

## OPINIÃO



## Em Busca do Dinamismo

Raghuram Rajan  
raghuram.rajan@chicagogoth.edu

## A ÚNICA SAÍDA

**Irão os mercados de obrigações cair bruscamente à medida que os mercados temem que a Reserva Federal (Fed) seja pressionada a vender as suas enormes participações em pouco tempo? Será a opinião pública solidária com a Fed quando os políticos, como Ron Paul, a esfolarem viva por perder milhares de milhões de dólares?**

O que é que os bancos centrais devem fazer quando os políticos parecem incapazes de agir? Até agora, eles têm estado dispostos a preencher a lacuna, encontrando novas formas, e cada vez mais menos convencionais, para tentarem influenciar o rumo das economias com dificuldades. Mas como é que podemos determinar o momento em que os bancos centrais ultrapassam os seus limites? Quando é que a ousadia passa a ser imprudência?

Os bancos centrais podem desempenhar um papel importante num período de recessão. Os cortes nas taxas de juro podem aumentar os empréstimos — e, por conseguinte, aumentar os gastos em investimentos e no consumo. Os bancos centrais também podem desempenhar um papel quando os mercados financeiros congelam. Ao oferecerem de livre vontade empréstimos contra garantia, eles “dissolvem” os ativos e impedem que os bancos sejam obrigados a libertar empréstimos ou títulos a preços de saldo. Ao anteciparem esse seguro de liquidez, os bancos podem fazer empréstimos líquidos a longo prazo ou deter outros ativos financeiros líquidos.

Dado o alcance que a política monetária não convencional — incluindo várias formas de flexibilização quantitativa (*quantitative easing*), bem como proclamações sobre o prolongamento de taxas de juro baixas — desempenha com estes papéis, isso pode justificar-se. Por exemplo, a primeira ronda da Reserva Federal dos EUA (Fed) da chamada flexibilização quantitativa (QE1), aplicada no meio da crise, foi duplamente eficaz: ao comprar títulos garantidos por hipotecas, a

**À medida que os bancos centrais se aventuram em território desconhecido, os defensores argumentam que na pior das hipóteses eles não farão mal algum. Na verdade, ninguém sabe realmente**

Fed desceu as taxas de juro nesse importante (em parte, provavelmente, por transmitir a sua confiança naqueles títulos) e devolveu-lhe a vitalidade. Da mesma forma, com o programa de Transações Monetárias Diretas (OMT, na designação em inglês), o Banco Central Europeu ofereceu-se para comprar obrigações soberanas de países periféricos da zona euro no mercado secundário — sob condição de eles subscriverem as reformas acordadas. A lógica é que a condicionalidade garantirá que os países são solventes, enquanto as OMT irão restaurar a confiança de um mercado que se encontra em mau estado porque os investidores temem que os países envolvidos possam sair da zona euro. Mais uma vez, o seu impacto, até então, tem sido significativo.

Outras políticas não convencionais, no entanto, foram assumidas para estimular a economia, em vez de se ocuparem dos mercados em baixa. Os benefícios têm sido proporcionalmente menores. A QE2, com a qual a Fed comprou obrigações do Governo a longo prazo, não teve um efeito discernível nas taxas de juro do Governo a longo prazo. Na verdade, com a recente decisão de prosseguir com a QE3, a Fed está a focalizar, mais uma vez, no mercado de títulos garantidos por hipotecas; mas, dado que o mercado está muito mais saudável agora, não está claro o quão positivo isto será.

Recentemente, a Fed expressou a sua intenção de manter a política das taxas baixas por muito tempo — até o emprego melhorar profundamente. A esperança é que se os investidores considerarem este anúncio credível, as taxas de juro a longo prazo descerão ainda mais, incentivando o consumo. Mas o efeito imediato sobre as taxas de obrigações a longo prazo não tem sido encorajador.

À medida que os bancos centrais se aventuram em território desconhecido, os defensores

argumentam que na pior das hipóteses, eles não farão mal algum. Na verdade, ninguém sabe realmente.

