

# A nova macroeconomia do BCE

Por Jeffrey Sachs

*Valor Econômico*, 23.1.2015

**Com os principais BCs adotando políticas monetárias expansionistas, queda acentuada dos preços do petróleo e o estímulo da revolução em curso da TI, as perspectivas de crescimento em 2015 e depois são melhores do que aparentam para os pessimistas**

O Banco Central Europeu (BCE) finalmente lançou uma política de afrouxamento quantitativo (QE, nas iniciais em inglês). A questão fundamental é se a Alemanha dará ao BCE liberdade de manobra suficiente para realizar sua expansão monetária.

Embora o QE não produza crescimento de longo prazo, ele pode contribuir para pôr fim à recessão na zona do euro. Os níveis de alta recorde das bolsas da Europa observados nesta semana, na expectativa do QE, não apenas indicam um aumento do grau de confiança como são também um canal direto pelo qual o afrouxamento monetário poderá impulsionar tanto o investimento quanto o consumo.

Mas alguns observadores, como Paul Krugman e o ex-secretário do Tesouro dos Estados Unidos Larry Summers, continuam a duvidar da eficiência de um QE. Nas palavras usadas recentemente por Krugman, o "turbilhão deflacionário" está derrubando boa parte da economia mundial, uma vez que a queda dos preços gera uma inescapável espiral descendente da demanda. O Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional parecem concordar, já que ambos reduziram recentemente em alguns graus suas previsões de crescimento.

Os pessimistas argumentam que a economia mundial sofre de uma escassez de demanda agregada insuperável, o que leva a uma nova "estagnação secular".

A política monetária é vista como relativamente ineficaz, devido ao famoso limite inferior zero sobre as taxas nominais de juros. Com as taxas de juros oficiais próximas de zero, diz o argumento, os bancos centrais ficam mais ou menos impotentes para fugir ao turbilhão deflacionário e as economias se enredam na abominável armadilha da liquidez. Nesse cenário a insuficiência da demanda se autoalimenta, empurrando os preços para baixo, elevando as taxas de juros reais e reduzindo ainda mais a demanda.

Para mim, os pessimistas exageraram os riscos da deflação e é por isso que suas recentes previsões se mostraram equivocadas. Mais notadamente, eles não previram a recuperação tanto dos Estados Unidos quanto do Reino Unido, com a elevação do crescimento e a queda do desemprego. Sem um diagnóstico adequado da crise de 2008, não será possível a cura.

Os pessimistas acham que houve uma grande queda da vontade de investir, algo parecido com a perda do "espírito animal" descrito por Keynes. Mesmo com taxas de juros muito baixas, de acordo com esse ponto de vista, a demanda por investimentos continuará baixa, e portanto a demanda agregada permanecerá insuficiente. A deflação vai piorar as coisas, deixando apenas aos grandes déficits fiscais a capacidade de fechar o rombo da demanda.

Mas as causas do profundo desaquecimento de 2008 foram mais específicas e as soluções precisam ser mais direcionadas. Uma grande bolha do setor residencial precedeu a crise de 2008 nos países mais duramente atingidos (Estados Unidos, Reino Unido, Irlanda, Espanha, Portugal e Itália). Como advertira Friedrich Hayek ainda na década de 1930, as consequências desse investimento mal direcionado levam tempo para serem dirimidas, devido à subsequente superoferta de capital específico (nesse caso, de estoque de moradias).

Mais devastador ainda que a bolha do setor residencial foi o pânico financeiro que acometeu os mercados de capitais mundiais após o colapso do Lehman Brothers. A decisão do Fed e do Departamento do Tesouro dos EUA de dar uma lição aos mercados e deixar o Lehman falir foi desastrosa. O pânico foi acentuado e grave, e exigiu que os bancos centrais exercessem seu papel fundamental de instituições de crédito de última instância.

Por mais precário que tenha sido o desempenho do Fed nos anos que precederam o colapso do Lehman Brothers, seu desempenho foi magnificamente bom depois, quando inundou os mercados de liquidez para romper o pânico. O mesmo também fez o Bank of England (o BC do Reino Unido). O BC do Japão e o Banco Central Europeu (BCE) foram os de reação mais retardada, só empreenderam o QE e outras medidas extraordinárias de liquidez em período excessivamente tardio. De fato, foram necessários novos dirigentes em ambas as instituições - Haruhiko Kuroda no BC do Japão e Mario Draghi no BCE - para finalmente pôr a política monetária nos eixos.

A boa notícia é que, mesmo perto do limite inferior zero, a política monetária funciona. O QE eleva os preços das ações, baixa as taxas de juros de longo prazo, promove a depreciação das moedas e atenua os apertos de crédito, mesmo com taxas de juros próximas de zero. O BCE e o BC do Japão não sofreram de falta de instrumentos de combate à deflação; sofreram, sim, de uma falta de medidas adequadas.

Num influente estudo de 1998, Krugman argumentou que naquela época, e corretamente, na minha opinião, essas reduções de impostos e transferências de curto prazo seriam em parte poupadas, não gastas, e que a dívida pública se multiplicaria e lançaria uma sombra de longo prazo sobre o equilíbrio fiscal e a economia. Apesar de as taxas de juros estarem baixas atualmente, observou ele, elas vão subir, aumentando assim o ônus do serviço da dívida sobre a dívida recém-acumulada.

Com todos os principais BCs adotando políticas monetárias expansionistas, com a queda acentuada dos preços do petróleo e com o estímulo oferecido às oportunidades de investimentos pela revolução em curso da tecnologia da informação, as perspectivas de crescimento da economia em 2015 e posteriormente são melhores do que aparentam para os pessimistas.

Se há uma escassez de investimentos privados, o problema não é, na verdade, falta de bons projetos; é falta de clareza de política pública e do correspondente investimento público de longo prazo. O plano do presidente da Comissão Europeia, Jean-Claude Juncker, de financiar investimentos de longo prazo na Europa pela alavancagem de quantias relativamente pequenas de recursos públicos a fim de desmobilizar grandes fluxos de capital privado é, portanto, um passo importante na direção certa.

Obviamente, não devemos subestimar a capacidade dos formuladores de políticas públicas de piorar ainda mais uma situação já ruim (por exemplo, pressionando para que o serviço da dívida grega ultrapasse os limites da tolerância social). Mas devemos reconhecer que as principais ameaças ao crescimento neste ano, como a crise da dívida grega não resolvida, o conflito Rússia-Ucrânia e a turbulência no Oriente Médio, são de natureza mais geopolítica que macroeconômica. Em 2015, uma diplomacia e uma política monetária inteligentes podem criar um caminho para a prosperidade. A ampla recuperação está ao nosso alcance se administrarmos bem ambos os ingredientes. **(Tradução de Rachel Warszawski)**