

Cenários para o Atlântico Norte

Por **Samuel Pessôa**

Valor Econômico, 20.9.2012

A economia de mercado na China é o fenômeno mais marcante do capitalismo desde a revolução industrial.

O **Valor** pediu-me para traçar cenários com horizonte no desfecho da crise que aflige os países do Atlântico Norte desde o evento de crédito de setembro de 2008. Como infelizmente não sou dotado de bola de cristal, o que consigo fazer é, a partir de um particular entendimento dos processos que originaram a aguda crise do "subprime" e dos desequilíbrios que foram criados por estes mesmos processos, traçar uma possível sequência de fatos que me parecem sejam logicamente conectados com a dinâmica anterior. Assim, a maior parte do artigo será dedicada a esclarecer ao leitor minha leitura dos processos que colocaram os dois lados do Atlântico Norte onde hoje se encontram. Em seguida apontarei qual é a minha aposta para a dinâmica futura.

Estados Unidos

Na primeira metade dos anos 1990, a trajetória de crescimento da economia americana passou a ser muito mais suave do que tinha sido no pós-guerra. A menor oscilação do produto americano em torno da tendência de longo prazo pode ser atribuída, ao menos em parte, a um melhor entendimento do manejo dos instrumentos de política monetária. Este entendimento gerou o pacote formado por independência dos bancos centrais, emprego da taxa básica de juros para estabilizar a inflação em torno de uma meta e o estabelecimento de diversos mecanismos de comunicação da autoridade monetária com a sociedade.

Além dos avanços na engenharia monetária, o mundo assistia desde a conversão da China no fim dos anos 1970 para uma economia de mercado, o fenômeno mais marcante do capitalismo desde provavelmente a revolução industrial da virada do século XVIII para o XIX, na Inglaterra.

O forte crescimento chinês baseado no investimento e na capacidade colossal de poupar de sua sociedade inundou o mundo de recursos excedentes. Por alguns anos da década de 2000, a China exportou poupança da ordem 10% do Produto Interno Bruto (PIB) chinês. Esta enorme capacidade de poupar em excesso a sua necessidade para o financiamento do investimento local contribuiu para reduzir os juros internacionais.

Adicionalmente, em 2004, foram implantados os parâmetros de regulação bancária prudencial conhecidos por Basileia 2. O principal parâmetro da regulação bancária é a razão de capital dado pelo patrimônio do banco como proporção do crédito que o banco carrega em seu ativo. Quanto maior esta razão mais seguro será o banco pois mais capital próprio terá para fazer frente a imprevistos.

Para aferir o total de crédito que uma instituição financeira carrega em seu balanço, Basileia 2 estabeleceu que os diversos tipos de créditos fossem ponderados pelo respectivo risco. Essencialmente, o risco de um ativo é dado pela variabilidade do seu preço no mercado secundário. Em uma conjuntura de

juros em queda, com baixa volatilidade da trajetória de crescimento das economias centrais, a variabilidade dos preços dos ativos reduziu-se muito, reduzindo os pesos para diversas classes de ativos com vistas ao cálculo da razão de capital. Pelos critérios de Basileia 2, a capacidade dos bancos originarem crédito cresceu muito. Este componente regulatório contribuiu para que os "spreads" entre as taxas básicas de juros e as demais taxas dos ativos de maior risco reduzissem muito no período. Assim, a primeira década do século XXI apresentou juros em queda e spreads em queda.

A redução do custo de capital induziu a um processo de acumulação de passivos nos EUA. Desde os anos 1990, a dívida das famílias americanas elevou-se. Um forte processo de desregulação bancária iniciado em meados dos anos 1970, uma estrutura de incentivos na gestão das empresas financeiras americanas que estimulou a excessiva assunção de risco por parte dos executivos e inúmeros problemas de incentivos das empresas de ratings, além de fortíssima pressão política para que o custo do crédito imobiliário fosse o menor possível fizeram com que nos anos 2000 iniciasse a bolha imobiliária conhecida como "subprime".

