltar para o lado Europeu.

Por outro lado, a crise demonstra que os europeus estavam errados com relação ao que Eswar Prasad chamou de “teorema da separação”, segundo o qual estabilidade financeira e estabilidade de preços são objetivos independentes. Esta visão levou o BCE a subir a taxa básica de juros logo antes do *crash* da Lehman Brothers, quando teve que cortar o juro agressivamente. E, no episódio mais recente, o BCE subiu a taxa de juros logo antes do estresse relacionado à crise Grega se intensificar em Setembro/2011. A expectativa é que este movimento também seja revertido em breve. Claramente, o teorema da separação vem fazendo com que o BCE conduza sua política de juros de forma errática e ineficiente.

6. Algumas conclusões e observações finais

Primeiro listo abaixo as principais conclusões e, em seguida, faço algumas observações finais.

1. A recuperação americana será lenta e temos que estar preparados para um processo longo de ajustamento (possivelmente uma “década perdida”) nos EUA.

2. Há grande incerteza quanto à resolução da atual fase aguda da crise Européia. Não se sabe, em particular, de onde virão os recursos no caso de um evento de crédito maior.
3. Qualquer que seja a solução, o arcabouço institucional lento e complexo da Europa exacerba os riscos de implementação.
4. Está claro que a estratégia Européia continuará contemplando ajustes fiscais simultâneos em praticamente todas as economias da zona do Euro, o que deve produzir uma nova recessão na região.
5. No mundo desenvolvido, há uma percepção de esgotamento de políticas Keynesianas que se mistura com o esgotamento político da capacidade de implementar novas medidas fiscais.
6. Sem a possibilidade de utilizar política fiscal, países desenvolvidos irão cada vez mais utilizar-se do balanço de seus bancos centrais.
7. Outras formas de promover a desalavancagem – como default e reestruturação, inflação e repressão financeira – certamente ocorrerão nos próximos anos.
8. Com o mundo desenvolvido desalavancando, mercados emergentes devem continuar tendo performance melhor do que países desenvolvidos.
9. Os pontos acima nos permitem concluir que viveremos anos de alta volatilidade e crescimento médio baixo.

A conclusão mais consensual (e mais grave!) das reuniões deste ano no FMI é que não devemos esperar uma recuperação da economia mundial *around the corner*. Esta foi uma diferença significativa entre o encontro desse ano e os de anos anteriores. Antes, havia um reconhecimento da gravidade da situação, mas havia também a expectativa de muitos de que políticas macroeconômicas adequadas suscitarão os tradicionais mecanismos de recuperação cíclica nas economias desenvolvidas, produzindo um ano seguinte melhor do que o anterior. Desta vez, a expectativa é que o ano que vem será pior do que o atual.

“Will the financial crisis still be here when I grow up?” Essa foi uma pergunta feita por Julia Rogoff a seu pai recentemente. É verdade que ela não mora em uma casa americana típica, mas a pergunta demonstra como a preocupação com a crise atualmente atinge a todos nos EUA. Há uma consciência cada vez maior de que parte da atividade econômica dos anos anteriores simplesmente não era real, e sim resultado de um processo de alavancagem sem precedentes. A dupla Rogoff e Reinhart enfatizou em diversas oportunidades que a economia americana está “desenhando” os gráficos de seu livro – isto é, que a recuperação tem sido lenta, como tipicamente ocorre após grandes crises financeiras.

A observação de Carmen Reinhart de que o *boom* de crédito antes da atual crise foi sem precedentes sugere que o processo de desalavancagem será também mais longo do que de costume. Portanto, temos que estar preparados para um processo realmente longo de ajuste. O quão longo exatamente será o processo ninguém sabe, mas Rogoff acredita que dure pelo menos mais 6 a 7 anos. Como já se passaram quase 3 anos do início da crise, isto significa que Rogoff espera que tenhamos uma “década perdida” na economia americana, em que o crescimento será medíocre e o desemprego será elevado.

Fernando M. Gonçalves
30 de setembro de 2011

Por sua vez, a crise na Europa preocupa pela ausência de um arcabouço institucional ágil o suficiente para lidar com problemas bancários. A incerteza sobre de onde virá o dinheiro caso ocorra um evento mais drástico em algum banco é o que tem deixado o mercado tão preocupado. Ao mesmo tempo, não é correto dizer que *policymakers* europeus estão seguindo uma abordagem *wait and see*. Pelo contrário, eles demonstram grande preocupação, mas os mecanismos de tomada de decisão e de coordenação existentes são simplesmente complexos e lentos demais para lidar com os problemas que tem enfrentado.

