

Em plena crise: uma tentativa de recomposição analítica

ANDRÉ LARA RESENDE

Introdução

EMBORA tenha ficado claro, em agosto de 2007, que algo de potencialmente muito grave estava por trás do súbito trancamento dos mercados interbancários, as bolsas de valores no mundo sacudiram a poeira do susto e seguiram imperturbáveis até o início de 2008. Compreende-se, diante da psicologia desenvolvida nas últimas décadas: a ação dos bancos centrais viria sempre resgatar a economia dos seus eventuais problemas. O fato de o Federal Reserve Bank (FED) ter revertido de forma drástica a sua política de juros em setembro de 2007, com uma excepcional redução da sua taxa básica, foi interpretado não como sinal dos problemas que estavam por vir, mas como confirmação do padrão de comportamento paternalista do FED das últimas décadas. As quedas de preços dos ativos eram vistas como correções, mais ou menos acentuadas, mas sempre correções, que não interromperiam a alta sistemática dos preços das ações e dos ativos em geral.

É justamente essa confiança exagerada, no desenvolvimento das políticas macroeconômicas e no bom funcionamento dos mercados, que explica tanto os excessos das últimas décadas como a incapacidade de compreender os riscos incorridos. Creio que esse excesso de confiança explica também como foi possível que a situação tenha se agravado e se alastrado de forma que a economia mundial esteja ameaçada. Não pretendo retomar aqui a cronologia e os desdobramentos da crise, apenas observar que hoje, mais de um ano em meio depois do seu início, ainda estamos longe de vislumbrar o seu desfecho.

Essa crise foi surpreendente. Embora muitos analistas tivessem chamado a atenção para os perigosos desequilíbrios criados na economia mundial, a verdade é que só umas raras exceções – como Nouriel Roubini e George Soros – disseram com antecedência, e com todas as letras, que algo dessa magnitude estava por acontecer. Essa crise é diferente, ou como disse com propriedade Paul Krugman (2008), igual a todas as anteriores ao mesmo tempo. O fator detonador foi a exaustão do ciclo de alta dos imóveis nos Estados Unidos, mas por que tomou proporções globais dramáticas? Por que não foi possível, se não antecipar e prevenir, ao menos evitar que a crise tomasse a proporção que tomou? Por que ainda parece haver certa perplexidade quanto à velocidade com que as coisas se deterioraram? Por que não há consenso sobre as medidas a serem tomadas para interromper o avanço da crise e reverter o quadro?

Diante da verdadeira avalanche de fatos e números com que somos bombardeados diariamente sobre sua evolução, parece-me conveniente fazer, em plena crise, um intervalo para uma recomposição analítica.

A síntese das últimas décadas

Nas três últimas décadas do século XX, chegou-se a um relativo consenso sobre os elementos constitutivos de uma boa gestão macro. São eles:

- Política monetária ativa, conduzida por um Banco Central independente, com base em metas de inflação.
- Livre movimento internacional de capitais.
- Câmbio flutuante, com mínima intervenção.
- Política fiscal que estabilize a relação Dívida/PIB, num nível não muito superior a 50% do Produto Interno Bruto.

A argamassa, da qual depende o bom funcionamento dos quatro pilares dessa síntese macroeconômica, é a confiança dos investidores internacionais. Confiança, simultaneamente decorrência da adoção desses quatro pontos e também essencial para viabilizá-los. Um processo “reflexivo”, como diria a vertente filosófica de George Soros. Os quatro pilares são, portanto, condição para a confiança, mas não são suficientes. As crises das últimas décadas foram todas provocadas por variantes das dificuldades de garantir a confiança, mesmo quando se adotam os quatro pilares da síntese macroeconômica. A confiança condicional faz que haja uma instabilidade inerente à sua adoção.

A razão dessa instabilidade é que a teoria determina que para ter os dois primeiros elementos, isto é, para poder ter simultaneamente uma política monetária ativa e o livre movimento de capitais, é necessário adotar também o terceiro, ou seja, o câmbio flutuante. Ocorre que, especialmente para as economias que não têm confiança irrestrita, o câmbio flutuante é fonte de instabilidade e perturbações. O ideal seria ter um câmbio administrado, para garantir baixa volatilidade, maior previsibilidade e menores perturbações, tanto sobre os preços e o controle da inflação como sobre o bom andamento dos fluxos do comércio internacional. Adotar simultaneamente os três primeiros elementos é, entretanto, incompatível com a estabilidade da taxa real de câmbio. O câmbio flutuante é uma concessão necessária, quando todos gostariam de ter o câmbio estável.

Se o quarteto é potencialmente instável e sem ele não há confiança, o resultado são crises recorrentes. Podem-se explicar todas as crises das últimas décadas, desde a primeira crise do México na década de 1970 e as demais crises das economias latino-americanas até o final da década de 1990, passando pela crise das economias asiáticas e da Rússia, como exemplos da instabilidade inerente à tentativa de implementar os quatro pilares macroeconômicos em países periféricos.

