

As Perspectivas Nebulosas para a Economia Mundial em 2012

Depois de estudar a fundo, durante muitos anos, a história e os meandros da política monetária nos Estados Unidos, o economista Milton Friedman concluiu que a Grande Depressão de 1929 a 1933 se deveu em grande parte a erros do banco central americano. O erro mais grave que teria sido cometido pelo Federal Reserve naquela época, segundo Friedman, foi que ele teria permitido que houvesse uma *contração* da oferta monetária durante a recessão, o que alavancou a intensidade e duração da queda da atividade econômica a níveis dramáticos.

Tempos depois, numa homenagem a Friedman alguns anos antes da atual crise econômica no mundo desenvolvido, Ben Bernanke (o atual presidente do FED) afirmou que ele estava correto naquele seu diagnóstico. Segundo Bernanke, os presidentes dos bancos centrais no mundo moderno jamais voltariam a cometer esse tipo de erro.

Mas quais seriam, mais precisamente, de acordo com as idéias de Friedman, os princípios fundamentais que deveriam reger a condução da política monetária, numa descrição que esteja razoavelmente ao alcance de não especialistas? Uma ilustração interessante pode ser encontrada numa entrevista que foi dada por ele, ao longo da qual lhe foi feita a seguinte pergunta: “Você ainda acha que seria uma boa idéia ter a política monetária conduzida por um computador?”

A resposta foi a seguinte: “*Sim. É claro que isso depende muito de como o computador seria programado. Quando falei isso o que eu tinha em mente era a idéia de que um computador produziria, por exemplo, uma taxa constante de crescimento na quantidade de moeda, digamos, definida pelo conceito do M2, alguma coisa como 3% a 5% ao ano.*”

Há certas situações nas quais mudanças discricionárias guiadas por um sábio e talentoso gestor da política monetária poderiam ser melhores que a expansão a uma taxa fixa, mas essas situações são raras. Em qualquer situação, o programa de computador certamente evitaria quaisquer grandes desastres, sejam grandes inflações ou depressões.

Um dos grandes defeitos do nosso tipo de sistema monetário é que a sua performance depende muito da qualidade das pessoas que são colocadas na função de conduzir a política monetária. Temos visto isso na história do

nosso Federal Reserve System. Certamente um computador teria produzido resultados muito melhores durante os anos 30 e durante ambas as guerras mundiais.

Isso levanta uma questão sobre a conveniência do nosso atual sistema monetário. Ele é de um tipo no qual um grupo de pessoas que não foram eleitas (pelo voto popular, democraticamente) detêm enorme poder, poder que pode levar a uma grande depressão ou a uma grande inflação. É sábio colocar tanto poder nas mãos dessas pessoas?

Uma alternativa seria eliminar o Federal Reserve System; reduzir as atividades do governo federal à provisão de moeda de alto poder (high powered money), isto é, papel-moeda e reservas bancárias, e constitucionalizar o que deve ser feito com essa moeda de alto poder. Minha preferência é simplesmente mantê-la constante e permitir que os desenvolvimentos financeiros produzam o crescimento na quantidade de moeda na forma de depósitos bancários, um processo que vem ocorrendo há muitas décadas. Mas isso, claro, é algo politicamente impossível”.

Difícilmente Friedman defenderia integralmente esses pontos de vista na atualidade. Uma das razões para isso é que a crescente sofisticação das diferentes formas de pagamento destruiu qualquer relação estável entre alguma definição de “meios de pagamentos” com demanda agregada ou inflação (foi fundamentalmente este o motivo que levou à adoção dos modernos “regimes de metas de inflação”). Mas parte dos argumentos técnicos e principalmente o conteúdo filosófico da argumentação de Friedman permanece inteiramente válido. Ou seja, continua sendo demasiadamente arriscado concentrar um enorme poder discricionário nas mãos de alguns técnicos para manipularem de forma ilimitada a oferta monetária e as taxas de juros na tentativa de preservar o crescimento econômico e a estabilidade de preços. Como disse Friedman, existem ocasiões nas quais esse tipo de ativismo produz melhor resultados do que uma postura de maior neutralidade. Mas elas são raras.

A crise econômica surgida nos Estados Unidos em 2008 e uma das suas conseqüências, que é a atual crise na Europa, se enquadrariam nessas situações tão raras segundo Friedman, que justificariam uma manipulação muito mais agressiva dos instrumentos de política monetária pelos bancos centrais?

A grande maioria dos bons economistas da atualidade certamente diria que sim. Pois mesmo a maioria daqueles que não concordam inteiramente com a agressividade da política que vem sendo conduzida por Bernanke reconhecem que ela contribuiu para aliviar a intensidade e duração da crise. Verifica-se maior consenso ainda em torno da idéia de que a quebra de grandes instituições financeiras e a crise bancária sistêmica devem ser evitadas a qualquer custo.

Ocorre que vários anos antes da atual crise o então presidente do Federal Reserve (Alan Greenspan) já havia reduzido a taxa de juros a níveis muito baixos, mesmo durante o longo período de crescimento que ficou conhecido como “grande moderação”. Essa política monetária de Greenspan, combinada com a desregulamentação exagerada do mercado financeiro durante o governo Bush, foi em grande medida responsável pela bolha imobiliária e de derivativos que viria a deflagrar a crise nos Estados Unidos, em 2008. Eis que o “período de grande moderação” se transforma no atual “período de baixo crescimento e grande volatilidade”. E esse é exatamente o tipo de risco e inconveniente a que se referia Friedman na entrevista que aqui reproduzimos.