A leve tendência de elevação da dívida das famílias dos anos 1990 transformou-se em verdadeiro surto de endividamento. Em poucos anos a dívida bruta das famílias cresceu de 60% do PIB, no início da década de 2000, para algo próximo a pouco menos de 100% do PIB em 2008!

Evidentemente parte do problema ficava escondido pois a valorização dos imóveis e das ações das empresas nas bolsas elevava a riqueza das famílias de sorte que o crescimento do endividamento líquido das famílias parecia ser muito menor. Até que a queda dos preços dos imóveis e da cotação da bolsa mostrasse a realidade da situação das famílias.

Um problema que tem dificultado muito a política econômica americana é o elevado nível de endividamento do setor público. Trata-se de mais uma herança maldita dos anos 2000 que tem imobilizado a economia americana nos últimos anos. A crise de 2008 colocou em discussão o conhecimento da teoria econômica além do funcionamento da própria academia. Há hoje o reconhecimento que houve excessos com relação ao uso acrítico de diversos resultados da teoria. O exemplo mais patente foi a crença nos resultados da teoria da precificação eficiente dos mercados financeiros que foi utilizado como argumento para uma liberalização excessiva dos mercados financeiros e uma crença excessiva na autorregulação dos mercados financeiros.

Também houve comportamentos promíscuos de diversos acadêmicos de primeira grandeza que defenderam interesses econômicos utilizando-se a neutralidade do conhecimento 'científico' como biombo para a defesa de interesses econômicos circunscritos. É verdade que tudo isto ocorreu e a academia está revendo diversos de seus procedimentos como está em curso também todo um processo de construção legislativa corrigindo os excessos da desregulação dos anos 1980 e 1990.

Retomando o fio da meada do parágrafo anterior cuja chegada será a política fiscal americana, se é verdade que parte dos excessos que produziram a crise pode ser debitada na conta da academia internacional também é verdade que boa parte dos problemas que hoje enfrentamos foi devido à inobservância de alguns princípios básicos de livro texto. Este é o caso da política fiscal americana.

A primeira década do século foi um período de forte crescimento na economia americana. Um princípio elementar de política fiscal é que ela deve ser contracíclica: nos anos das vacas gordas a dívida pública tem que ser reduzida. Ao chegar as vacas magras a dívida como proporção do produto será pequena o suficiente de sorte que a autoridade fiscal de bala na agulha para injetar demanda se for necessário.

A economia de mercado na China é o fenômeno mais marcante do capitalismo desde a revolução industrial

A resposta americana ao ataque às torres gêmeas foi iniciar uma série de guerras que foram financiadas com a elevação do endividamento público. O livro texto de finanças públicas diria que nas circunstâncias dos anos 2000 as guerras teriam que ter sido financiada com elevação de impostos. A economia americana na entrada do período agudo da crise no final de 2008 apresentava dívida na casa de 70% do PIB o que dificultou o enfrentamento da crise.

Europa

Exatamente no início da primeira década do século a Europa lançava sua moeda única, o euro, criando a união monetária. O euro apresentou pelo menos três erros de arquitetura. Primeiro, não se construiu previamente a união bancária. Um dos efeitos da união monetária foi a convergência das taxas de juros.

A convergência das taxas em uma união monetária produz fortíssimas interconexões entre os diversos sistemas bancários. Ativos e passivos dos sistemas bancários dos diversos países acumularão papéis de outros sistemas bancários. É necessário haver uma centralização da regulação prudencial com uma legislação unificada de falência bancária dando poderes ao regulador de intervenção e liquidação de bancos com regras claras de precedência sobre a massa falida. Adicionalmente o regulador com poder de liquidação tem de ser dotado de um fundo garantidor de crédito de forma a garantir o regular funcionamento do sistema bancário por ocasião de um evento de falência de alguma instituição financeira.

