

**INSTITUTO DE ESTUDOS DE POLÍTICA ECONÔMICA**  
**Casa das Garças**

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 15

ALÉM DA CRISE: MACRO DESEQUILÍBRIO, CREDIBILIDADE E MOEDA-RESERVA

ANDRÉ LARA RESENDE

Abril de 2008

## **Além da Crise: Macro Desequilíbrio, Credibilidade e Moeda-Reserva**

**André Lara Resende**

**Abril de 2009**

1.

Nas últimas três décadas do século passado, consolidou-se uma visão do que constitui a boa prática de política macroeconômica. A melhor forma de condução das políticas monetária, fiscal e cambial, inspiradas no que se poderia chamar de um consenso macroeconômico, parecia ter levado, se não à superação completa, a uma significativa moderação dos ciclos econômicos. A alternância histórica entre fases de crescimento e bonança e fases de recessão e agruras parecia ter sido substituída por um horizonte de crescimento contínuo, sem o espectro da recessão e do desemprego. As autoridades econômicas, os bancos centrais em particular, teriam finalmente dominado a tecnologia para evitar as grandes recessões e o desemprego extraordinário. Para os países centrais, os tradicionais limites macroeconômicos, externo e interno, representados pela capacidade de crescer sem esgotar as fontes de financiamento externo e sem despertar o dragão inflacionário, pareciam ter sido suficientemente afastados, para não mais representarem uma restrição efetiva ao crescimento sustentável.<sup>1</sup>

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

---

<sup>1</sup> Ver A. Lara Resende, Em Plena Crise: Uma Tentativa de Reconstituição Analítica, IEPE/CDG, dezembro 2008, para uma análise mais detalhada do argumento.

ser anticíclica, dirigida para minorar os seus efeitos, mas perversamente pró-cíclica, para restabelecer a confiança abalada.

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

## 2.

As duas últimas décadas do século 20 consolidaram uma percepção de mundo que pode ser esquematicamente descrita da seguinte forma. Os países centrais, emissores de moedas-reserva, os EUA principalmente, mas também o Japão e os países da União Européia que adotaram o Euro, e em menor escala, a Inglaterra e Suíça, com a confiança externa garantida e o espectro da inflação afastado, não tinham restrição efetiva ao crescimento, a não ser o estabelecido pela capacidade de criar demanda doméstica. Os limites da função de produção doméstica seriam indefinidamente complementados pela capacidade financiar qualquer déficit externo. É verdade que a capacidade de criar demanda doméstica era muito diferente entre eles. Num extremo, os Estados Unidos, a mais dinâmica economia mundial, movida por uma agressiva mentalidade consumista, turbinada pelas extraordinárias inovações tecnológicas e financeiras das últimas décadas, convencida de sua inesgotável capacidade de adaptar-se e reinventar-se. No outro, o Japão, que após o fim da bolha imobiliária no início da década de 90, viu-se paralisado, com o sistema bancário insolvente e o setor privado traumatizado, incapaz de responder aos estímulos da política econômica para gastar e reduzir a taxa interna de poupança. Mesmo entre os países da Comunidade Européia, houve diferenças marcantes na velocidade do consumo e do crescimento. Num extremo a Espanha e a Irlanda, no outro, a Alemanha, naturalmente conservadora e, durante muito tempo, engasgada com a sua unificação. Mas como um todo, os países centrais, emissores de moedas-reserva, foram as locomotivas do consumo mundial, despreocupados com o aumento do endividamento privado interno e com os recorrentes e crescentes déficits externos. Mesmo o Japão, incapaz de reacender o consumo privado doméstico, fez uso da política fiscal e, sobretudo, da política monetária, agressivamente expansionista, que, em última instância, financiou parte do endividamento e do consumo internacional dos países centrais. Mesmo quando não conseguem estimular a demanda interna por meio de uma política monetária

expansionista, após a crise, os países centrais, emissores de moedas-reservas, podem financiar o consumo externo de seus parceiros comerciais, para expandir suas exportações.