A instabilidade sem confiança irrestrita

De maneira esquemática, o desenrolar das crises provocadas pela instabili-

dade do quarteto macro pode ser descrito da seguinte forma. Uma vez adotados os quatro pilares, a confiança é estabelecida e a economia passa a ir bem. Os investimentos aparecem, a economia cresce e o emprego aumenta. Num círculo virtuoso, o processo se autoalimenta. O crescimento acelerado leva ao déficit externo e às pressões inflacionárias. Num primeiro momento, são interpretados como sinais de saúde: economias dinâmicas atraem poupança externa que financiam seus déficits em conta corrente. Para evitar que a inflação saia de controle, a política monetária torna-se mais restritiva. Os juros altos atraem capitais de curto prazo. A moeda se valoriza, o que auxilia no controle da inflação, mas agrava o déficit externo. A partir de certo ponto, o déficit em conta corrente passa a ser visto como insustentável, e a valorização da moeda, excessiva. A confiança desaparece e o fluxo de capitais de curto prazo se reverte. A desvalorização da moeda, brusca e inevitável, encerra definitivamente o período de prosperidade.

Uma vez desencadeada a crise, a instabilidade do quarteto macro adquire um aspecto perverso, que agrava os elementos recessivos do fim do ciclo de expansão. A brusca desvalorização da moeda excede a necessária para a recomposição do equilíbrio externo e agrava as pressões inflacionárias. A síntese macroeconômica exige que as políticas monetária e fiscal sejam restritivas. O objetivo prioritário é conter as pressões inflacionárias e restabelecer a confiança, quando a economia, desorganizada, enfrenta uma recessão, quase sempre de grandes proporções.

A instabilidade da síntese macroeconômica é agravada pelo fato de que os ciclos econômicos não são internacionalmente sincronizados. Países distintos enfrentam problemas distintos, num determinado momento, e gostariam de ter liberdade para pôr em prática as políticas que lhes fossem mais adequadas. Ocorre que uma política monetária restritiva para controlar pressões inflacionárias internas, num contexto de baixas taxas de juros internacionais, valoriza a moeda até que o desequilíbrio externo passa a ser percebido como insustentável. A política monetária expansionista, para evitar recessão doméstica, num ambiente internacional de altas taxas de juros, provoca perda de confiança e desvalorização da moeda.

O resultado é uma perturbadora pressão sobre a variação da taxa de câmbio, que termina por levar a uma brutal desvalorização. A necessidade de recuperar a confiança exige que a política monetária e fiscal seja restritiva, no sentido inverso ao contracíclico, recomendado para atenuar os efeitos recessivos da crise. O caráter pró-cíclico do quarteto da síntese macro é especialmente perverso imediatamente após o eclodir das crises nos países periféricos.

Os largos limites da confiança irrestrita

No caso dos países centrais, para os quais a confiança é garantida, a situação é diferente. Este é especialmente o caso dos países com moedas-reserva, como os Estados Unidos, o Japão, e mesmo a Europa do Euro, e, em menor medida, a Inglaterra e a Suíça. Com confiança irrestrita, a síntese macro perde seu caráter ins-

tável. O câmbio flutuante não é um fator perturbador. Não é uma concessão feita para viabilizar a política monetária ativa. É parte dos mecanismos estabilizadores endógenos de uma economia conduzida segundo os cânones da política macroeconômica moderna. A desvalorização da moeda deixa de ser um fator agravante de uma eventual crise para se converter em parte da solução do problema.

Quando um país periférico tem déficit externo excessivo, tanto a perda de confiança como a desvalorização da moeda são bruscas. O objetivo dominante da política econômica passa a ser o de recuperar a confiança perdida, o que determina a adoção de políticas fiscal e monetária restritivas, contrárias às requeridas para minorar os efeitos recessivos da crise. Um país central não tem esse problema. Os limites do financiamento externo são mais extensos. Dão espaço e tempo para que a política de juros doméstica exerça seu papel moderador sobre o excesso de demanda. A valorização da moeda – que, eventualmente, decorre do diferencial de juros positivo em favor da economia central – nunca se torna percebida como insustentável, a ponto de provocar uma ruptura. Pelo contrário, auxilia no controle das pressões da inflação, via redução dos preços dos bens comerciáveis. Uma vez afastadas as pressões inflacionárias, com a política monetária já mais expansionista, a confiança nunca ameaçada, a desvalorização não é brusca, mas gradual. Não tão perturbadora, mas parte da solução, ao estimular a redução do déficit externo.

O resultado prático é que os países centrais – especialmente se forem emissor de moeda reserva – não têm restrição externa ao crescimento da demanda. A única restrição efetiva é o risco de inflação. Enquanto nos países periféricos a restrição efetiva é a externa, via Balanço de Pagamentos, nos países centrais, a restrição efetiva é a interna, via Curva de Phillips.

As expectativas estão no âmago da questão inflacionária. A discussão teórica em torno dos limites do crescimento não inflacionário, centrada na chamada Curva de Phillips, evoluiu com o tratamento dado às expectativas. Na sua versão inicial, era uma fronteira fixa, sobre a qual seria possível escolher o nível de emprego, ou a taxa de crescimento, desejado. O preço da opção por um desemprego menor era o de aceitar uma taxa de inflação mais alta. O primeiro golpe no otimismo, em relação a uma gestão macroeconômica ativa, veio com a chamada Curva de Phillips Expandida, que incorporava a formação das expectativas. Se as expectativas se adaptarem à inflação observada, como seria de supor, não é possível manter uma taxa de desemprego inferior à taxa natural ou, o que é equivalente, manter um crescimento superior ao potencial da economia, sem admitir que a inflação seja não apenas mais alta, mas cada vez mais alta. A relação de troca não era entre crescimento e inflação, como sugeria a Curva de Phillips original, mas entre crescimento e aceleração da inflação.