O segundo erro de arquitetura do euro foi não haver previamente a construção da união fiscal. Uma lista mínima sugere que a entidade fiscal europeia tinha que ao menos ter alguma poder de tributação para financiar o fundo garantidor de crédito - pode ser como ocorre no Brasil por meio de algum imposto sobre operações financeiras - e para financiar o seguro desemprego. Em uma união monetária é irracional que os tesouros das unidades que a formam sejam responsáveis por um gasto que seja totalmente associado ao ciclo econômico.

Evidentemente a criação de um seguro desemprego Europeu exigiria a harmonização das regras nacionais de acesso, prazos, remuneração e contrapartidas requeridas ao desempregado com acesso ao programa.

O terceiro erro foi regulatório. Por isonomia, definiu-se que no cálculo da razão de capital com vistas ao atendimento dos limites de Basileia a dívida soberana de qualquer economia pertencente à união monetária teria tratamento simétrico. Todas teriam peso nulo por serem consideradas ativo livre de risco não contribuindo para o cálculo do patrimônio líquido com proporção dos ativos. Este erro regulatório estimulou assunção excessiva de risco por parte dos bancos Europeus que carregaram seu ativo com créditos contra os tesouros das

economias do sul da união monetária. A política, pela via de menor resistência, construiu a união monetária à revelia do livro-texto de economia.

A consequência da unificação monetária e do erro regulatório de tratar a dívida soberana de todas as economias da região de forma simétrica foi a fortíssima queda dos spreads das dívidas soberanas das economias da periferia, em um momento que os juros no mundo já estavam em queda.

O resultado foi um forte processo de acumulação de passivos em diversas economias da periferia da Europa. Uma sociedade somente acumula passivos importando poupança, isto é, absorvendo na forma de consumo e investimento mais do que a produção da economia. O excesso da absorção sobre a produção será a poupança externa. Ocorre que somente é possível absorver poupança externa na forma de bens e serviços transacionáveis. Como parte do excesso da absorção sobre a produção será na forma de demanda por serviços que tipicamente são bens de oferta local, o processo de acumulação de passivos necessariamente gera excesso de demanda por serviços.

Crescimento potencial diminuiu nos Estados Unidos e dificulta a redução da taxa de desemprego

O excesso de demanda por serviços, por sua vez, produz elevação dos preços dos serviços. Os países da periferia da zona monetária apresentaram ao longo da década de 2000 forte elevação dos serviços e dos salários, estes últimos bem acima da produtividade. De sorte que em 2008 havia uma perda competitiva da periferia em relação à Alemanha, tomando 2000 como base, da ordem de 25%.

Prognóstico

Assim, em meados de 2008, tínhamos o setor público e as famílias americanos muito endividados e a periferia da união monetária europeia apresentando perda de competitividade relativamente ao norte da Europa da ordem de 25%. No caso grego o setor público tinha se endividado muito; no caso espanhol, o problema foi do setor privado; e, no caso português, um pouco de cada.

Em seguida ao estouro da bolha imobiliária nos EUA, iniciou-se um longo processo de redução das dívidas das famílias. No período da grande moderação, as famílias, que investiam 1% do PIB além de sua poupança, passaram a poupar além do investimento 3%. A desalavancagem das famílias americanas retirou 4% do PIB de demanda. A piora das expectativas e a elevação da incerteza fez com que as empresas, que não estavam particularmente endividadas, reduzissem o investimento em excesso à poupança em outros 3% do PIB.

Portanto, o ajustamento do setor privado, famílias e empresas, retirou 7% do PIB de demanda agregada. Parte foi compensada pela redução da absorção da poupança externa. No entanto a incapacidade do setor público em fazer uma política fiscal contracíclica mais incisiva tem mantido a economia crescendo 2% ao ano.

Qual é o prognóstico para a economia americana? Parto de duas hipóteses com respeito ao funcionamento da economia.

Primeira, houve nas últimas duas décadas em função de alterações demográficas uma redução da taxa de crescimento do produto potencial. No pós-guerra a economia americana cresceu em média 3% ao ano. A taxa de crescimento do

produto potencial para a economia americana situa-se hoje pouco acima de 2% ao ano. Certamente abaixo de 2,5%. É por este motivo que, ao crescer 2% ao ano nos últimos anos, a taxa de desemprego não tem aumentado continuamente.

