

O grande erro na questão do crédito

Por Adair Turner

Valor Econômico, 9.6.2014

Corrigir sistemas bancários inoperantes após uma crise é essencial e viável e o custo é pequeno comparado com o prejuízo criado pela recessão pós-crise. Em contraste, o problema do elevado endividamento pode ser intratável.

Antes da eclosão da crise financeira em 2008, o crédito privado na maioria das economias desenvolvidas cresceu mais rapidamente do que o PIB. Depois, entrou em colapso. Se essa queda refletiu a baixa demanda ou uma oferta limitada pode parecer uma questão técnica. Mas a resposta tem implicações importantes para a formulação de política financeira e para as perspectivas de crescimento econômico. E a resposta oficial está provavelmente errada.

A visão predominante tem geralmente enfatizado as restrições da oferta e as políticas necessárias para corrigi-las. Um sistema bancário falho, argumenta-se, está deixando as empresas famintas, especialmente as pequenas e médias empresas (PME), pelo crédito de que necessitam para crescer. Em setembro de 2008, o presidente dos EUA, George W Bush, queria "liberar os bancos para que retomassem o fluxo de crédito para as famílias e empresas americanas".

Os testes de estresse e a recapitalização de bancos americanos em 2009 foram saudados como cruciais para a recuperação tanto do sistema bancário como da economia. Em contraste, os testes de estresse inadequadamente severos aplicados pelo Banco Central Europeu (BCE) em 2010 foram duramente criticados por terem deixado os bancos da zona do euro debilitados demais para prover o crédito adequado.

No Reino Unido, os bancos têm sido criticados por não emprestar à economia real as reservas criadas pela flexibilização quantitativa, levando o Banco da Inglaterra a criar seu esquema "financiamento para empréstimos" em 2012. Na zona do euro, espera-se que a avaliação de ativos de qualidade (AQR, em inglês) e testes de estresse neste ano finalmente venham a dissipar as preocupações sobre a solvência dos bancos e libere a oferta de crédito.

Um "aperto de crédito" - particularmente para financiamento do comércio - foi certamente uma das razões pelas quais a crise financeira gerou uma recessão na economia real. Socorros a bancos financiados com dinheiro do contribuinte, maiores requisitos de capital nos bancos e a política monetária ultrafrouxa foram, todos, fatores vitais para superar as limitações da oferta de crédito. Mas há fortes indícios de que depois do fim da crise imediata, a ausência de demanda por crédito teve um papel muito maior do que a oferta restrita em impedir o crescimento econômico.

Esse argumento é persuasivamente apresentado por Atif Mian e Amir Sufi em "House of Debt" (casa de dívida), um novo e importante livro que analisa os dados dos EUA desagregados em nível de condados. Mian e Sufi mostram que a recessão foi causada por um colapso do consumo das famílias e que o consumo caiu mais nos condados onde a tomada de empréstimos antes da crise e os

preços dos imóveis depois da crise deixaram as famílias defrontando-se com as maiores perdas relativas em riqueza líquida.

No Reino Unido, a fraca demanda de consumo foi classificada como muito mais relevante do que a disponibilidade de crédito como restrição ao crescimento.

O crescimento econômico pode efetivamente permanecer severamente deprimido por um excesso de endividamento, mesmo quando a oferta de crédito é irrestrita e barata. Muitas empresas japonesas ficaram excessivamente alavancadas pela expansão acelerada e posterior contração repentina do crédito e do mercado imobiliário na década de 1980 e início dos anos 1990. No fim da década de 1990, o sistema bancário japonês estava oferecendo às empresas empréstimos a taxas de juros próximas de zero. Mas, em vez de tomar dinheiro emprestado para investir, as empresas cortaram investimentos para pagar sua dívida, o que produziu duas décadas de estagnação e deflação.

Desde 2011, a análise do BCE sobre o fraco crescimento da zona do euro tem enfatizado o impacto negativo de um sistema inoperante e fragmentado, um sistema onde os altos rendimentos dos títulos soberanos e elevados custos de financiamento para os bancos resultaram em condições proibitivas para a concessão de empréstimos nos países periféricos. Já foram alcançados grandes progressos na correção desses problemas.

O mais recente Boletim Mensal do BCE cita vários indicadores de maior disponibilidade de crédito a melhores preços. Apesar disso, o ritmo da queda dos empréstimos ao setor privado acelerou no ano passado - de 0,6% para 2% - e a baixa demanda é reconhecida como sendo o principal motor do crescimento do crédito deprimido. A simultânea desalavancagem privada e a consolidação fiscal estão contendo o crescimento da zona do euro muito mais do que as restrições remanescentes à oferta de crédito.

Apesar das evidências do próprio BCE, porém, a política permanece focada na correção do problema da oferta de crédito por meio de AQR e de testes de estresse e pela versão do próprio BCE de financiamento para concessão de empréstimos, anunciado em 5 de junho. Isso reflete uma tendência, recorrente nos debates das autoridades sobre a política financeira, em especial na zona euro, no sentido de concentrar-se em problemas solucionáveis e excluir do debate as questões mais difíceis.

Corrigir sistemas bancários inoperantes após uma crise é essencial e viável. Além disso, mesmo quando os custos de socorros públicos são inevitáveis, eles são café pequeno em comparação com o prejuízo criado pela crise financeira e pela recessão pós-crise. Em contraste, o problema do elevado endividamento pode ser intratável, a menos que neguemos as políticas ortodoxas.

O Japão contrabalançou a desalavancagem privada na década de 1990 incorrendo em enormes déficits públicos. Os EUA saíram da recessão mais rapidamente do que a zona do euro porque implementaram políticas fiscais mais estimulantes.

Mas na zona do euro, onde os países membros já não podem emitir suas próprias moedas, o estímulo fiscal é limitado e, portanto, a dívida "soberana" embute um risco de inadimplência. A expansão monetária agressiva por meio de flexibilização quantitativa também é muito mais complicada e politicamente

controversa em uma área de moeda única sem dívida federal que o banco central possa comprar. Para sobreviver e prosperar, a zona do euro precisará tornar-se mais centralizada, com algumas receitas fiscais, gastos e endividamento comuns.

Evidentemente, esse cenário implica escolhas políticas difíceis. Se a política da zona do euro assumir que corrigir os problemas no setor bancário saneará a economia, os próximos dez anos na Europa poderão ser semelhantes à década de 1990 no Japão. **(Tradução de Sergio Blum)**