Os países periféricos, traumatizados e escaldados pelas crises recorrentes, compreenderam que a adoção da síntese de política macroeconômica, não era condição de suficiência para garantir a confiança dos investidores e poder participar diretamente da grande euforia da expansão do crédito mundial. Para evitar que fossem recorrentemente atropelados, por uma súbita falta de confiança dos investidores, ao levarem longe demais a dependência de capitais externos, os países periféricos adotaram uma atitude cautelosa. Compreenderam que era possível beneficiar-se da expansão financeira e comercial mundial, mas a reboque, necessariamente, do dinamismo das economias centrais. Era preciso garantir que o crescimento doméstico estivesse sempre subordinado ao crescimento da demanda externa. O setor exportador deveria funcionar como dínamo do crescimento econômico, mesmo que - como é quase sempre o caso nas economias emergentes - com carências de toda ordem, a demanda interna tivesse um enorme potencial de dinamismo. O crescimento das economias periféricas neste início de século foi todo baseado na contenção do consumo doméstico e no estímulo às exportações para atender ao consumo das economias centrais. Explica-se assim que o Brasil tendo enfrentado mais uma crise de balanço de pagamentos, em 1999, já depois de superada a inflação crônica, tenha adotado desde então uma política monetária, ao menos à primeira vista, excessivamente conservadora. Os juros extraordinariamente altos no Brasil são um seguro contra a instabilidade geniosa dos investidores. Países emergentes, que dispõem de uma credibilidade condicional, não têm espaço para transformar o consumo interno em locomotiva do crescimento. Toda tentativa de mobilizar o consumo interno como fator autônomo de crescimento, corre o risco de esbarrar na restrição externa. O resultado é uma brutal e desorganizadora desvalorização cambial, depois da qual não haverá espaço para conduzir políticas anticíclicas compensatórias. Tanto a política monetária como a política fiscal deverão ser contracionistas, para restabelecer a confiança abalada dos investidores internacionais.

3.

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

globalizada. Na América Latina, a Venezuela de Hugo Chaves, lidera a tentativa de criar um circuito alternativo, que inclui Equador, Bolívia e Argentina. Brasil, México, Chile e Colômbia estão entre os que optaram por uma inserção subordinada. Questões ideológicas à parte, o balanço econômico é inequívoco: integrar-se à economia globalizada, ainda que de forma subordinada, foi uma alternativa muito superior à do clube dos excluídos. O fato parece não ter escapado à liderança chinesa desde deram início ao processo de reversão da revolução cultural maoísta. A China, alertada dos riscos de uma integração incondicional à economia globalizada pelas crises por que passaram seus vizinhos asiáticos, manteve, desde o início, uma postura extremamente conservadora. Procurou integrar-se, mas com uma postura de conotações mercantilista exportadora, cujo objetivo primordial é beneficiar-se da demanda externa dos países centrais para garantir expressivos superávits comerciais. Só depois de acumular um extraordinário colchão de reservas internacionais, a China passou a reduzir gradualmente os entraves sobre o crescimento da demanda interna. Ainda assim, até o eclodir da crise atual, a China manteve o papel de locomotiva secundária, principal fonte de demanda pelos produtos primários, exportados primordialmente pelas economias periféricas, desde que suas exportações e o seu superávit comercial estivessem garantidos pela euforia do consumo nos países centrais. O consumo interno chinês esteve sempre reprimido, tanto pela política econômica, quanto pelo controle direto do acesso das populações rurais às áreas urbanas.

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

4.

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

securitização de créditos. A segunda vertente enfatiza os grandes desequilíbrios macroeconômicos internacionais. É evidente que as duas estão, ao menos parcialmente, corretas, mas são, sobretudo, complementares. O desequilíbrio macroeconômico não teria sido tão profundo, nem se sustentado por tanto tempo, sem o desenvolvimento extraordinário do mercado financeiro. O endividamento e o grau de alavancagem mundial não teriam atingidos os extremos a que chegaram, sem o desequilíbrio macroeconômico internacional. Aceitar a correção e a complementaridade das duas interpretações não significa, contudo, concluir que redefinição do marco regulatório do sistema financeiro seja tão relevante quanto encontrar uma alternativa para o desequilíbrio macroeconômico internacional. O novo desenho da regulamentação do sistema financeiro, promovido de forma apressada e sob o impacto emocional da necessidade de injetar recursos públicos para sanear a irresponsabilidade, corre o risco de ser excessivamente repressor e voltado para impedir erros já incorridos. É mais fácil proibir e cercear do que adaptar o marco regulatório aos desafios que estão por vir. O ímpeto punitivo e cerceador é voltado para os riscos do passado e incapaz de antecipar os desafios do futuro.<sup>2</sup> De toda forma, a definição do novo marco regulatório financeiro, por importante que seja, não seria capaz de destravar o sistema financeiro, muito menos de contribuir para a retomada da economia mundial. A questão maior é como reorganizar a economia mundial para dar-lhe um dinamismo sustentado sobre fatores distintos daqueles sobre os quais esteve baseado nas últimas três décadas. Qual o arcabouço institucional capaz de garantir um dinamismo sustentável da economia mundial, sem retomar e aprofundar os desequilíbrios das últimas décadas?

