

01/04/2019 - 05:00

E se juro zero for o 'novo normal'?

Por **Adair Turner**

Desde que alguns dos principais bancos centrais cortaram as taxas de juro referenciais de curto prazo para perto de zero no quarto trimestre de 2008 e, em seguida, compraram enormes volumes de bônus como parte de seus programas de afrouxamento monetário quantitativo, economistas têm debatido sobre quando e com que rapidez iríamos "sair" dessas políticas heterodoxas.

Passados dez anos, as taxas de juros das economias desenvolvidas continuam fincadas em patamares bem inferiores aos anteriores à crise e provavelmente vão continuar assim. O rendimento dos títulos do governo alemão de dez anos, de 0,02% negativo (em 23 de março), indica que o mercado prevê a manutenção da política de taxa zero não apenas até 2020 (meta atual do Banco Central Europeu), mas até 2030. O rendimento dos bônus governamentais japoneses aponta para taxas zero ou negativas por até mais tempo. E, embora os rendimentos dos papéis de dez anos nos Estados Unidos e Reino Unido estejam pouco acima de 1% e 2,4%, respectivamente, ambos sinalizam estabilidade ou aumentos mínimos nas taxas referenciais por mais dez anos.

A crise financeira de 2008 pode ter marcado o início de um quarto de século de juros dramaticamente baixos. Dentro desse novo normal, políticas ainda mais heterodoxas - incluindo formas de financiamento monetário - podem ser necessárias em alguns países para manter um crescimento econômico razoável.

A crise de 2008 ocorreu devido a uma regulamentação deficiente, que permitiu o surgimento de riscos enormes dentro do próprio sistema financeiro. Mas a profundidade da recessão subsequente e o longo período de baixo crescimento que se seguiu não foram resultado da continuidade da fragilidade do sistema financeiro, mas da alavancagem excessiva da economia real que foi se desenvolvendo nos 50 anos anteriores. Entre 1950 e 2007, o endividamento do setor privado das economias avançadas cresceu de 50% para 170% do Produto Interno Bruto (PIB), a ponto de que apenas parecia ser possível atingir um crescimento adequado se a dívida crescesse mais do que o PIB nominal.

Depois da crise, o crescimento da concessão de crédito passou a ser negativo e continuou deprimido por muitos anos, não porque um sistema financeiro incapacitado carecesse de capital para conceder dinheiro, mas porque indivíduos e empresas demasiado alavancados estavam determinados a pagar suas dívidas mesmo com os juros estando em zero. O mesmo padrão foi observado nos anos 90 no Japão.

O déficit das finanças públicas do Reino Unido cresceu para 10,1% do PIB em 2009, o dos EUA, para 12,17%, e o da região do euro, para 6,3%. O inevitável aumento na dívida pública, no entanto, levou muitos governos a concluir que esses déficits precisavam ser restringidos rapidamente. A austeridade fiscal, somada à continuidade da



desalavancagem do setor privado, levou a taxas inflacionárias inferiores às metas, a um aumento decepcionante nos salários reais e a uma reação política populista.

O financiamento via emissão de moeda não pode ser opção tabu, quando se está diante de baixo crescimento, descontentamento político e endividamentos herdados. O desafio é assegurar que seja usado apenas de uma forma disciplinada

Em 2016, parecia que os governos e os bancos centrais estavam "sem munição" monetária ou fiscal. Economistas debatiam se alguma política conseguiria evitar uma estagnação secular, uma vez que os juros já estavam próximos a zero e o endividamento, demasiado alto. Alguns, incluindo eu, romperam o tabu definitivo da política monetária e sinalizaram a necessidade de considerar a opção de financiar monetariamente déficits fiscais elevados. De acordo com Ben Bernanke, ex-presidente do Federal Reserve (Fed, banco central dos EUA), desde que o volume desse financiamento via emissão de moeda seja determinado por bancos centrais independentes, é possível conseguir estímulos úteis sem demasiada inflação.

Dois anos depois do sombrio fundo do poço de 2016, no entanto, os céus pareciam estar mais claros. Em 2018, as previsões de expansão e inflação da economia mundial haviam aumentado e os bancos centrais e mercados direcionaram novamente o foco para a tão antecipada "saída" das políticas não ortodoxas. É crucial compreender o que motivou essa repentina melhora.

A resposta é simples: uma expansão fiscal em massa na qual duas grandes economias foram financiadas em parte ou integralmente por dinheiro dos bancos centrais. O déficit fiscal dos EUA subiu de 3,9% do PIB em 2015 para 4,7% em 2018. Para 2019, projeta-se 5%. Na China, passou-se de menos de 1% em 2014 para mais de 4%. No Japão, o déficit permaneceu em cerca de 4%, mas foram abandonados os planos para uma redução a zero em 2020. E, embora a expansão fiscal nos EUA tenha sido financiada por vendas de bônus ao setor privado, na China o banco central indiretamente financiou grandes compras de bônus pelos bancos e no Japão todo o aumento líquido no endividamento público foi financiado por compras de bônus governamentais pelo banco central. A economia mundial recuperou-se porque as três maiores economias do mundo rejeitaram a ideia de que o alto endividamento público torna impossível a continuidade da expansão fiscal.

Mas o impacto desses estímulos esvaeceu-se. O crescimento dos EUA está se desacelerando, à medida que o impulso isolado dos cortes de impostos do presidente Donald Trump se enfraquece; a China está às voltas para restringir a alavancagem excessiva e administrar o impacto do aumento das tarifas de Trump nas exportações e na confiança; e o Japão, em outubro, vai adotar um aumento nos impostos sobre as vendas, que ameaça desacelerar o consumo. O crescimento da região do euro também está em desaceleração.

Portanto, voltamos a estar diante da mesma questão de 2016: o que fazer se a estagnação espreitar quando os juros já estão perto de zero? Entre as respostas estão variantes do financiamento monetário. Os defensores da "teoria monetária moderna" argumentam que gastos fiscais financiados pela emissão de dinheiro deveriam ser o mecanismo normal de administrar a demanda nominal: e o "New Deal Verde" apresenta o financiamento monetário como opção para financiar investimentos social e ambientalmente desejáveis.

A percepção por trás dessas proposições - bastante válida, de que os governos e bancos centrais juntos sempre podem criar demanda nominal - foi explicada por Milton Friedman em ensaio de 1948. Mas também é vital entender que o financiamento monetário excessivo é imensamente prejudicial, de forma que é perigoso vê-lo como um caminho sem custo para resolver problemas de longo prazo em vez de como uma ferramenta para administrar a demanda em circunstâncias excepcionais.

O financiamento via emissão de moeda não pode ser uma opção tabu, quando se está diante de baixo crescimento, descontentamento político e grandes endividamentos herdados. No Japão, o financiamento monetário permanente já está ocorrendo, embora o banco central negue. O desafio é assegurar que seja usado apenas de uma forma disciplinada como a proposta por Bernanke, sem a suposição de que a normalidade pré-crise vai voltar a qualquer momento.

Adair Turner é presidente do conselho de administração do Institute for New Economic Thinking e foi presidente da Autoridade de Serviços Financeiros (FSA, órgão regulador do mercado financeiro britânico). Também é presidente da Comissão de Transição Energética (ETC, na sigla em inglês). Copyright: Project Syndicate, 2019.

www.project-syndicate.org