A evolução da discussão teórica sobre o processo de formação das expectativas levou à chamada Hipótese das Expectativas Racionais. Extremamente atraente do ponto de vista da sua elegância formal, as expectativas racionais

estreitaram ainda mais os limites do possível para o ativismo macroeconômico. Tudo que é possível pedir da política macroeconômica é a redução da volatilidade do crescimento e do emprego em torno de suas taxas naturais. O conceito de metas inflacionárias, pelas quais os Bancos Centrais deveriam pautar sua atuação, surge então como a política mais adequada para reduzir o impacto dos choques sobre a inflação, o produto e o emprego. O sucesso da política de metas inflacionárias foi extraordinário. Uma vez conquistada a confiança de que – mesmo que na presença de choques adversos em curto prazo – o Banco Central manteria a inflação sob controle, as expectativas inflacionárias de longo prazo foram ancoradas. O sucesso, alcançado ao ancorar as expectativas com a política de metas, teve como resultado afastar significativamente o limite ao crescimento, imposto pela ameaça da perda de controle sobre a inflação.

A inflação de preços de ativos

Embora o FED nunca tenha adotado formalmente a política de metas inflacionárias, após o período de Paul Volker, ficou claro que o FED adotara uma política de metas, embora não explícitas, e que não permitiria que a inflação voltasse a sair de controle. Com as expectativas bem-comportadas, com confiança externa irrestrita e com moeda reserva, os Estados Unidos conseguiram suprimir os clássicos limites externos e internos ao crescimento da demanda. Nem crise cambial, nem inflação foi restrição efetiva para o crescimento da economia americana nas últimas três décadas.

O conceito de núcleo da inflação e a aceitação da tese de que alta dos preços de ativos não constitui inflação – duas concepções adotadas pelo FED de Greenspan – garantiram que os limites impostos pela ameaça da inflação ao crescimento da demanda ficassem ainda mais distantes. O único limite para a economia americana nas últimas décadas foi a capacidade de produzir mais. A taxa de desemprego ficou abaixo da taxa natural, por vários anos, sem sinais de inflação. O déficit em conta corrente indicava que a economia crescia acima de suas possibilidades. Chegou a superar os 7% do PIB, mas com a confiança externa garantida nunca deu sinal de que pudesse vir a desencadear uma crise, com brusca desvalorização da moeda. Sem os clássicos limites internos e externos, a economia americana pôde se dar ao luxo de um período de três décadas de prosperidade sem precedentes.

Mesmo com os limites clássicos afastados, sinais de que outros limites persistiam foram vários. A começar pela magnitude do déficit externo. Um país que não contasse com as condições especiais da confiança irrestrita e de ser emissor da principal moeda reserva mundial teria sido duramente punido pela desconfiança dos investidores, com uma brusca e desorganizadora desvalorização da moeda. Mesmo com a confiança garantida, um déficit em conta corrente de grande magnitude, num país que tem o peso dos Estados Unidos na economia mundial, suscitava dúvidas sobre a possibilidade de um ajuste, que não viesse a provocar perturbações profundas.

A taxa de desemprego, a partir de meados da década de 1990, aproximou-se da taxa natural – a taxa abaixo da qual as pressões inflacionárias deveriam se fazer sentir. Depois ficou abaixo da taxa natural por vários anos. Apesar da opinião de vários analistas de que o FED deveria subir os juros, Alan Greenspan recusou-se a fazer qualquer movimento antes de observar sinais concretos de que a inflação estava por se acelerar. Como é usual, novas teses surgiram para explicar por que dessa vez era diferente. Greenspan encampou a tese de que um aumento extraordinário da taxa de produtividade tinha rompido a relação histórica entre desemprego abaixo da taxa natural e aceleração da inflação. O fato é que a inflação convencional, a inflação de bens e serviços, não se acelerou. Alguma coisa tinha de fato mudado: a credibilidade conquistada pelo FED deu-lhe espaço para manter a inflação, convencionalmente medida, e especialmente no conceito de núcleo, excluindo energia e alimentos, sob controle, mesmo com a economia perigosamente próxima do que seria o limiar da zona de aceleração da inflação.

Enquanto a economia americana experimentava um período de prosperidade, sem precedente desde os anos 1960, com taxas de desemprego abaixo da taxa natural, mas com a inflação de bens e serviços bem comportada, outro tipo de inflação, menos convencional, dava sinais de que os limites do possível não haviam sido completamente reescritos. Os preços dos ativos tinham altas extraordinárias. A chamada exuberância irracional era sinal evidente de que outros limites estavam por se revelar. Primeiro, foi a alta das ações das empresas de tecnologia. Em seguida, todo o mercado acionário, o mercado imobiliário comercial, o mercado imobiliário residencial, o preço da energia, o preço das *commodities*, tudo dava sinais de que a economia estava submetida a uma Exuberância Irracional. O FED, ajudado por um breve hiato recessivo que se seguiu ao fim da bolha especulativa das ações de tecnologia e ao atentado de 11 de setembro de 2001, continuou a praticar uma política monetária expansionista, com juros excepcionalmente baixos. Com a credibilidade conquistada na década de 1970 e sob uma nova áurea de infalibilidade e onisciência, adquirida desde meados da década de 1990, a inflação convencionalmente medida continuava sob controle.