5.

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

O fator deflagrador da crise foi o esgotamento do ciclo expansionista do mercado imobiliário residencial nos EUA. Como ficou evidente a seguir, a bolha do mercado imobiliário americano era apenas o aspecto mais crítico do esgotamento de um ciclo maior: o do crescimento acelerado do consumo nos países centrais, financiado pelo endividamento crescente do setor privado. Exauriu-se o ciclo de consumo com endividamento, levado a níveis extremos pela engenhosidade de um sistema financeiro globalizado. Após alguns meses de colapso dos preços dos ativos, o resultado não demorou a aparecer: o sistema

---

<sup>2</sup> Ver A. Lara Resende, “A Crise e o Desenho do Sistema Financeiro”, em E. Bacha e I. Golfajn orgs. Como Reagir à Crise; Imago Editora, 2009.

financeiro estava insolvente e os consumidores excessivamente endividados. A reação de política econômica, num primeiro momento, sobretudo nos EUA, mas em seguida também na Europa, foi de garantir que os erros de 29 não fossem repetidos. Preocupados em garantir a liquidez do sistema financeiro a qualquer preço, os bancos centrais passaram a emitir moeda, das formas mais convencionais às mais heterodoxas. O objetivo era interromper a queda brusca dos preços dos ativos, imobiliários e mobiliários, antes que o sistema financeiro se tornasse insolvente, ou seja, tivessem seu capital próprio tragado pela desvalorização de seus ativos. A agressividade do Fed, a partir da quebra do banco Lehman Brothers, em setembro de 2008, não foi suficiente para reverter o quadro. A velocidade da deterioração do valor dos ativos nas carteiras dos bancos continuou superior à capacidade das agências governamentais de simultaneamente capitalizá-los com recursos públicos e assumir seus créditos problemáticos. A extraordinária injeção de liquidez nos sistema financeiro, desde o início de 2008 até abril de 2009, representou um aumento do ativo do Fed de quase 1,2 trilhões, ou seja, aproximadamente 10% do PIB americano. A aquisição de ativos financeiros e o aumento do capital dos bancos, financiados pela expansão do ativo do Fed, é um processo de transformação de dívidas privadas em dívidas públicas, pois grande parte dos créditos adquiridos é irrecuperável. O objetivo de um comprometimento de recursos públicos dessa magnitude é fazer com que sistema volte a emprestar. Ainda sem sucesso e, muito provavelmente, continuará sem sucesso, enquanto o setor privado estiver sobre-endividado.

6.

Para reativar a economia estagnada, após uma grande recessão, recorre-se à receita de John Maynard Keynes, exposta na sua Teoria Geral da Moeda e do Emprego, de 1936. O trabalho seminal de Keynes, posteriormente sistematizado, é a base da moderna macroeconomia, sobre a qual se fundamenta a até hoje, embora profundamente revista, a formulação de políticas monetárias e fiscais. Keynes argumenta que em períodos de recessão e deflação, a política monetária pode se tornar incapaz de estimular a demanda agregada. Só a política fiscal, por meio do aumento dos gastos e dos investimentos públicos, poderia fazer a economia estagnada “pegar no tranco”. A política fiscal keynesiana é a que expande os gastos públicos correntes, sobretudo os de investimentos, para criar demanda agregada e reacender, através do chamado multiplicador keynesiano, a demanda privada. Quando o Fed expande seu ativo adquirindo créditos problemáticos, embora haja um componente fiscal embutido na provável elevação da dívida pública, trata-se ainda de uma ação de política monetária. Política monetária não convencional, com um provável impacto direto na dívida pública, decorrente da incapacidade de recuperar o valor integral desses créditos, mas ainda assim, política monetária. Embora essa não seja a política monetária clássica, à qual Keynes se referia, ela também é incapaz de estimular a economia nas atuais circunstâncias. A razão é simples: ainda que seja executada até o ponto em que o sistema financeiro, menos alavancado e recapitalizado, esteja disposto a voltar a conceder empréstimos, não haverá tomadores.

