

Sobre as depressões no mundo rico

Prof.Dr. Paulo Gala

Fundação Getúlio Vargas - EAESP

Vice Presidente da OEB

O livro “The Holy Grail of Macroeconomics, lessons from the japanese crisis” de Richard Koo é leitura obrigatória para quem quer entender quais serão os desdobramentos da atual crise americana. A grande contribuição do livro está no conceito de "Balance Sheet Recession", trazido pelo autor. A principal lacuna do texto é a teoria minskyana, que já havia tratado disso muito antes, mas enfim, antes tarde do que nunca. Pelo menos esse livro ajuda a divulgar uma noção fundamental para entender o funcionamento das economias hoje. Bernanke dizia que entender o que ocorreu de fato na grande depressão americana é ainda hoje o santo graal da macroeconomia. Richard Koo tenta apresentar esse Graal a partir do conceito de “Balance Sheet Recession”. Para entender melhor: credit cycles são mais longos, maiores e mais profundos; resultam no final numa "balance sheet recession". Numa situação dessas o principal motor da economia passa a ser a minimização de dívidas e não mais a busca do lucro. Nesse contexto a política monetária perde totalmente sua potência e a única coisa que funciona é a política fiscal. As empresas, bancos e famílias só querem pagar dívida. Então não adianta reduzir juros. Alias, nos casos de depressão do tipo "balance sheet", os juros caem mesmo para zero devido ao desespero do Banco Central e mesmo assim não há demanda por fundos. Ninguém quer tomar emprestado. Todos querem pagar dívidas. Numa recessão tradicional de business cycle não há sobreendividamento, de modo que a maximização de lucro continua sendo o motor principal da economia. As políticas monetária e fiscal funcionam normalmente. Em geral a primeira sozinha é capaz de dar conta do recado. O BC reduz juros por um tempo, alguns dos excessos da fase expansiva do ciclo são corrigidos e depois de alguns meses a economia volta a operar normalmente. Não ocorre, portanto, um processo de alavancagem capaz de jogar a economia numa estagnação por anos.

Quais são os dois grandes exemplos de "balance sheet recession" ou depressão segundo Richard Koo? Eua dos anos 30, seguindo o crash de 1929 e Japão dos anos 90, seguindo o estouro da bolha por lá. Em ambos os casos a estagnação durou pelo menos uma década, com juros perto de zero e brutal subida do desemprego. E por que tudo isso é relevante? Pois existe grande chance de os EUA estarem numa "balance sheet recession" hoje que poderia se arrastar ainda por alguns anos. No caso japonês, o estouro da mega Bolha em 1990 causou uma depressão que durou 15 anos, até 2005 segundo a maioria dos estudiosos do tema. Foi uma bolha dupla, no mercado acionário e imobiliário, sendo que o índice Nikkei superou os 40.000 nos momentos de pico, para depois cair abaixo dos 10.000 na crise. A bolha japonesa tem sua causa próxima na mudança de política monetária e cambial japonesa em 1985. Devido a violenta pressão sofrida por conta da subvalorização de sua moeda desde os anos 70 (a la China de hoje) o Japão acabou sendo forçado a deixar o yen se apreciar a partir dos acordos do Plaza em 1985. A pressão no congresso americano estava muito intensa, com fortes ameaças a sobretaxação de produtos japoneses nos EUA (de novo uma repetição do que ocorre com China hoje). Pois bem, os japoneses cederam e acabaram deixando sua moeda se apreciar. A mudança de preços relativos fez com que o BC japonês respondesse com uma redução da taxa de juros para tentar estimular o

crescimento via mercado interno em substituição do motor exportador. Essa fase da economia japonesa ficou conhecida como "endaka", ou período do câmbio forte, quando os conglomerados industriais passaram a ter grandes lucros na esfera financeira. De 1985 a 1990 o preço dos imóveis e das ações no Japão explodiu, alcançando níveis estratosféricos. A bolha explodiu em 1990.