Os Estados Unidos não tiveram, desde a década de 1970, inflação convencional, mas tiveram inflação de preços de ativos. A inflação de preços de ativos é diferente da de bens e serviços. A inflação clássica, de bens e serviços, é um processo generalizado, sem descontinuidades, que não se interrompe por si mesmo. A inflação de ativos é um fenômeno setorial, descontínuo, com fim brusco independente da ação da política econômica. Enquanto a inflação de bens e serviços é um processo, uma doença longa e generalizada, que exige intervenção médica para interromper sua progressão, a inflação de ativos é uma doença curta e localizada. São bolhas que se expandem e, se deixadas levar seu curso, implodem por conta própria. Nem por isso as inflações de ativos – e uso do plural é mais adequado – são menos perigosas do que a inflação de bens e serviços. Estamos aprendendo a duras penas.

O FED de Greenspan, embalado na credibilidade conquistada, esqueceu-se da máxima de William McCheney Martin Jr., que presidiu o FED de 1951 a 1970: o papel do Banco Central é tirar a jarra de bebida exatamente quando a festa começa a ficar animada. O papel do FED de Greenspan – daí a sua extraordinária popularidade – foi, se não diretamente o de animar a festa, o de garantir que não houvesse ressaca, para que estivessem todos prontos e dispostos a procurar a próxima festa.

Contágio internacional: a generalização das festas

Apesar da evidência de que havia algo de errado, quando se assiste a uma sucessão de inflações de ativos, a posição de Greenspan sempre foi de que não cabe aos Bancos Centrais julgar se uma alta de preços de ativos é excessiva ou não. Como as inflações de preços de ativos são fenômenos localizados e fadados à reversão por sua própria dinâmica, o papel dos Bancos Centrais deveria limitar-se ao de observador durante as fases de euforia. Uma vez exauridas, a política macroeconômica deveria ser conduzida para minimizar os estragos. A favor de Greenspan, diga-se que se essa não era uma opinião unânime entre os economistas, era, com certeza, a dominante.

A convicção de que o Banco Central se certificaria de relaxar a política monetária e baixar a taxa de juros, para garantir que não houvesse maiores danos após os excessos, ficou conhecida como “The Greenspan Put”. A partir de certo ponto, o processo de ir de bolha em bolha generaliza-se. Passa a haver tantas inflações de ativos simultâneas, que o fenômeno se transforma: perde o seu caráter localizado e se alastra para toda sorte de ativos. São tantas as festas em andamento, que toda a economia torna-se uma grande festa. Quando a economia toda está em festa, não há mais onde fazer festa quando a música é interrompida.

É natural que o longo período de inusitada prosperidade americana tivesse impacto positivo sobre o mundo todo. De fato teve, mas não apenas por meio dos tradicionais canais do comércio internacional. O principal mecanismo de transmissão da prosperidade e da euforia americana foi o novo sistema financeiro mundial globalizado. A expansão e a internacionalização financeira das últimas décadas transformaram-se num poderoso fator de sincronização das inflações de ativos, nas mais variadas economias no mundo.

Sob o olhar benevolente das autoridades em toda parte, o sistema financeiro mundial passou por uma grande transformação. O modelo bancário clássico, baseado no relacionamento com os clientes, foi substituído por um sistema despersonalizado, baseado em transações de mercado. O crédito transformou-se radicalmente. Deixou de ser um contrato direto entre o credor e o devedor e adquiriu uma nova e extraordinária flexibilidade. A securitização, de todo tipo de recebíveis, permitiu que as dívidas fossem fatiadas e recompostas das mais variadas formas e depois levadas a mercado. Os contratos financeiros contingentes, chamados de forma genérica de derivativos, concebidos originalmente para limitar o impacto das incertezas, tiveram um desenvolvimento semelhante.

A securitização e os derivativos foram os pilares, a partir dos quais as inovações tomaram tal velocidade, que deram origem a um sistema financeiro paralelo, que, por não ter um caráter institucional, não tinha nem transparência, nem limites nacionais.

Os Estados Unidos estão no epicentro da crise, mas está claro que o problema não está restrito à economia americana. Já está também claro que o dinamismo das novas economias emergentes não resistirá à evolução da crise. Ao contrário do que se chegou a defender até meados de 2008, nenhuma das grandes economias candidatas a novas locomotivas mundiais, nem mesmo a China, foi capaz de manter o dinamismo diante do desaquecimento das economias centrais.

Assim como a festa americana contagiou o mundo, seu fim interrompeu as festas mais distantes. Todos quiseram ir para os Estados Unidos participar da grande festa, e os que lá estavam precisavam encontrar novas fronteiras para viabilizar outras festas. Em princípio, estar simultaneamente em festas espalhadas pelo mundo deveria funcionar como garantia. Haveria sempre alguma festa animada, quando a sua desse sinal de se esgotar. Mas as festas terminam por se sincronizar. Como ficou evidente, quando a grande festa acaba, as festas periféricas, ainda que incipientes e bem organizadas, são interrompidas. Os visitantes batem em retirada, chamados a recolher os escombros em casa.