Por exemplo, manter as taxas de juros baixas prejudica as pessoas poupadas que tradicionalmente preferem investimentos seguros a curto prazo. Os pensionistas e os que estão à beira da reforma, que enfrentam o baixo rendimento de juros, podem fazer mais cortes no consumo, enfraquecendo a economia. Os pensionistas mais usados, desesperados por gerar retornos mais elevados, podem correr riscos indevidos — por exemplo, investindo em obrigações de alto risco — que podem comprometer as suas poupanças. E, infelizmente, tais riscos financeiros podem ter pouco impacto em termos de espicaçar as empresas para assumirem mais riscos através do investimento.

Da mesma forma, uma possível desvantagem da flexibilização quantitativa é o facto de as taxas de juro baixas enviarem capital para os países em maior crescimento, enquanto as taxas de juros elevadas. Em teoria, enquanto os capitais chegam em abundância, estas taxas de câmbio dos países irão valorizar rapidamente, fazendo com que pareçam pouco atraentes e automaticamente fazem parar o fluxo. Na prática, contudo, a situação é diferente: como os investidores ganham dinheiro com os seus negócios, trazendo ainda mais dinheiro, forçam ainda mais a valorização da moeda. Muitas vezes, o processo não termina suavemente, mas, sim, com um colapso financeiro. Não admira que os países destinatários resistam aos afluxos de capitais polémicos.

Também sabemos pouco sobre como será a saída da crise através da flexibilização quantitativa. Em teoria, enquanto a economia recupera e as taxas de juros começam a subir, os bancos centrais irão simplesmente pagar juros mais elevados sobre as suas reservas, para que possam financiar as suas participações em títulos de longo prazo e reduzi-las lentamente. Mas as taxas de juros mais altas também implicam grandes perdas de capital para as detenções de ativos dos bancos centrais.

Mesmo que algumas destas perdas sejam compensadas pelo Governo como um todo (a medida que o banco central perde nas suas participações da dívida pública, o Tesouro público ganha em igual proporção, porque a dívida que deve vale menos), as perdas nas participações da dívida privada a longo prazo são reais. Além disso, o argumento de que as perdas são compensadas não é fácil de explicar ao público em geral.

Será a opinião pública solidária com a Fed quando os políticos, como Ron Paul, a esfolarem viva por perder dezenas de milhares de milhões de dólares mensais nas suas participações em ativos? Irão os mercados de obrigações cair bruscamente (e as taxas de juro aumentar) à medida que os mercados temem que a Fed seja pressionada a vender as suas enormes participações em pouco tempo?

Um último auxílio oferecido pelos defensores para continuar no arriscado caminho da política monetária, mesmo quando os benefícios que se fazem notar são pequenos, é que, uma vez que os políticos se recusam a resolver as suas diferenças e a agir, a política monetária é “a única saída”.

Nas democracias, quando não há outras alternativas, os políticos, no fim de contas, tomam frequentemente a decisão correta. Ao criar a impressão de que algo benéfico está a ser feito, a política monetária não convencional alivia a pressão sobre os políticos. Assim, quando os banqueiros centrais argumentarem que eles são a única saída, estão a garantir esse resultado.

Os banqueiros centrais desfrutam atualmente da popularidade das estrelas de rock e desfrutam merecidamente: a sua resposta ao ambiente difícil e incerto durante e após a crise financeira tem sido largamente imprevisível. Mas eles devem ser capazes de admitir quando já não conseguirem enfrentar a situação. Afinal de contas, a passagem de bestial a besta pode ser rápida.

Ex-economista-chefe do FMI, professor de Finanças na Booth School of Business da Universidade de Chicago e chefe dos conselheiros económicos do Governo da Índia

Se há ano e meio a eficácia da austeridade poderia ser incerta, a sua catastrófica ineficácia é hoje certa

## Portugal e o default ano e meio depois do resgate



A “reforma” da vida dos portugueses resumiu-se ao empobrecimento FOTO ALBERTO FRIAS

Nuno Peres Monteiro e Eduardo Teixeira de Sousa

Há 18 meses escrevemos nestas páginas que incumprimento controlado da dívida pública portuguesa poderia ser “a opção que melhor serve o interesse nacional e dos restantes países do euro” (Expresso, 30 de abril de 2011). A renegociação de taxas e prazos de reembolso era, disse-mo-lo, necessária para evitar outra “déca da perda”, criando espaço ao crescimento económico, enviando aos mercados um sinal firme em relação ao risco moral, disciplinando a procura e a oferta de crédito, e contendo os riscos políticos de derivas populistas e extremistas causadas pela espiral recessiva de austeridade que seria necessário impor na tentativa de reembolso.