Enquanto o setor privado não-financeiro estiver excessivamente endividado, preocupado em poupar para reduzir o seu endividamento, os únicos possíveis tomadores de novos empréstimos serão justamente os incapazes de amortizar suas dívidas. Só estará disposto a tomar novos empréstimos quem não é capaz de honrar seus compromissos anteriores. A desalavancagem apenas do setor financeiro não resolve o problema, é preciso que o setor privado não financeiro, as famílias e as empresas, também consigam reduzir sua alavancagem para que o sistema volte a funcionar. Para isso, não basta haver quem se disponha a dar crédito, mas também quem seja digno de crédito e se disponha a tomar crédito.

Há uma diferença fundamental entre as condições a partir das quais Keynes formulou suas teses e as condições atuais. A Teoria Geral é de 1936. Antes disso, a partir de 1932, esboços da tese ali formulada aparecem nos ensaios de Keynes<sup>3</sup>. A partir de 1932 a economia estava ainda prostrada em profunda depressão, mas como se sabe hoje, em grande parte devido aos equívocos na condução das políticas monetária e fiscal, o excesso de endividamento do setor privado tinha sido eliminado pelo colapso do sistema financeiro. A quebra generalizada dos bancos e das empresas resolveu o problema do endividamento excessivo. Bancos, empresas e famílias estavam quebradas, mas sem dívidas. Os custos foram dramáticos, mas o excesso de endividamento desapareceu. O fato de não repetirmos hoje os erros cometidos em 1929 deixa-nos em situação muito diferente da em que se encontrava a economia em 1932. Se por um lado, não se permitiu que o sistema financeiro fosse à bancarrota, que a economia se desorganizasse por completo e que o desemprego aberto atingisse números perto de 30%, como ocorreu na Grande Depressão, por outro lado, a economia continua hoje, a quase dois anos do início da crise, completamente soterrada em dívidas impagáveis. Enquanto o setor privado, empresas e famílias, estiverem com um endividamento percebido como excessivo, estarão dedicados a reduzir suas despesas e aumentar a poupança, até que o endividamento tenha voltado a um nível aceitável. No início da década de 30 do século 20, não havia demanda porque não havia atividade econômica e não havia renda. Hoje, não há demanda porque necessidade de reduzir o excesso de endividamento exige que se poupe uma parte substancial da renda. São situações diferentes.

O que ocorre hoje nos EUA é mais parecido com o que ocorreu com o Japão após a crise imobiliária e bancária do início dos anos 90. A intervenção do governo impediu que os bancos quebrassem, a política monetária e fiscal tronou-se agressivamente expansionista, os juros foram para níveis próximos de zero, e ainda assim a economia manteve-se praticamente estagnada desde então. A economia prostrada, mas sem dívida, pode dar início a uma recuperação através do aumento das despesas públicas, que funcionam como um motor de arranque. Uma vez posta em marcha, a renda gerada não é mais primordialmente poupada para reduzir o endividamento, mas gasta para recompor o padrão de vida das famílias, o que cria demanda e dá início ao círculo virtuoso da recuperação. Já

---

<sup>3</sup> J. M. Keynes, *Essays on Persuasion*, 1934

numa economia paralisada pelo excesso de dívida do setor privado, como foi o caso do Japão desde os anos 90, e agora o caso dos EUA, nem a política monetária, nem a política fiscal são capazes de reativar a economia. Grande parte da renda gerada pelo aumento do gasto público é poupada pelo setor privado para reduzir o seu endividamento. Interrompe-se assim o círculo virtuoso do multiplicador keynesiano de dispêndios.