O atoleiro da deflação

No final de 2002, durante uma viagem ao Japão, Ben Bernanke (2002), ainda como membro da diretoria do FED, fez menção aos riscos da deflação. O momento e o local eram adequados: o Japão já enfrentava a ameaça da deflação havia anos. Nos Estados Unidos, em seguida ao fim da bolha das empresas de tecnologia em 2000 e ao atentado de setembro de 2001, temia-se que algo semelhante pudesse vir a ocorrer. Bernanke é um acadêmico respeitado, cuja área de pesquisa sempre foram as políticas macroeconômicas, com interesse especial para o caso da Grande Depressão dos anos 1930. Em 2004, Bernanke escreveu, com dois colegas do FED, um artigo técnico sobre as alternativas da política monetária quando a taxa nominal de juros se aproxima de zero (Bernanke et al., 2004). O artigo explora as alternativas, fora do arsenal ortodoxo dos Bancos Centrais, para evitar a deflação e uma recessão prolongada. Pois a conclusão de Bernanke, sintetizada no seu discurso do Japão, é que a melhor forma de sair de uma deflação é não chegar até ela.

A afirmativa pode parecer surpreendente, especialmente para os que, como nós, brasileiros, penaram durante tantos anos com as dificuldades para controlar a inflação. Afinal, produzir inflação nunca nos pareceu uma coisa muito complicada. Muito pelo contrário, aumentar os gastos públicos, sem aumento correspondente da arrecadação, expandir o crédito e dar carta branca ao Banco Central para emitir à vontade, e ainda ter justificativa teórica para isso, parece ser a receita dos sonhos de todo homem público.

A deflação é perigosa porque dificulta a digestão dos excessos do período de vacas gordas. O que paralisa o sistema financeiro é o excesso de ativos, ou seja, empréstimos de toda ordem, em relação ao capital próprio. Enquanto os ventos são favoráveis, para aumentar a rentabilidade, a ordem do dia é maximizar a relação entre ativos e capital próprio. Quando mudam os ventos, grande parte dos empréstimos se torna irrecuperável, a ordem passa a ser não emprestar até que a relação entre ativos e capital próprio – a alavancagem – se reduza para um nível confortável. A deflação aumenta o valor dos ativos em relação à renda e à riqueza dos devedores, dificulta a desalavancagem e prolonga a indigestão. O caso do setor imobiliário residencial, onde começou a crise, ilustra bem os problemas criados pela deflação. Mesmo que as taxas cobradas nos empréstimos hipotecários fossem reduzidas para zero, com queda sistemática dos preços das casas, a partir de certo ponto, o valor do imóvel passa a ser inferior à dívida. A deflação generaliza esse fenômeno: aumenta o valor das dívidas em relação à riqueza. Não é bem do que um mundo atolado em dívidas precisa.

Mas como é possível que, com toda a extraordinária emissão monetária do FED desde o início da crise, com a taxa de juros reduzida a praticamente zero, não se tenha criado inflação e, ao contrário, continue-se a temer a deflação? A relação macroeconômica mais popularizada é, com certeza, aquela entre emissão de moeda e inflação, da chamada Teoria Quantitativa da Moeda. É uma simplificação dos complexos determinantes do processo inflacionário, que mais induz a equívocos do que ilumina. Nas circunstâncias atuais, a Teoria Quantitativa perde totalmente seu, normalmente já reduzido, poder de explicação sobre os rumos do nível geral de preços.

Quando se estabelece um nível tal de incerteza, próximo do pânico, a demanda por ativos líquidos e sem risco aumenta de forma extraordinária. A moeda dos Estados Unidos é o ativo líquido e seguro por excelência. A emissão nessas circunstâncias não cria excesso de oferta de moeda, apenas atende à demanda, que tem um crescimento fora do comum. Como não há moeda em excesso, apesar do aumento da moeda em circulação, não há pressão inflacionária. Não há pressão sobre os preços porque ninguém quer gastar para se livrar do excesso de moeda; mas ao contrário, assustados, querem guardar uma quantidade muito maior de moeda do que em tempos normais. Na linguagem da Teoria Quantitativa, diz-se que houve uma redução da velocidade de circulação da moeda, que normalmente é estável.

Nas circunstâncias atuais, a emissão de moeda não causa inflação porque atende ao aumento da demanda, mas, quando o pânico passar e as incertezas se reduzirem, a demanda excepcional pela moeda americana vai deixar de existir. Em princípio, isso também não é problema. Basta que o FED reverta o processo, revendendo os ativos que adquiriu do público. Se, durante o pânico, o FED tivesse comprado apenas títulos do Tesouro, o processo se reverteria sem maiores dificuldades. Quando a situação se normalizasse, o FED revenderia os títulos

que havia comprado e retiraria de circulação a moeda repassada para atender às necessidades do sistema. Esse é um exemplo clássico da atuação do Banco Central como emprestador de última instância. Quando o setor privado precisa de liquidez, o Banco Central aumenta a liquidez, adquirindo títulos públicos do sistema financeiro.