De fato, crescer 2% ao ano não é ruim para a economia americana. A questão é que é necessário crescer além deste nível durante uns anos para eliminar o desemprego.

A segunda hipótese é que a elevada taxa de desemprego não é fruto de mau funcionamento do mercado de trabalho mas é consequência de uma situação keynesiana de carência de demanda agregada. É verdade que há problemas estruturais na economia americana como atesta a contínua tendência à piora da distribuição de renda desde meados dos anos 1970. No entanto, no meu entender, estes problemas estruturais não impedem um equilíbrio da economia com desemprego na casa de 5,5% a 6%.

Dada estas duas hipóteses penso que a economia americana crescerá a partir de meados de 2014 ou 2015 à taxa de 3% a 3,5% ao ano, até que o desemprego se aproxime do natural. A partir deste ponto a economia crescerá à taxa de crescimento do produto potencial, 2% ao ano. Até lá teremos que esperar o término do processo de desalavancagem das famílias, que deve terminar em meados de 2014 ou em algum ponto de 2015.

Outra questão é sabermos quanto tempo levará, em seguida ao término do processo de desalavancagem das famílias, para a taxa de desemprego cair dos atuais 8% para 6%. Na economia americana, a cada 1 ponto percentual de crescimento durante um ano além do crescimento potencial a taxa de desemprego diminui 0,5%. Assim, se passar a crescer 3% ao ano a partir de 2015, a taxa de desemprego será de 6% após 4 anos, por volta de 2018. Se neste período crescer a 4% o pleno emprego será atingido em 2016.

Se houver em 2013 'o abismo fiscal', com a retirada de 3% do PIB de impulso fiscal, todo o processo de desalavancagem levará um ou dois anos a mais. A recuperação ficará para 2016.

A grande diferença entre a economia americana e a economia europeia é que esta patina e não sai do lugar enquanto aquela patina mas consegue evoluir. Mais da metade do processo de desalavancagem das famílias americanas já ocorreu. Na periferia do euro há um processo de ganho de competitividade por meio de uma estratégia deflacionária. O enorme ajustamento a qual estas economias estão submetidas visa ajustar as contas públicas e, por meio de uma deflação de salários e serviços em geral, reverter o processo de inflação de serviços além do observado no norte da Europa que ocorreu na primeira década de vigência da moeda única. A grande dificuldade é que a roda dos preços não gira para trás da mesma forma que para frente. Não há exemplo na história econômica do século XX de experiência bem sucedida de ataque deflacionário a um problema de atraso competitivo de 25%. Esta estratégia não funcionará.

Sendo otimista, o Banco Central Europeu (BCE) continuará refinanciando os Tesouros e, portanto, o processo de inundar a Europa de liquidez persistirá. Em alguns anos, o excesso de liquidez redundará em aceleração inflacionária no norte da Europa o que corrigirá os desequilíbrios de competitividade no interior da união monetária.

Entretanto os políticos europeus fazem o seu trabalho e completam a construção do euro: união bancária com unificação da regulação prudencial e legislação de falência bancária dotada de fundo garantidor de crédito, união fiscal mínima e criação do título europeu livre de risco, emitido pela autoridade fiscal europeia.

Por outro lado o equacionamento dos problemas de arquitetura do euro será a garantia que os desequilíbrios criados na primeira década de vigência da moeda única não se repetirão abrindo espaço para que haja algum grau de mutualização do excessivo endividamento dos países da periferia da Europa. No processo de mutualização, o título europeu desempenhará papel central.

Caso as sociedades do norte da Europa insistam em não aceitar um ajuste inflacionário, não há possibilidade de continuidade da união monetária. Tenho enorme dificuldade de traçar cenários com a dissolução da moeda única europeia. Deixo esta empreitada aos meus colegas (mais corajosos do que eu) que participam da série arriscando cenários.