A melhor análise de situações como essas, da economia em deflação, paralisada pelo excesso de dívida, não é de Keynes, cuja análise é mais voltada para como reativar uma economia onde as dívidas foram dizimadas pela depressão, mas sim do economista americano Irving Fischer, que viveu entre 1867 e 1947. Keynes, ao menos o da Teoria Geral, é o economista do período pós-depressão. Fischer é o grande analista dos períodos depressivos em si, quando a questão do endividamento excessivo e da deflação é dominante<sup>4</sup>. Fischer estudou as depressões de 1837 e 1873, assim como a de 1929 a 1933, e desenvolveu sua tese de que nem a política monetária, nem a política fiscal são capazes de estimular a economia, enquanto perdurar uma situação de endividamento excessivo. Para se ter uma idéia relativa da magnitude do problema do endividamento, o total da dívida americana, em 1929, era de 300% do PIB e chegou a quase 360% do PIB no fim do ano passado, depois de ficar entre 130% e 160%, desde o início dos anos 50 até o final da década de 80. Ben Bernanke, o atual presidente do Fed, ele próprio um acadêmico com trabalhos importantes sobre os períodos de depressão, demonstrou ter consciência da dificuldade de sair do atoleiro deflacionário, quando há alguns anos, em visita ao Japão, afirmou que a melhor maneira de sair da deflação é não entrar nela<sup>5</sup>.

7.

Há uma simetria entre a questão da inflação e a questão da deflação. Antes é preciso especificar que a inflação que quero contrapor à deflação, não é a pequena inflação, sempre presente numa economia saudável, nem mesmo um surto inflacionário mais forte, por pressões circunstanciais, que pode levar os índices anuais acima dos dois dígitos. O quadro inflacionário ao qual me refiro é o das grandes inflações crônicas, como o que caracterizou a economia brasileira desde a década de 70 até a estabilização, com o Real, nos anos 90. Assim como o quadro inflacionário crônico é essencialmente um problema de endividamento excessivo do setor público, o quadro deflacionário é essencialmente um problema de endividamento excessivo do setor privado.

A inflação crônica decorre de uma incompatibilidade intertemporal da restrição orçamentária do governo, independente da função de taxaço que vier a ser adotada. Trata-se do caso em que o setor público abusou de tal forma da sua capacidade de extrair

---

<sup>4</sup> I. Fischer, the “Debt-Deflation Theory of Great Depressions”, *Econometrica*, 1933

<sup>5</sup> B. Bernanke, “Deflation: Making Sure It Doesn’t Happen Here”, [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov), 2002

recursos, seja das gerações presentes - tanto através de tributos, quanto através do chamado “imposto inflacionário” - seja das gerações futuras - através do endividamento - que sua credibilidade é finalmente esgotada. A dívida pública passa ser percebida como impagável e a moeda nacional é substituída por moedas paralelas. O fim das grandes inflações passa necessariamente pela redução do endividamento público, ou via a socialmente onerosa hiperinflação, ou alternativamente, via alguma forma de default. No caso do Brasil, o Plano Collor apesar de fracassado, revelou-se uma forma barroca e complexa, ainda mais agressiva do que um default negociado, de reduzir a dívida pública. Foi, entretanto, condição para que a sofisticada desindexação do Plano Real viesse a ter sucesso.

A deflação, por sua vez, decorre de uma incompatibilidade intertemporal da restrição orçamentária do setor privado. A partir de um determinado ponto de endividamento, o setor privado só se percebe como capaz de carregar sua dívida, enquanto acredita na contínua alta dos preços de seus ativos. Como a alta dos preços dos ativos é alimentada pelo próprio endividamento, a partir de certo ponto, o processo adquire características de uma bicicleta especulativa.<sup>6</sup> No momento em que se interrompe a alta dos preços dos ativos o setor privado descobre-se subitamente insolvente. As bolhas especulativas imobiliárias, sobretudo residenciais, por basearem-se nos ativos de propriedade mais abrangente, são as que mais estragos causam, quando se exaurem. Diante da ameaça da deflação, a opção por não dar crédito público a um setor privado insolvente, por não conduzir uma política monetária agressivamente contra cíclica, é o equivalente simétrico a, no quadro da inflação crônica, permitir que se chegue à hiperinflação aberta. Essa foi efetivamente a opção tomada em 1929, com a insistência no equilíbrio fiscal e na manutenção do Padrão Ouro. O resultado, assim como na hiperinflação aberta, é zerar a pedra, através da quebra generalizada. Não é preciso reforçar os custos absurdos da opção de resolver o endividamento excessivo - seja público, via hiperinflação, seja privado, via depressão - através de uma política de terra arrasada.