A situação atual é diferente. A iliquidez do sistema é muito superior a uma iliquidez causada por algum fator circunstancial em tempos de normalidade. O sistema financeiro americano, que já enfrentava toda sorte de problemas havia mais de um ano, com ramificações para os sistemas financeiros do mundo todo, paralisou por completo após a quebra do banco de investimentos Lehman Brothers, em setembro de 2008. O FED, que já vinha tomando medidas para aliviar a iliquidez, viu-se obrigado a abandonar o livro de regras dos Bancos Centrais e adotar um arsenal de medidas heterodoxas para tentar reanimar o sistema financeiro e a economia.

O aumento da liquidez apenas por meio da compra de títulos públicos em poder do sistema financeiro seria insuficiente para fazer o sistema voltar a funcionar. O FED passou a comprar também títulos privados. Ainda não foi suficiente. Incapaz de fazer o crédito voltar a fluir, passou, em seguida, a financiar diretamente o setor privado não financeiro, mediante a compra de *commercial papers*.

Ao dar liquidez de todas as formas para o sistema financeiro, e também diretamente para o setor privado não financeiro, o FED inchou o seu balanço com títulos privados. A contrapartida dos títulos privados no ativo do FED é a expansão do seu passivo monetário, composto por moeda em poder do público, mais reservas do sistema bancário, ou seja, a emissão de moeda.

Enquanto perdurar a incerteza, moeda é o que o público quer. Com a taxa de juro tão próxima de zero, o custo de oportunidade de reter moeda é irrelevante. O público prefere moeda e o sistema bancário prefere reservas no FED a qualquer outro ativo, até mesmo aos títulos do Tesouro, que praticamente nada rendem. A demanda por moeda tornou-se ilimitada: toda compra de títulos por parte do Banco Central, mediante a emissão, aumenta a quantidade de moeda entesourada pelo público. Configura-se o que John Maynard Keynes chamou de a armadilha da liquidez. A política monetária perde a capacidade de estimular a demanda agregada. Incapaz de estimular a demanda, a política monetária fica também incapaz de reverter um processo de deflação, incapaz de provocar inflação.

Dado que a política monetária é o instrumento do qual dispõe o Banco Central, compreende-se a afirmativa de Bernanke de que a melhor forma de combater uma deflação é não chegar a ela. O fato de se ter chegado até aqui com a deflação definitivamente como uma possibilidade não é reconfortante. A economia americana corre o risco de se encontrar na situação da japonesa, já há mais de quinze anos estagnada.

Os limites da política de assunção de dívidas privadas

Os Estados Unidos não têm a tolerância do Japão. Acostumada à opulência e ao crescimento, é muito difícil imaginar que a sociedade americana aceite a perspectiva de uma década de estagnação. A reação americana, tanto por parte do FED como do Tesouro, e também do Congresso, é marcadamente mais agressiva, no sentido de tomar medidas para evitar a deflação e a recessão prolongada. É opinião quase unânime hoje que as medidas para evitar um colapso mundial precisam ser internacionalmente coordenadas. Existe, entretanto, uma larga diferença entre os países mais audaciosos, dispostos a apostar todas as fichas para evitar a deflação, e os países mais conservadores, reticentes em lançar mão de medidas que possam vir ter um custo fiscal excessivo. Num extremo estão os Estados Unidos, no outro, a Alemanha. Apesar do coro de críticas à posição da Alemanha, aparentemente apegada de forma inoportuna aos riscos do passado e insensível aos de hoje, a verdade é que essa não é uma questão trivial (Buitter, 2008).

Não é preciso, mais uma vez, enfatizar os custos e os riscos de uma profunda e prolongada recessão mundial. Por que então não usar todas as fichas, correr todos os riscos, para evitar a deflação? Não foi justamente um apego à ortodoxia monetária e fiscal, incapaz de ser revista para as circunstâncias de 1929, que levou à grande depressão dos anos 1930? A grande contribuição de Keynes foi justamente demonstrar que a economia de mercado pode passar por momentos em que tem um “problema de ignição”, que requer o aumento dos gastos públicos para fazê-la pegar no tranco. A hora parece exigir que se esqueçam os pruridos quanto a eventuais desequilíbrios fiscais e fazer todo o possível para escapar de uma nova depressão econômica mundial.

Não há dúvida de que programas coordenados de gastos públicos, de preferência de investimentos, que tenham alto poder multiplicador sobre a demanda agregada, devem ser implementados quando a economia está à beira da deflação. Com a política monetária tornada ineficaz pela armadilha da liquidez, só sobra a política fiscal, como instrumento para tentar reanimar a economia. Nas vizinhanças da deflação, só resta discutir como aumentar o impacto e reduzir o prazo, normalmente longo, para que os gastos públicos tenham efeito sobre a demanda e a renda. O conjunto de medidas, preliminarmente anunciadas, pela equipe do novo presidente Barack Obama enquadra-se nesse tipo de política fiscal, sobre a qual, em momentos como o que vive a economia americana, não há o que questionar.

