

ESTADOS E MERCADOS NA CRISE FINANCEIRA

Maryse Farhi

Professora do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp) e pesquisadora do Subprograma de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) do Ipea.

A crise iniciada em 2007 – com a elevação da inadimplência e a desvalorização dos imóveis e dos ativos financeiros associados às hipotecas americanas de alto risco (*subprime*) – pode ser decomposta, analiticamente, em três fases, à semelhança da Grande Depressão.

A primeira fase engloba o início da crise em meados de 2007 e seu ápice, com a falência do Lehman Brothers. Esse foi o único período em que as políticas macroeconômicas das economias desenvolvidas convergiram, mesmo que em graus diferenciados. Durante o ano de 2009, a segunda fase foi marcada por expectativas de retomada econômica e pela recuperação dos preços dos ativos financeiros. Foi o momento em que se iniciou a divergência entre, de um lado, os Estados Unidos e a Inglaterra – que prosseguiram com políticas anticíclicas que passaram a ser essencialmente centradas em políticas monetárias não convencionais – e, de outro lado, a União Econômica e Monetária Europeia (UEME) – que definiu a volta ao equilíbrio fiscal como sua prioridade. A terceira fase desenvolveu-se a partir do início de 2010 a meados de 2012. Esta teve como epicentro a UEME, que resvalou para uma crise marcada pela desconfiança dos mercados financeiros em relação à capacidade de diversos países-membros em honrar seus compromissos financeiros. Essa crise constituiu séria ameaça de nova contração econômica, com grande potencial de contagiar o conjunto da economia internacional.

As três primeiras fases da crise estão claramente delineadas. Contudo, é sempre mais difícil periodizar, com precisão, eventos mais recentes. As trajetórias das principais economias avançadas até dezembro de 2014 mostraram que eram exageradamente otimistas as expectativas de configuração da economia internacional, na qual as economias avançadas passariam a constituir o elemento dinâmico. As dúvidas e as incertezas presentes refletem o risco de essas economias virem a conviver, por mais tempo, com taxa de crescimento bem inferior à do período anterior à crise e baixíssima inflação, que pode, facilmente, resvalar para

deflação. Essa possibilidade está sendo denominada de “estagnação secular” por Lawrence Summers (2013) e retoma um termo aplicado à Grande Depressão da década de 1930.

Nessa trajetória, fica claro que a crise trouxe à tona disfunções econômicas que passavam praticamente despercebidas nos períodos de bonança e/ou jogou nova luz sobre questões que, anteriormente, não eram percebidas como sendo graves ou importantes. Em primeiro lugar, a crise do euro apontou para a absoluta necessidade de prestador de última instância para a permanência de moeda fiduciária. Nos tratados de Maastricht, o Banco Central Europeu (BCE) não era designado explicitamente como prestador de última instância. Os investidores assumiram – até o início da terceira fase – que estava implícito que a autoridade monetária da União Econômica e Monetária Europeia agiria como tal, se fosse necessário, e tomaria para si imensas posições em ativos denominados em euro. O pânico desencadeou-se quando se deram conta de que essa expectativa estava longe de corresponder à atuação do BCE. Em função dessa constatação, a UEME decidiu criar uma união bancária na qual o BCE será – a princípio, em 2016 – explicitamente prestador de última instância.

Em segundo lugar, duas errôneas visões do “novo consenso” sobre o dinheiro que tinha se transformado em tabus foram postas em evidência. A primeira, derivada da teoria quantitativa, dizia respeito à rejeição da impressão de dinheiro não esterilizado; a segunda proibia ou impunha limites rígidos sobre o papel dos bancos centrais no financiamento de dívidas públicas. O primeiro tabu foi quebrado logo após a crise. Os limites impostos sobre a política fiscal levaram as autoridades monetárias a recorrer a políticas monetárias “não tradicionais”, referidas como afrouxamento quantitativo (QE). Essas políticas monetárias consistiram de emissão de moeda por meio da aquisição de ativos. Nenhuma inflação resultou a partir destas, ao contrário do que supunha a análise quantitativista. O segundo

tabu provou ser mais resiliente, embora seja o epicentro de renovadas discussões centradas em maneiras de tornar mais eficiente a monetização, a partir de sua interação com a política fiscal. Em outras palavras, a crença de que a monetização do *deficit* orçamentário é intolerável vem sendo questionada, com base na constatação de que a simples emissão de quantidades crescentes de dinheiro novo não conduz necessariamente ao crescimento econômico. A criação de dinheiro seria muito mais eficiente se fosse utilizada para adquirir títulos públicos no mercado primário, o que permitiria maior participação do Estado na demanda agregada.

Por fim, a discussão anterior leva à necessidade de exame das relações financeiras que se travam entre os Estados e os agentes privados. O principal substrato dessas relações são os títulos públicos. Os mercados financeiros têm o papel preponderante na negociação desses títulos. Esses mercados se impõem, assim, como palco incontornável das relações entre os Estados e as finanças privadas. Na crise, ficou evidente o estreito vínculo entre os títulos públicos – principal substrato da riqueza financeira –, a posição da moeda na hierarquia internacional, bem como sua taxa de câmbio e a existência de emprestador de última instância, que pode, se necessário for, emitir moeda para saldá-los.

REFERÊNCIA

SUMMERS, L. Transcript of Larry Summers speech at the IMF economic forum. **Facebook**, 8 Nov. 2013. Disponível em: <<https://goo.gl/4AyBKD>>.

SUMÁRIO EXECUTIVO