A experiência de 1929 ensinou-nos que o apego à ortodoxia, a recusa a financiar com recursos públicos uma economia insolvente, é um equívoco a não ser repetido. Infelizmente, sabe-se desde Keynes, a política monetária expansiva, não é capaz de estimular a economia nessas circunstâncias. É capaz de evitar o seu colapso, aprendeu-se com os estudos posteriores de Milton Friedman e Anna Schwartz<sup>7</sup>, mas ao dar sobrevida a uma economia atolada em dívidas, torna ineficaz também a política fiscal, como já havia observado Irving Fischer. Enquanto o endividamento não for digerido, tanto a política monetária como a política fiscal são ineficazes. As alternativas não são atraentes: deixar a economia desmoronar, para que as dívidas desapareçam e em seguida usar a política fiscal

---

<sup>6</sup> Para análise da instabilidade especulativa inerente à economia, ver Hyman P. Minsky, Stabilizing an Unstable Economy, 1986

<sup>7</sup> M. Friedman e A. Schwartz, A Monetary History of the United States, 1963

para reanimá-la, ou inundar a economia insolvente com crédito público, para evitar o colapso, mas ficar sem instrumentos para tirá-la de uma prolongada letargia. Um fim horroroso ou um horror sem fim.

8.

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

A dúvida quanto à atitude correta, nas atuais circunstâncias, gastar ou poupar, parece confundir a todos. Tudo indica que o ideal seria poupar, mas desde que os outros gastem. E quem são “os outros” numa perspectiva macroeconômica? A resposta vem de uma identidade elementar da contabilidade nacional: os outros são, primeiro, os estrangeiros que compram nossas exportações e, segundo, o governo que, ao gastar, saca contra as gerações futuras. Keynes demonstrou que mesmo que o governo financiasse o aumento dos gastos com aumento correspondente dos impostos, o efeito líquido seria um aumento da demanda agregada, porque os impostos arrecadados vêm parcialmente da poupança. Quando se fala em aumento do gasto público nas atuais circunstâncias, não se trata, entretanto, absolutamente de financiá-los com o aumento dos impostos, mas integralmente através do aumento da dívida pública. Fica claro que quanto mais o estímulo à demanda interna vier das exportações, menor a conta a ser dependurada nas gerações futuras. Enquanto as exportações são uma contribuição externa à recuperação da demanda, as importações são um dreno à demanda interna. Numa economia aberta, parte do esforço de aumentar os gastos públicos se esvai via importações. A eterna tentação protecionista encontra um apelo renovado.

9.

Retomemos então o fio do raciocínio. Na raiz da crise, apesar dos evidentes excessos do sistema financeiro, não está a falta de regulamentação, mas os graves desequilíbrios macroeconômicos mundiais. O consumo dos países centrais, turbinado pelas novas formas de financiamento criadas, por um sistema financeiro globalizado, foi a locomotiva do crescimento mundial. O esgotamento da capacidade de se endividar para

consumir nos países centrais levou à crise, que paralisou a economia mundial no último trimestre de 2008. Com a lição sobre 1929 bem compreendida, a política monetária americana tem inundado a economia com moeda e crédito, na tentativa de evitar uma depressão profunda. Ainda que bem sucedida, as economias dos Estados Unidos e dos demais países centrais, sobreendividados, deverão ficar estagnadas, sob a ameaça da deflação por alguns anos. A assunção de dívidas privadas pelo setor público, para evitar o colapso do sistema financeiro, poderá ser bem sucedida, mas ao custo de um grande aumento da dívida pública. Apesar do provável aumento expressivo dos gastos públicos, as economias centrais deverão continuar estagnadas enquanto durar o endividamento excessivo do setor privado. O período de digestão do excesso de dívidas será longo. Como numa economia globalizada, as importações drenam o esforço doméstico de reativar a demanda interna através do gasto público e as exportações, ao contrário, contribuem para a recuperação da demanda interna, a tentação para que também as economias centrais adotem uma postura protecionista será grande.