Obviamente que causas mais estruturais estavam presentes nesse processo. O nível de alavancagem e endividamento alcançado no Japão dos 80 estava também ligado a seu sucesso de desenvolvimento desde os anos 50. O Japão deu início às bem sucedidas estratégias de desenvolvimento do sudeste da Ásia que usaram exportações como alavanca para o desenvolvimento. Esse processo se espalhou num segundo momento para Coreia, Taiwan e Cingapura. Depois para Malásia, Tailândia e Indonésia e mais recentemente para China e Vietnã. A crise asiática de 1997 foi em grande medida parecida com a japonesa, no sentido de que duas décadas de crescimento causaram bolhas e alavancagens que acabaram estourando (será que a China é a próxima?). Claro que a recuperação desses países foi muito mais rápida e já em 2002 voltaram a crescer. O fato de serem ainda países emergentes ajudou. No caso japonês a crise durou até 2005, com altos e baixos devido a processos de consolidação fiscal. Ainda hoje a taxa japonesa esta próxima de zero, mais de 20 anos depois do estouro da bolha.

Algumas lições que ficaram da crise japonesa. Primeiro que em casos de "balance sheet recession" para os usar o termo de Richard Koo, o período de juro baixo necessário para a recuperação é muito longo. Segundo que a política monetária é impotente. Na melhor das hipóteses ajuda na cicatrização dos balanços endividados, mas por si só não tem força para reativar o PIB. Esse só se movimenta a partir da política fiscal. No caso japonês ficou bem claro que as consolidações voltaram a colocar a economia em recessão. Ah, mas diriam alguns, o gasto fiscal não provocou uma retomada de crescimento no Japão. Verdade. Mas também não deixou o PIB cair. Basta lembrar que na última "balance sheet recession" que tivemos, a crise de 29, o PIB americano caiu 30%. E agora nos EUA está ficando claro também que sem reforço fiscal vai ser difícil segurar o nível de produção. Se todo o setor privado está poupando, alguém tem que se endividar para o PIB não cair.

A crise de 1929 nos EUA também foi causada por um estouro de bolha generalizado em imóveis e ações, a la Japão dos anos 1990. De novo, não foi só uma "simples bolha". Foi um longo processo de alavancagem, que durou toda a década de 20. Anos que ficaram conhecidos como roaring 20s. Com o jazz explodindo, art deco na crista da onda e todo mundo prosperando. Houve um choque de otimismo decorrente do final da primeira guerra que ajudou muito os EUA e Europa também. Foram anos maravilhosos. A bolha imobiliária na Florida foi impressionante. Pântanos sendo vendidos por fortunas na sunny Miami. Qualquer semelhança com a crise de 2008 não é mera coincidência. A crise depois do crash foi bem feia. O PIB americano só retomou os níveis de 1928 em 1937, depois de uma queda de 30%. A estratégia do Hoover de deixar purgar logo depois de 1929 foi péssima. O desemprego foi a 25% e metade dos bancos americanos quebrou. A teoria econômica da época não ajudou em nada, pois dizia simplesmente que as respostas de mercado são ótimas e pronto. Se endividou demais, deixa quebrar. Foi o primeiro grande caso de uma "balance sheet recession" nos termos de Richard Koo, do século XX.

Quem salvou os EUA, além da segunda guerra mundial é claro, foi sim o New Deal. Um gasto público jamais visto em tempos de paz. Não foi um “gastinho” fiscal. Foi enorme. Para se ter uma idéia do que fez o governo americano nos anos 30: foram construídos 125.000 prédios públicos, mais de 124.000 pontes. Foram criados 8.000 parques públicos e 853 aeroportos. No total a geração de empregos direta e indiretamente desses programas chegou a 25.000.000. E ainda assim o desemprego ficou na primeira metade dos anos 30 na casa dos 14%. A política fiscal segurou demais a economia nesse período. E a política monetária, como foi? Os juros foram derrubados no início dos anos 30 e só voltaram para cima dos 4%, patamar dos anos 20, em 1953. Mais de vinte anos de juros zero. O Japão já completa agora 21 anos de juros zerados, no vácuo da grande depressão dos EUA. Ainda vale comentar que na Europa foi também a política fiscal que ajudou a segurar a crise. Na Alemanha, Hitler implementou um programa gigantesco de gasto publico trazendo o desemprego de mais de 15% para 2% no final dos anos 30. A crise de 29 e as respostas do monstro Hitler são mais uma evidencia importante de como a política fiscal funciona para segurar as economias em períodos de grande depressão. Lições importantes da história que estão certamente na pauta do momento. *(12/09/2011)*