Embora carente de detalhes, a estratégia européia contempla (1) ajuste fiscal em praticamente todos os países da zona do Euro simultaneamente, (2) provisão de liquidez pelo BCE para o sistema bancário e (3) recapitalização de bancos com auxílio do EFSF. O primeiro elemento desta estratégia, o ajuste fiscal, garante que continuaremos a ver crescimento fraco na economia européia nos próximos trimestres e torna uma recessão na região um evento praticamente certo.

A decisão européia de manter o aperto fiscal apesar do risco de provocar nova recessão decorre da percepção de que o uso de políticas Keynesianas chegou a um limite. Este é um problema não apenas Europeu, mas de todo o mundo desenvolvido. No entanto, esta percepção de esgotamento das políticas Keynesianas se mistura com o esgotamento político para implementar novas medidas. Nos EUA, em particular, a atual trajetória fiscal insustentável poderia ser resolvida de forma permanente através de mudanças no sistema tributário que aumentassem sua eficiência. No entanto, a ascensão de movimentos conservadores, como o *Tea Party*, limita a capacidade de implementação de soluções dessa natureza.

Sem poder utilizar a política fiscal, países desenvolvidos cada vez mais utilizarão o único balanço que “sobrou” – o de seus bancos centrais. De certa forma, este é o último estágio dos *swaps* entre balanços que vem ocorrendo desde o início da crise: primeiro o setor privado teve seus balanços “limpados” pelo governo, o que produziu um endividamento público exagerado e, cada vez mais a partir de agora, deve levar ao uso do balanço dos bancos centrais. Este processo já está avançado nos EUA e deve se intensificar na Europa, apesar da oposição dos alemães no momento. De fato, mesmo com toda a gritaria, o BCE deve em breve anunciar linhas de crédito ilimitadas mais longas para bancos, tornando cada vez mais cinzenta a separação entre provisão de liquidez e resolução de problemas de solvência. De modo geral, o uso do balanço dos bancos centrais em países desenvolvidos vai misturar cada vez mais objetivos de política monetária (crescimento) com o papel de prestador de última instância.

A utilização cada vez maior do balanço de bancos centrais sugere que a desalavancagem das economias desenvolvidas será feita, pelo menos em parte, através da monetização de dívidas. No entanto, é provável (para não dizer certo) que outras formas de reduzir o endividamento serão utilizadas. A redução do endividamento é tipicamente feita através de crescimento, ajuste fiscal, default e reestruturação, inflação, e repressão financeira. Desta lista, a única forma de desalavancagem que parece improvável no momento é a que ocorre via crescimento. As outras todas devem ocorrer em algum grau.

Fernando M. Gonçalves
30 de setembro de 2011

Carmen Reinhart e co-autores (ver, por exemplo, este artigo [aqui](#)) tem defendido que parte significativa da desalavancagem será feita via repressão financeira – isto é, através de intervenções que de alguma forma dirijam (em geral, através de taxas de juros abaixo do equilíbrio de mercado) recursos para o governo que sem a intervenção iriam para outros tomadores de crédito. Carmen mostra que repressão financeira teve papel significativo na desalavancagem ocorrida após as duas guerras mundiais. Nos EUA, a “operation twist” do Fed pode ser a primeira de outras medidas de repressão financeira.

Como o tema da desalavancagem de balanços deve dominar discussões macroeconômicas nos próximos anos, pode-se concluir que países menos alavancados devem ser os *outperformers*. Isso significa que mercados emergentes, por estarem bem menos alavancados do que as economias desenvolvidas, devem se destacar. Esta conclusão vale, mesmo sabendo que diversos destes países implementam políticas distorcivas que tornam suas economias menos eficientes.

Em suma, a reunião do FMI deixou ainda mais claro do que já estava que depois dos anos dourados da “Grande Moderação” entramos agora numa fase de grande incerteza – isto é, da volta da volatilidade macroeconômica elevada – resultante de riscos soberanos elevados, das dúvidas quanto ao arcabouço monetário e fiscal ideal e de novos experimentos de política econômica. Na nova fase, não teremos mais a grande moderação da volatilidade do crescimento e sim a grande moderação do crescimento médio no mundo desenvolvido.