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

A crise deixou claro o caráter anacrônico do quadro político e institucional mundial para lidar com a ameaça de uma recessão sincronizada. O quadro político não acompanhou a velocidade com que o mundo se globalizou. O arcabouço institucional não se adaptou à revolução tecnológica que levou à integração econômica. A crise dos anos 30 terminou por levar, em 1944, à conferência de Bretton Woods, de onde saiu a tentativa de criar uma ordem monetária e instituições econômico-financeiras internacionais. Mais de seis décadas, muitas crises e algumas revisões depois, o sistema está definitivamente ultrapassado. Não basta o esforço de dar fôlego às instituições criadas no âmbito do fim da Segunda Guerra por meio da incorporação dos novos atores da cena mundial. Coordenação internacional parece, hoje, a fórmula mágica. É preciso, simultaneamente, coordenar os esforços de políticas fiscais e monetárias, evitar a tentação protecionista, tanto em comercial, como financeira, discutir uma regulação financeira harmônica, e, sobretudo, reverter os

desequilíbrios macroeconômicos das últimas décadas. Sem o arcabouço institucional adequado, a coordenação não pode almejar mais do que as declarações de boas intenções, como as da recente reunião do G20 em Londres.

A questão da moeda-reserva mundial foi recentemente retomada pelo presidente do banco central chinês. À primeira vista, o fato poderia ser tomado como uma provocação ou uma retaliação às reiteradas declarações das autoridades americanas de que a China deveria valorizar sua moeda. O artigo de Zhou Xiaochuan, presidente do banco central chinês, é sensato<sup>8</sup>. A moeda-reserva é o ponto crucial para que se possa progredir em direção a um mundo mais equilibrado. O desequilíbrio das últimas décadas deve-se, por um lado, ao aumento irrestrito das despesas e do endividamento dos países centrais e, por outro lado, a uma postura nacional exportadora, conservadora, voltada para a acumulação de reservas externas, por parte dos países periféricos. A questão da credibilidade, que determina em última instância a assimetria a que estão submetidos os países emissores de moedas-reservas e os demais, está na raiz dos dois tipos de comportamento.

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

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

---

<sup>8</sup> Zhou Xiaochuan, “Reform the International Monetary System”, Março de 2009

dólares, mas sua credibilidade como emissor de moeda-reserva fica gravemente arranhada. A possibilidade de que, em algum momento à frente, o excesso de moeda e de dívida pública americana possa provocar inflação e brusca desvalorização do dólar, é hoje uma preocupação que não pode ser descartada. Desde que não saiam do controle, tanto a inflação, quanto a desvalorização do dólar, interessam aos Estados Unidos. Auxiliariam na redução do valor real das dívidas e estimulariam a economia. Compreende-se assim que a China, o maior detentor de títulos de dívida pública americana, esteja desconfortável e proponha a criação de uma moeda-reserva supranacional.

Embora inflação e desvalorização do dólar não pareçam ainda uma ameaça concreta num mundo à beira da deflação, não se deve subestimar o seu impacto potencialmente desagregador, tanto sobre as relações comerciais e financeiras, quanto políticas no mundo. A criação de uma verdadeira moeda-reserva supra nacional seria a forma de minimizar o impacto de uma eventual desvalorização dólar e de reverter a assimetria que resultou no desequilíbrio macroeconômico das últimas décadas. Antes da moeda mundial, entretanto, será preciso criar um emissor supranacional com credibilidade. A globalização da economia e da cultura, fruto do progresso tecnológico, não parece um processo reversível sem um retrocesso do progresso da humanidade. Economia e cultura estão cada vez mais globalizadas, mas a política continua restrita aos limites geográficos dos estados nacionais. Os grandes temas são hoje mundiais. A homogeneização institucional, a criação de uma grande jurisdição supranacional, é o único caminho possível para lidar com os desafios de um mundo globalizado e submetido a limites a cada dia mais estreitos. Seria ingênuo imaginar que se avançará rapidamente na construção de novo arcabouço jurídico institucional supranacional. Sua necessidade já é evidente, mas o caminho é longo. A compreensão de que os desequilíbrios macroeconômicos, que nos levaram à crise atual e que dificultam a sua superação, só poderão ser corrigidos num novo marco institucional global, deve dar um sentido de urgência à agenda.