A teoria econômica e o simples bom senso há muito tempo demonstraram que progresso econômico sustentado depende de *variáveis reais*, como trabalho e aumento de produtividade (que, por sua vez, depende de investimentos em educação e formação bruta de capital). E que não pode existir uma política monetária eficiente numa situação de descontrole fiscal. Mas ao longo das últimas décadas, especialmente no mundo desenvolvido, passou-se a exigir dos bancos centrais uma contribuição excessiva para o objetivo do crescimento sustentado, sem o apoio das demais variáveis, que são as mais importantes. Essa é, em última análise, a causa fundamental da crise, tanto nos Estados Unidos como na Europa. E soluções verdadeiras não poderão surgir sem que essas causas sejam devidamente levadas em conta.

A idéia de deixar que um computador devidamente programado substitua a ação discricionária de algumas pessoas na tomada de decisões que afetam todas as economias do planeta é, obviamente, na prática, apenas uma figura de retórica. Mas ela serve para ilustrar os perigos inerentes ao excesso de ativismo e instabilidade na condução da política monetária e das atividades dos bancos centrais no mundo moderno.

Os Novos Desdobramentos da Crise na Europa

A maioria dos bancos da Zona do Euro adquiriu uma grande quantidade de títulos emitidos pelos governos de países da região. A crise da dívida soberana e a conseqüente queda nos preços desses títulos tem sido a principal causa das dificuldades ora enfrentadas por esses bancos. Eles vêm sendo penalizados pelas agências de avaliação de risco e as próprias autoridades reguladoras exigiram que eles fizessem uma recapitalização. E tudo isso numa situação em que os preços de boa parte dos títulos soberanos que carregam sequer foram ainda colocados a preços de mercado. Ou seja, a crise de confiança em relação às dívidas dos governos contribuiu decisivamente para uma ameaça de crise bancária sistêmica.

Mas nos últimos dias os mercados se animaram especulando sobre a possibilidade de medidas capazes de produzir um grande alívio na crise que assola a Zona do Euro. De onde viriam os recursos e em que consistiriam essas medidas? Ora, os recursos viriam do Banco Central Europeu. Quanto às medidas, vamos explicar um pouco melhor do que se trata.

Desde que tomou posse, o novo presidente do Banco Central Europeu, o italiano Mário Draghi, declarou que estaria legalmente impedido de comprar grandes quantidades de títulos emitidos pelos países em dificuldades (particularmente a Itália). Mas que o BCE cumpriria a sua função de prestador de última instância aos bancos. Dessa forma anunciou que iria prover liquidez de forma praticamente ilimitada ao sistema bancário e que passaria a aceitar uma gama mais ampla de títulos como garantias desses empréstimos. Até aí, nada demais.

Mas o mercado passou então a especular sobre a seguinte possibilidade: o BCE emprestaria dinheiro aos bancos pelo prazo de três anos a uma taxa de juros pouco superior a 1% ao ano. E como o volume ofertado é praticamente ilimitado, além de tomar o dinheiro para suprir suas necessidades imediatas de liquidez os bancos poderiam tomar muito mais e utilizar esse excesso para adquirir títulos de governos nos mercados. Como esses títulos estão depreciados e proporcionando um rendimento muito superior a 1% ao ano, esse tipo de operação atingiria três importantes objetivos ao mesmo tempo: preencher as necessidades de liquidez dos bancos privados, gerar uma forte demanda pelos títulos dos países

em dificuldades e ainda proporcionar um lucro extra para os bancos, ajudando-os assim no processo de capitalização.

Traduzindo essa mágica, bancos privados que antes estavam precisando se livrar de parte da sua posição de ativos para reduzir o risco e atender à exigência de capitalização, agora usariam o dinheiro do banco central para se alavancarem ainda mais, adquirindo grandes volumes adicionais de títulos de governos em crise. E o BCE, a agência reguladora do sistema bancário europeu e as agências privadas de avaliação de risco aceitariam isso de forma passiva.

Diante das conseqüências que poderiam advir de uma nova combinação de crise soberana com crise bancária na Europa até mesmo boa parte dos especialistas não descarta que o BCE possa vir a adotar ou permitir a adoção de medidas dessa natureza, consideradas como um “mecanismo-ponte” para ganhar tempo até que as medidas realmente fundamentais possam ser adotadas. Mas é preciso

reconhecer que o artificialismo das medidas econômicas no mundo desenvolvido já atinge níveis exagerados. E pontes excessivamente frágeis e inconsistentes constituem um risco elevado para as travessias.

É óbvio que sozinhos os bancos centrais não poderão oferecer soluções definitivas para a crise na Zona do Euro. E até mesmo como medidas-ponte ou auxiliares, certas providências seriam de efeitos altamente duvidosos. A solução para a crise na Zona do Euro exige reformas de difícil implementação e de resultados necessariamente demorados. Não obstante os sinais novamente animadores de retomada da atividade econômica nos Estados Unidos, o ano de 2012 será difícil para toda a economia mundial. Esperemos pelo menos que a crise resulte numa volta às atitudes de governos e políticos que tenham mais apoio na realidade e de fato contribuam para a volta do desenvolvimento sustentado a médio prazo.