Mais complicado de avaliar – e potencialmente mais arriscado – é a decisão de fazer o setor público, por meio do Tesouro ou do Banco Central, absorver ativos podres do setor privado. Se o Banco Central expande a quantidade de moeda em circulação, por meio da compra de títulos do Tesouro em poder do setor privado, para atender a uma demanda excepcional por liquidez, a reversão é simples e sem custos fiscais. Uma vez revertidos os fatores de insegurança que

levaram à demanda excepcional por liquidez, o Banco Central revende os títulos do Tesouro e reduz a quantidade de moeda em circulação. A desmonetização é semiautomática. Essa é uma operação clássica de mercado aberto. Quando o Banco Central, como é o caso do FED agora, ganha autonomia para financiar diretamente o setor privado, financeiro e não financeiro, mediante a compra de títulos privados, a situação adquire uma dimensão distinta. Os títulos do Tesouro americano, acredita-se, não têm risco de crédito, os títulos privados, sim. Ao fazer uma expansão monetária por meio de uma operação clássica de mercado aberto com títulos públicos, o Banco Central não incorre em risco de crédito, não tem necessidade de avaliar riscos privados associados ao papéis que compra, e, muito provavelmente, irá revendê-los quando a situação se reverter, sem maiores dificuldades ou prejuízos.

Ao adquirir títulos privados, o Banco Central faz uma política monetária expansionista que tem um componente de política fiscal. Imaginemos o caso extremo, aquele em que o Banco Central adquire títulos privados que não têm valor residual. Nesse caso, a expansão monetária não poderá ser revertida mediante a revenda dos títulos ao setor privado, já que eles não têm valor e, portanto, não encontrarão comprador. Para reverter a expansão monetária, será preciso emitir títulos públicos, em valor equivalente ao pago pelos títulos privados sem valor residual. Tudo o que for pago por títulos privados que não têm valor é uma doação, uma troca de papéis bons do Tesouro por papéis podres do setor privado. Trata-se de uma forma de reduzir a dívida privada mediante o aumento da dívida pública. Caso os títulos privados adquiridos pelo Banco Central tenham algum valor residual, mas inferior ao preço pelos quais foram adquiridos, a situação é essencialmente a mesma. Toda vez que o Banco Central adquire títulos privados acima do seu valor, há um componente fiscal associado à política monetária. Esse componente fiscal da política monetária é diferente da política de expansão dos gastos públicos, seja de custeio, seja de investimentos, pois não tem impacto direto sobre a demanda agregada. Apenas transfere endividamento privado para o setor público. A capacidade de esse tipo de política fiscal reanimar a economia é inferior à do aumento dos gastos públicos diretos, especialmente se o setor privado, atolado na deflação, estiver decidido a entesourar todo aumento de sua riqueza líquida.

O objetivo desse tipo de política não é reanimar diretamente a economia, como recomenda Keynes, mas tentar evitar o colapso do sistema financeiro e restabelecer o crédito, completamente obstruído. É um objetivo indispensável para que a recessão não se aprofunde, mas que, se malconduzido, pode apenas transferir ativos podres para o Tesouro, até torná-lo insolvente, sem capacidade de reanimar a economia. Um caso extremo e ilustrativo é o da Islândia. O sistema bancário desse país, altamente internacionalizado, inviabilizou-se com a crise. A Islândia foi obrigada a garanti-lo, para evitar a quebra. Ocorre que ao assumir o passivo do sistema bancário, tornando-o dívida pública, a própria

Islândia quebrou. O sistema bancário da Islândia era grande demais para o tamanho do país.

Qualquer que seja o tamanho da economia, há sempre um limite para a capacidade de assunção de dívidas privadas pelo setor público. O que se pretende, tanto com as novas atribuições dadas ao FED quanto com o fundo de salvamento aprovado pelo Congresso americano, é reanimar o sistema financeiro, muito antes que o volume de dívidas privadas a serem assumidas pelo Tesouro aproxime-se desse limite. A assunção de dívidas privadas, tanto por parte do Banco Central como diretamente pelo Tesouro, deveria dar liquidez a um mercado engasgado pelo excesso de alavancagem e estancar a queda dos preços, causada pela venda forçada de ativos, quando não há compradores dispostos a assumir riscos. Uma vez revertida a situação de iliquidez, pânico e paralisia, os mercados voltariam a funcionar e os preços dos papéis se recuperariam.

O Banco Central e o Tesouro poderiam revender, mais à frente, os ativos adquiridos do setor privado, com pouco prejuízo, ou até mesmo com lucro. Assim, muito provavelmente, aconteceria se a crise fosse apenas de iliquidez, mas está evidente que a crise hoje é também de solvência. Grande parte dos ativos do setor privado é realmente de baixíssimo, ou nenhum, valor residual. Assim sendo, grande parte dos ativos que vierem a ser adquiridos pelo setor público, via FED ou Tesouro, não tem efetivamente valor, é pura transferência de riqueza para o setor privado. O resultado é um aumento da dívida pública que não terá como ser revertido em curto prazo.

Os riscos do gradualismo

Para que um programa de transferência de dívidas privadas problemáticas para o setor público seja bem-sucedido, é preciso que a economia se recupere antes que o setor público, ele próprio, se torne insolvente. Para isso, é fundamental que o programa seja percebido como efetivamente capaz de reverter a situação. O gradualismo nesse caso é perigoso. Se a velocidade com que o setor público absorve ativos problemáticos for inferior à velocidade com que mais ativos privados se tornam problemáticos, é evidente que a situação não irá ser revertida. A recessão e a inexistência de crédito tornam cada vez mais ativos, perfeitamente saudáveis, insolventes. Se prolongado, esse estado de coisas pode resultar numa tal transferência de ativos podres para o setor público, que nem o Tesouro será capaz de digerir.