Com multiplicadores já à data conhecidos da experiência grega e na ausência de um apoio político externo para um rumo diferente, não existiam outras alternativas de economia política, pelo que importava confrontar o quanto antes todas as partes com o cenário real. Nessa altura, Portugal negociava o memorando de entendimento com a *troika*. A exceção da esquerda radical, as elites nacionais acreditaram que a austeridade traria um impacto positivo ao país, pela imposição de disciplinas fiscal e orçamental, pela introdução de reformas estruturais que conduzissem ao crescimento económico, pela estabilização dos mercados de crédito.

O consenso voluntarista em torno da ideia de que Portugal teria de ser um país “de bem” — uma analogia agradavelmente simplista com a economia familiar, mas ignorante da real situação financeira e mesmo dos imperativos de economia política dos Estados — e como tal teria de pagar as suas dí-

vidas até ao último cêntimo, reitava ainda. A nossa defesa do incumprimento negociado foi consequentemente adjetivada de irresponsável e imoral.

Ora, se há ano e meio a eficácia da austeridade pudesse ser incerta, a sua catastrófica ineficácia é hoje certa. Portugal está num rumo autodestrutivo. Perante o desastre, apenas o Executivo parece defender o rumo traçado, amplificando os riscos e o sofrimento dos portugueses. João Carlos Espada, porventura o mais conservador entre os comentadores portugueses, reagiu ao aumento anunciado do IRS dizendo que é tempo de “parar para pensar” (“Público”, outubro de 2012). Em

**É preciso o debate público sobre as duas opções em vez de continuarmos a fingir que a segunda — a reestruturação da dívida — não existe**

suma, nos últimos dois meses, uma maioria de cidadãos responsáveis e moderados acordou para as consequências da recusa em abordar a inevitável negociação da dívida pública: a destruição económica e social do país sem qualquer esperança de inversão num prazo razoável. E é aqui que está o problema.

A renegociação da dívida é preferível à continuação da austeridade não porque seja indolor. Um governo português forte que confronte a *troika* com a calamidade causada pelo memorando de entendimento e force a renegociação da dívida enfrentará um ambiente hostil na União Europeia (UE) e nos mercados, produzindo um período de sofrimento para a população portuguesa e correndo riscos de choque financeiro relevantes. Mas teríamos uma luz ao fundo do túnel. Tendo acordado — ou, caso isso se mostre impossível, decretado unilateralmente

prazos mais longos e taxas mais baixas para a montanha de dívida que nos asfixia, Portugal teria então uma janela de oportunidade para ajustes estruturais, o que é muitíssimo mais simples num ambiente de crescimento económico, consenso social e previsibilidade.

Alguns continuam a argumentar que a renegociação da dívida eliminaria o principal incentivo que temos hoje para fazer mudanças estruturais. Mas, ano e meio passado desde que tomou posse, o Governo mais empenhado em fazer o país “mudar de vida” de que há memória, a vida dos portugueses mudou apenas pelo empobrecimento. Não há registo de reformas estruturais terem sido concluídas ou até iniciadas.

Outros argumentam que a renegociação da dívida destruiria a única conquista política do atual Governo: uma imagem de bom aluno na UE, supostamente apreciada pelos nossos parceiros europeus e que, dizem-nos, trará grandes benefícios numa altura de aperto. Mas que benefício recolhemos até agora da postura de menoridade e abdicação da soberania do atual Governo? Pelo contrário, apesar de o Fundo Monetário Internacional se mostrar cético em relação ao rumo preconizado pela *troika*, a UE não se dispôs a fazer concessões ao “bom aluno” português. Aliás, só esperaria que o fizesse quem tem uma visão ingénua da economia política internacional.

Portugal tem hoje dois caminhos possíveis. Podemos continuar a destruir o país numa voragem de austeridade, ou podemos renegociar a dívida pública. É este o principal dilema que o país enfrenta. Seria bom que tivéssemos um debate público consistente sobre as duas opções em vez de continuarmos a fingir que a segunda não existe.

\* Professor na Universidade de Yale  
\*\* Quadro bancário em Portugal