

Política Anti-Cíclica: Ator Principal ou Papel Coadjuvante?

O debate sobre como amenizar os efeitos da atual crise de crédito sobre os EUA e a economia mundial vem gerando uma sensação de segurança perigosa no atual ambiente de grandes incertezas. É crescente o número de adeptos da idéia de que políticas macroeconômicas anti-cíclicas serão capazes não só de evitar o pior, uma recessão profunda e prolongada nos EUA, como também de dar o impulso inicial à recuperação. A crescente confiança de alguns acadêmicos e analistas de mercado de que políticas anti-cíclicas serão capazes de suavizar e encurtar a desaceleração contratada da economia americana, e conseqüentemente da economia mundial, pode tornar-se uma nova fonte de fortes oscilações futuras, caso o arsenal anti-cíclico posto à prova nos EUA revele-se menos eficaz do que se imagina.

Em que se sustenta a confiança nas políticas anti-cíclicas? Essencialmente, o atual debate sobre a sua eficácia divide-se em duas vertentes: aqueles que acreditam que, apesar dos problemas em crescente evidência, os mercados financeiros continuam fundamentalmente sadios, e aqueles que acreditam que a atual crise é fruto de sérias falhas, tanto de regulamentação financeira, quanto de controles de risco das próprias instituições afetadas. Sob a hipótese de que os mercados permanecem sadios, a crise é nada mais que um “choque de confiança”, com um impacto adverso sobre a demanda agregada. Neste caso, há um claro e inequívoco papel para a política anti-cíclica, isto é, o de desfazer o impacto de demanda negativo da queda generalizada da confiança. Não é preciso muito esforço para concluir que esta visão é um tanto ingênua.

O segundo caso é mais complicado. Poucos discordariam, inclusive os que acreditam que o sistema financeiro encontra-se gravemente debilitado, que políticas anti-cíclicas, como os cortes de juros “surpresa” do Fed e o pacote fiscal de Bush, ajudam a estabelecer um “chão” para a inevitável contração econômica. Afinal, na ausência destas medidas, é possível que a redução da atividade acabasse sendo bem mais acentuada que a necessária para corrigir os excessos que estão na origem da crise. Nenhum gestor de política econômica correrá este risco conscientemente. Porém, na medida em que as causas da crise residem nas falhas do próprio sistema financeiro de identificar, avaliar, e precificar riscos, é difícil imaginar como políticas expansionistas de demanda possam ir além do seu papel coadjuvante, dando origem à recuperação.

A recente experiência internacional está repleta de casos de crises bancárias que mostram justamente que, uma vez abalada a integridade do sistema financeiro, o processo de recuperação é lento e passa inevitavelmente por perdas no setor real. O caso mais notório, e também extremo, desta dinâmica, é o Japão dos anos 90, onde políticas anti-cíclicas foram absolutamente incapazes de reativar a economia. Isto não é dizer que a economia americana vá passar por uma experiência semelhante a do Japão. Porém, por mais flexível que seja a economia americana quando comparada à japonesa, a reorganização financeira que resulta de uma crise bancária não é instantânea. Quanto à questão de se estamos ou não vivenciando uma crise bancária a nível global, o tamanho das perdas destas instituições deixam poucas dúvidas. Apenas as baixas contábeis no quarto trimestre de 2007 associadas diretamente aos subprimes foram equivalentes a aproximadamente 75% da receita líquida em 2006, auge da abundância de liquidez, das 10 principais instituições afetadas¹.

Além disso, embora tenhamos argumentado que políticas anti-cíclicas têm um papel importante ao limitar os danos da crise, há riscos. A contração da atividade associada à crise de crédito vem, no episódio atual, acompanhada de uma intensificação das pressões inflacionárias. Na medida em que a reação dos preços é mais rápida do que a da atividade, políticas de expansão de demanda podem ocasionar, ao menos temporariamente, uma situação de aumento de inflação e queda de atividade, o que claramente não enaltece a credibilidade das autoridades monetárias.

¹ Citigroup, UBS, Bear & Stearns, Credit Suisse, Morgan Stanley, Merrill Lynch, JP Morgan, Bank of America, Wachovia, Wells Fargo.

Como avaliar, portanto, as recentes propostas de coordenação de políticas anti-cíclicas nos países desenvolvidos, vocalizadas pelo FMI, entre outros? Dado que estes atores certamente não pecam por excesso de ingenuidade, fica a impressão de que, ao menos no caso do FMI, as recomendações de política econômica não são consistentes com as projeções para o crescimento da economia mundial em 2008. Recentemente, o Fundo revisou tais projeções de 4,4% para 4,1%, ou seja, uma mudança excessivamente moderada para quem duvida das teses de decoupling. Diante do reconhecimento das debilidades do sistema financeiro internacional expostas pela crise e dos riscos discutidos acima, a ênfase dada ao papel das políticas anti-cíclicas sugere que o Fundo está mais preocupado do que aparenta com os desdobramentos da contração do crédito. Cabe, portanto, uma boa dose de cautela na interpretação de políticas anti-cíclicas como tábua de salvação.