No caso dos Estados Unidos, há espaço para o aumento do endividamento público antes que o país venha a enfrentar problemas. É de toda forma importante entender os riscos de um aumento significativo da dívida pública americana. A partir de um certo ponto, o aumento da dívida passará a ser percebido como preocupante. A restrição fiscal intertemporal pode se tornar difícil de administrar. O governo tem sempre a opção de monetizar grande parte do aumento da dívida. Hoje, isso não seria um problema, mas até conveniente. Enquanto houver risco percebido de deflação e a taxa básica de juros continuar

próxima de zero, a monetização não é fonte de preocupação. Enquanto a economia mundial estiver toda relativamente sincronizada em recessão, o problema não é grave, pois a demanda por moeda e títulos americanos é excepcionalmente grande. Mas assim que outras economias deem sinais de recuperação, que apareçam oportunidades de investimentos, enquanto a economia americana permanece estagnada com a indigestão de ativos podres, a demanda pela moeda e pela dívida americanas se reduzirá.

O resultado – especialmente se a taxa básica de juros controlada pelo FED for mantida perto de zero, para não inviabilizar a recuperação da economia – será a desvalorização do dólar e a elevação das taxas de longo prazo da dívida. O FED, com o seu ativo cheio de títulos privados de valor questionável, teria de enfrentar uma súbita redução da demanda por sua moeda. Entre elevar a taxa de juros para esterilizar a redução da demanda de moeda e prolongar a recessão, ou aceitar a desvalorização do dólar e a inflação decorrente da tentativa do público de reduzir seu estoque de moeda, o FED optaria sem dúvida pela segunda alternativa. Um pouco de inflação é tudo que deseja o FED para acelerar o processo de digestão de dívidas.

A questão-chave é se será possível passar de forma gradual, sem descontinuidades, da deflação para uma pequena inflação. Quanto mais desorganizadora a recessão, quanto mais longe tiver ido o processo de troca de ativos podres privados por dívida pública, quanto mais rápida a taxa de crescimento da relação dívida-PIB, quanto maior a resistência do FED para subir a taxa básica de juro quando houver uma redução da demanda pelo dólar, maior será o risco de uma descontinuidade. O resultado pode ser uma desvalorização brusca do dólar, a única das previsões dos que anteviram essa crise que ainda não se realizou.

Para concluir

Essa crise foi subestimada. Hoje, já há consciência da sua gravidade. Está evidente que essa é a crise mais séria desde a grande depressão dos anos 1930. O fato de não ter sido antecipada, ter sido subestimada, ter sido descartada como uma pequena correção de preços dos ativos, um mero ajuste, que não deveria durar mais do que um ou dois trimestres, fez que as medidas para enfrentá-la estivessem sempre atrasadas. Muito pouco, muito tarde. A paralisação do mercado de crédito, em setembro de 2007, não foi um acidente reversível como se imaginou. A queda das bolsas não foi provocada por uma reação irracional que abriu uma oportunidade de compra. As economias emergentes não se descolaram da recessão nos países centrais e assumiram o papel de novas locomotivas da economia mundial. O Brasil não está “blindado” – essa palavra horrível –, mas já foi afetado.

Estamos relativamente bem, ajudados tanto pelo dever de casa feito nos últimos anos como pela sorte de termos chegado tarde para a festa. Fora do epicentro, seremos atingidos de forma menos intensa, mas sobretudo defasada. Para o Brasil, a crise começou no último trimestre de 2008, quando a quebra

do Lehman Brothers interrompeu o crédito comercial internacional. Não vamos, entretanto, nos iludir: seremos duramente atingidos. Previsões são sempre difíceis, até porque dependem da capacidade de compreender e de reagir. O realismo da análise, sem o qual não há como bem agir, não deve ser afastado em nome de um otimismo, nesse momento, mais incompetente do que ingênuo. A capacidade de compreender o quadro mundial e nossa especificidade é mais importante do que a tentativa de fazer previsões.

Referências bibliográficas

BERNANKE, B. Deflation: making sure it doesn't happen here. Novembro de 2002. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov>>.

BERNANKE, B. et al. *Monetary policy at the zero bound: an empirical assessment*. Washington, D.C.: Federal Reserve Board, 2004.

BUITER, W. *Confessions of a crass Keynesian*. Dezembro de 2008. Disponível em: <<http://www.ft.com>>.

KRUGMAN, P. R. *The return of depression economics*. New York: W. W. Norton & Company, 2008.

André Lara Resende é sócio da Lanx Capital e membro do Conselho de Administração da Gerdau S. A. e da Metalúrgica Gerdau S. A. Foi sócio-diretor do Banco Matrix S. A., vice-presidente-executivo e membro do Conselho de Administração do Unibanco S. A. e sócio-diretor do Banco de Investimento Garantia S. A. No setor público, foi presidente do BNDES e diretor do Banco Central do Brasil. Foi professor do Departamento de Economia da Pontífca Universidade Católica do Rio de Janeiro. É Ph.D. em economia pelo Massachusetts Institute of Technology (MIT, EUA).

Texto apresentado pelo autor para discussão no Seminário de fim de ano do Instituto de Estudos de Política Econômica (Iepe), Casa das Garças/CdG, Rio de Janeiro, 18 de dezembro de 2008.

Recebido em 8.1.2009 e aceito em 14.1.2009.