

Algumas Lições do Atual Patamar da Crise de 2008-2009 - II

I. O FATO DA CONJUNTURA

Ao deixar a chefia da assessoria econômica do Governo Obama (Janeiro, 2010), a professora Christina Romer fez o mais claro e contundente alerta de que, até então, se navegava em “*território [analítico] não mapeado*”, a saber: (a) não houve antecipação da crise de 2008-2009; (b) mesmo então (início de 2010) não se havia decodificado a causa do evento: (c) e, em decorrência, não se sabia por que as políticas postas em prática seguiam sendo ineptas e, pior, (d) mesmo assim, não se dispunha de conhecimentos para, ainda que tardiamente, se pudesse acertar o rumo [<http://press.org/news-multimedia/videos/espan/295277-1>]. Acentuando esse ponto de vista, agora (4.3.15), divulgam-se transcrições das reuniões do Federal Reserve, ao longo de 2009, e evidencia-se que o FED simplesmente tinha muitas dúvidas quanto à habilidade de a Autoridade Monetária ir além do que já fazia, e suas preocupações quanto às consequências políticas e econômicas do que pudesse vir a fazer [“In Eye of Economic Storm, the Fed Blinked”, New York Times, 4.3.15].

Passados 6 a 7 anos de seu início, a crise estende-se aos dias de hoje, e as políticas públicas postas em prática têm tido um desempenho bastante questionável, seja pelo longo período em que os resultados intentados, de fato, passam a ocorrer, seja porque junto aos “bons” resultados ocorre uma conjunção de eventos que a teoria econômica não encontra muito espaço para se adaptar. Observa-se, por igual, um quadro institucional (ou o conjunto de regras do jogo de escolhas públicas [MONTEIRO, 2007: Capítulo 1]), em que as economias lutam para se estabilizarem, sob um substancial acréscimo na *intrusão governamental*. São *novos patamares não mapeados* e, com isso, a política econômica passa a lidar com problemas de decisão inusitados e curiosos [“A New Economic Mystery: Negative Interest Rates”, Washington Post, 18.2.15].

II. A TRAJETÓRIA DA ECONOMIA

Em uma dimensão inicial, essa intrusão se deu pela operação de socorro com recursos públicos de quase 1 trilhão de US\$ (caso dos EUA); mais adiante, também nos EUA e agora na União Europeia (e que já ocorrera no Japão e na Inglaterra) com um programa de compras de ativos (essencialmente títulos governamentais) rotulado “*quantitative easing*” (QE), praticado pela Autoridade Monetária. Essa é uma política de estímulo via abastecimento de recursos monetários diretamente aos bancos, na expectativa de reestabelecer os fluxos de crédito privados. Por alguma razão essa cadeia de eventos não redundou no resultado pretendido, ao menos no ritmo desejado – é essa a evidência da economia norte-americana [MONTEIRO, 2011]. Como coadjuvante, nos EUA, deu-se início a uma agressiva redução de juros trazidos para seu limite mínimo nulo (*zero lower bound, ZLB, meta para os fundos federais americanos*).

O horizonte de aplicação, em escala, complexidade de coordenação, e objetivo último de elevar o PIB e a taxa de emprego da mão de obra *tornam irrelevante* acentuar ser a política do QE uma *iniciativa monetária*. Por tais características, tais operações (veja-se também a negociação política (final de 2008 e início de 2009) em torno do *Troubled Asset Relief Program, TARP*, na economia norte-americana) são, na verdade, *escolhas políticas* de grande vulto e potencial significado eleitoral. *Desse modo, sua avaliação como política econômica extrapola as molduras analíticas convencionais*.

Mais ainda, tornam essa classe de política de difícil comparabilidade: por exemplo, os QE no Japão, EUA e, agora, na União Europeia – o *Public Sector Purchase Programme, PSPP*, 9.3.15 – um programa *open-ended* de €60 bilhões mensais. O PSPP se dá *após* a prática de políticas de intensa e recorrente austeridade orçamentária e o agravamento das desigualdades político-econômicas entre as economias na UE.

Pelos volumes e pela recorrência da intrusão dos *policy makers* (da área política e da esfera autônoma de governo), os agentes privados parecem *viciados* nesse apoio – o que introduz uma variável pouco estudada no mecanismo gerador de expectativas: “quem observou os últimos 7 anos e as injeções de US\$13 bilhões de liquidez por via da Autoridade Monetária, também se dá conta de que tudo está *sobrevalorizado*” [DURDEN, “Bonds or Stocks: Which Bubble Is Bigger? SocGen Answers”, 14.2.15]. De fato, “desde 2009, toda a vez que os mercados chegaram perto de *quebrar*, [alguma instância decisória pública] comparece ao mercado para socorrê-los” [“What Happens When the Fed Finally Fails to Prop the Markets?”, Phoenix Capital Research, 14.3.15].

