

Depois da fogueira das realidades

Por **Martin Wolf**

Valor Econômico, 2.5.2012

Os bancos centrais não abandonaram a religião da estabilidade de preços, embora alguns economistas tenham murmurado heresias sobre a necessidade de uma inflação maior. A atividade dos bancos centrais, no entanto, transformou-se, tanto na prática quanto na teoria.

Qual o futuro dos bancos centrais? Vai ser movimentado, já que agora se espera que proporcionem tanto estabilidade monetária quanto financeira. Vai ser controverso, porque as decisões que tomam têm enorme impacto na distribuição de renda, no acesso das pessoas a financiamento, na forma como o sistema financeiro opera e até na solvência dos governos.

Antes da crise, imaginava-se que a ascensão das complexas finanças modernas tornaria supérfluo o papel dos bancos centrais como guardiões da estabilidade financeira. Por muito tempo se acreditou que seu papel como financiadores dos governos não trazia nada além da inflação. As autoridades dos bancos centrais, portanto, tornaram-se sacerdotes de políticas monetárias voltadas a manter a inflação baixa e estável.

Esse passado ficou para trás. Os bancos centrais não abandonaram a religião da estabilidade de preços, embora alguns economistas tenham murmurado pensamentos hereges sobre a necessidade de uma inflação maior. A atividade dos bancos centrais, no entanto, transformou-se, tanto na prática quanto na teoria.

A transformação prática é resultado direto da crise. Os bancos centrais viram-se forçados a adotar uma flexibilização monetária nunca antes vista na história, não apenas na forma de taxas de juros extremamente baixas, mas também via expansões gigantescas em seus balanços patrimoniais. Dos grandes bancos centrais, o Federal Reserve (Fed, banco central dos Estados Unidos) foi o mais inovador, em parte, pelo papel das instituições não bancárias e, em parte, pela inabilidade das autoridades fiscais em agir. O Banco Central Europeu (BCE), contudo, também foi surpreendentemente inovador.

Acredita-se que as imensas expansões no balanço dos bancos centrais são precursoras de hiperinflação. Os que vivem da renda de suas poupanças estão furiosos com as baixas taxas de juros. Quase todos estão revoltados com os pacotes governamentais de auxílio a bancos. Desconsidera-se o fato de as autoridades monetárias terem salvado o mundo de uma segunda grande depressão. Ninguém ganha crédito por impedir um evento hipotético. Talvez seja até surpreendente que os bancos centrais não sejam recebidos ainda com mais descrédito.

A transformação teórica é resultado indireto da crise. A lista das suposições que acabaram se revelando falsas é longa: que o sistema financeiro seria autoestabilizador, que os administradores de bancos se mostrariam competentes, que a inovação financeira melhoraria a gestão do risco, que a inflação baixa e estável garantiria estabilidade econômica. Testemunhamos uma fogueira das verdades.

Em resumo, os bancos centrais estão fazendo muito mais, mas com bem menos capital político. Mas nem todos estão manchados pelo fracasso. Os bancos centrais do Canadá e Suécia, para citar dois entre os países de alta renda, podem manter suas cabeças erguidas. Mas isso, em parte, é sorte: esses países haviam sofrido crises nos anos 90. Mais cedo ou mais tarde, como alertara Hyman Minsky, a complacência dá origem a excessos e crises.

O que, então, deve ser feito?

A tarefa imediata é administrar bem a reversão das intervenções. Os críticos exageram a dificuldade dessa tarefa. Os receios quanto à iminência da hiperinflação são tolos. Como Ben Bernanke, presidente do Fed, explicou, os bancos centrais expandiram seus balanços porque os do setor financeiro privado desmoronaram*.

É isso que se espera que uma instituição de crédito de última instância faça durante ondas de profundo pânico. Sabemos disso desde o século XIX.

Então, enquanto e quando a concessão de crédito privado se recupera, os bancos centrais reverterem o rumo, vendendo ativos no mercado e reduzindo seu crédito aos bancos. Uma reversão prematura traria muito mais perigo que uma demasiado lenta. O risco de ações inadequadas e de reversão prematura é maior na região do euro. Caso isso aconteça, há chances de que o euro e boa parte da estrutura de cooperação europeia do pós-guerra desapareçam. As apostas com as quais os bancos centrais estão jogando não são baixas.

Caso consigam uma reversão bem-sucedida, os bancos centrais vão se deparar com um novo mundo. Vão precisar equilibrar seu velho papel, de formuladores da política monetária, com o novo, de guardiões da estabilidade financeira. Para complicar ainda mais, teremos o terrível legado fiscal da crise. Os altos níveis de endividamento do setor público ameaçam trazer um retorno do "domínio fiscal", no qual os bancos centrais, queiram ou não, se verão obrigados a financiar os governos, não importa o quão inadequado isso possa ser.

O novo mundo das atividades dos bancos centrais no pós-crise vai criar desafios institucionais significativos.

Na esfera doméstica, a questão será como assegurar a cooperação necessária entre a autoridade fiscal e os órgãos encarregados de supervisionar as instituições individualmente, coordenar a estabilidade financeira e administrar a política monetária. Mesmo nos lugares em que as três responsabilidades serão parte das tarefas do banco central, como no Reino Unido, o relacionamento com o Ministério das Finanças será crucial. Além disso, a centralização da autoridade em uma instituição traz seus próprios riscos, de pouca ventilação das diferenças, de "pensamento de grupo" e de fracasso.

A política macroprudencial do mundo, no entanto, também vai gerar sobreposições internacionais. Bancos operando em uma jurisdição são capazes de gerar grandes transbordamentos negativos em outras jurisdições.

Os desafios mais complicados, entretanto, não são institucionais, mas intelectuais. Como as políticas voltadas a assegurar a estabilidade financeira vão interagir, na prática, com a política monetária? Imagine, por exemplo, a possibilidade de que o comitê encarregado de assegurar a estabilidade tente

arrefecer a concessão de empréstimos no setor imobiliário, enquanto o comitê da política monetária busque aquecer a economia. Eles poderiam se deparar com uma situação de contradição.

Mais fundamentalmente, ninguém pode ter confiança de que a propensão do sistema financeiro a grandes crises possa ser eliminada. De fato, quanto mais duradouro for o sucesso diante desses desafios, maior será a complacência e maior será a crise. Ainda assim, as autoridades reguladoras, especialmente os bancos centrais, estão condenadas a tentar. O preço dos fracassos do passado é o presente aumento em suas responsabilidades. É uma história realmente estranha e agitada.

* "Some Reflections on the Crises and the Policy Response" (algumas reflexões sobre as crises e a reação de política monetária, em inglês), www.federalreserve.gov. **(Tradução de Sabino Ahumada)**