Ainda quanto ao QE há que lembrar sua assimetria com a promoção de um eventual “*QE-reverso*”: vendas de estoques de ativos acumulados pela AM e que poderão levar a uma súbita elevação de seus rendimentos e de riscos. Para tanto, há que observar se as taxas de juros já

terão começado a subir, afastando-se de seu limite nulo (caso dos EUA) – especialmente com a *paciência* do FED situando vagamente essa elevação para ter início em meados de 2015 [YATES, 10.3.15]. Esta é outra característica do atual patamar da crise: o mecanismo gerador de incertezas mistura novos e raros eventos, como a surpreendente e rápida derrubada no preço do petróleo, deflações generalizadas, ultrapassagem do ZLB, como limite inferior para os juros, habilitando a que essa política passe a operar no campo negativo, e a notória *mão trêmula* de economistas, governos, e autoridades monetárias em lidar com esse *padrão* de incertezas.

O experimento europeu tem sua complexidade agravada, pois que seu término é vagamente marcado para Setembro de 2016, e não se sabe quão diferentes são as chances de promover tal política de enorme injeção de recursos, em um ambiente institucional que não se parece em nada com o caso dos EUA: a experiência do QE do FED será inteiramente válida para o atual (9.3.15) QE do BCE?

Igualmente, há duas outras incógnitas a serem explicitadas: (a) a zona do euro de todo precisa do QE, mesmo quando a poderosa economia alemã se destaca com seu “bom” desempenho? e (b) torna-se evidente que uma política de QE está interferindo fortemente nos mercados globais de ações [ROGOFF, 2015]. Nesse cenário institucional há também que tomar em conta o experimento em algumas economias satélites europeias (Suíça e Dinamarca) com taxas de juros nominais *hyper-low*: -0,7% e -0,75%, respectivamente. Ambos os movimentos ocorrem em razão da antecipação do QE do BCE: prosseguir cortando juros em resposta ao fato de que suas moedas se valorizam fortemente, em razão desse mesmo QE [“Denmark Ready to Intervene in House Market in Euro-Peg Fight”, bloomberg.com, 10.3.15]. Portanto, é de se esperar que essas taxas entrem ainda mais fundo no campo negativo [“SNB Considering Higher Negative Interest Rates”, reuters.com, 8.3.15]. Conta para tanto o risco político na zona do euro, e não apenas fatores econômicos possivelmente transitórios, como a forte e rápida queda do preço mundial do petróleo e de outras *commodities*.

III. O QUE OBSERVAR

O fato é que a crise ainda está em curso e as taxas de juros estão quase que generalizadamente muito baixas, de sorte que os Bancos Centrais tem sido levados a baixar essas taxas ainda mais, levando-as para o campo negativo – mesmo que isso signifique que muitas pessoas acabarão poupando dinheiro *físico*.

Mas há o caso singular da economia norte-americana: num certo sentido, o dólar *forte* atua como uma elevação da *taxa de juros sombra* (“uma medida que é diretamente comparável à taxa dos fundos federais, mas que pode ser informativa para os propósitos de política monetária sob ZLB para as taxas de juros nominais e intervenções de política não convencionais” [LOMBARDI & ZHU, 2014: 3]), colocando pressão sobre os setores de manufaturas e exportadores em geral; ademais, por via dos preços mais baixos das importações, criam-se pressões deflacionárias. Assim sendo, a expectativa de que o FED venha a elevar as taxas de juros em algum momento futuro (dentro de 3 meses, por exemplo) acrescenta um *vento de proa*, agravando o problema do dólar forte, com a entrada de mais dinheiro externo em Wall Street [PALLEY, 2015; ROGOFF, 2015].

Por igual, o crescimento do PIB e os fluxos de comércio não são mais tão determinantes das taxas cambiais, uma vez que vivemos em um mundo de “medidas monetárias extraordinárias” e de “poder hegemônico” de bancos centrais [“Currency Wars Threaten Lehman-style Crisis”, The Telegraph, 15.3.1].

Por fim, é essa moldura analítica ainda muito *desarrumada* que se tem que ter em vista quando se examina a trajetória tão precária em que segue a economia brasileira. Não que a partir daí se terá um padrão de soluções para os nossos problemas econômicos, mas para entender que tudo que se fizer será uma política por *erros e acertos*.

A solução econômica é indefinida e *dificilmente poderia ser equacionada à margem de arranjos políticos*; tem-se ainda o dado novo da mobilização *ostensiva* do Congresso Nacional em ser o *juiz* das iniciativas de política que o Executivo possa propor para corrigir a economia. E, note-se, um Congresso que se apresenta internamente convulsionado!

Estratégia Macroeconômica, uma opinião técnica quinzenal sobre a economia contemporânea, estabelecida a partir de um modelo analítico (*public choice*) que toma a política econômica como resultante da interação coletiva sob instituições de governo representativo. A analogia é a de um *jogo de estratégias*. A redação é de autoria de **Jorge Vianna Monteiro**, Monteiro e Monteiro Consultoria Econômica Ltda, e ex-professor do Departamento de Economia, PUC-Rio (Agosto de 1969-Dezembro de 2011). Os comentários aqui apresentados não refletem comprometimento de pessoas ou organizações às quais seu autor possa estar relacionado profissionalmente. Autor de “*Governo e Crise: Escolhas Públicas no Brasil e no Mundo, 2007-2011*” (Editora FGV, 2011) e “*Como Funciona o Governo: Escolhas Públicas na Democracia Representativa*” (Editora FGV, 2007). E-mail: contato@escolhaspublicas.com. Presença na *Plataforma Lattes*, e também no *LinkedIn* e *Twitter* (@jvinmont) – *ambos intensamente usados como meu blog informal*.