



Uma Crise, Duas Vozes

Ainda estamos longe de compreender inteiramente as causas, ou os elementos propiciadores, da crise financeira que assolou o mundo nos últimos anos e que ainda não foi definitivamente superada.

A julgar pelo estudo da Grande Depressão dos anos 30, é previsível que ainda demore algum tempo, e que muitos outros estudos (uns mais genéricos, outros mais sectoriais) tenham de ser efectuados, até possuímos um conhecimento cabal da tempestade que nos atingiu. Isto não quer dizer que estejamos numa condição de essencial ignorância. Por exemplo, conhece-se satisfatoriamente bem o processo que converteu a crise financeira numa outra propriamente económica.

O que vale por dizer que o mundo académico e político não foi surpreendido pelo impacto no produto e no emprego provocado pela súbita escassez de crédito e pelo congelamento temporário da liquidez nos mercados financeiros (ou pela súbita escalada da percepção de risco). É certo que não existe consenso quanto às políticas mais eficazes para travar esses efeitos. Mas em contrapartida existe já conhecimento acumulado sobre o fenómeno das chamadas bolhas especulativas, quer quando estas se manifestam em títulos transaccionados em bolsa, quer em mercados como o do imobiliário. Porém, a inflação dos activos até 2007 foi algo diferente daquelas que historicamente conhecemos. Ou pelo menos foi mais complexa, em resultado da existência de novos instrumentos financeiros, de um contexto regulatório inédito e de uma combinação inevitavelmente nova de políticas governamentais e de incentivos económicos.

Com estes dois livros, *Fixing Global Finance* de Martin Wolf e *Getting off Track* de John Taylor, acedemos a duas tentativas de explicação da crise financeira. Os autores, ambos reputadíssimos, John Taylor no mundo académico e perene candidato ao Prémio Nobel da Economia, e Martin Wolf que é provavelmente o mais influente colunista económico do mais influente jornal económico do mundo, propõem duas perspectivas inteiramente distintas, embora não necessariamente incompatíveis. Ambas coincidem na insistência de que a origem da crise mundial residiu nos EUA – o que tendo em conta a sua dimensão e importância na economia global não surpreende. No entanto, origem não deve ser confundida com causa. O subtítulo da curta obra de



Taylor é suficientemente claro: a crise financeira de 2007-2009 não correspondeu à falência dos mecanismos de mercado, nem ao colapso de “paradigmas” mais ou menos “neoliberais”; antes resultou de políticas estatais erradas. Taylor recorre à “Regra” que tem o seu nome, e que foi por ele inventada, de orientação da política monetária dos Bancos Centrais para estruturar a sua crítica profunda às decisões estatais que foram sendo tomadas nos EUA e na Europa. No fundo, a sua crítica pode ser sintetizada nos seguintes termos: o desvio relativamente à “Regra Taylor” por parte das autoridades monetárias americanas (a Reserva Federal), e, em certos países europeus, por parte do Banco Central Europeu, gerou as condições monetárias em que uma bolha especulativa de proporções cataclísmicas pode progredir até se converter num *crash*.

Em termos simples, a “Regra de Taylor”, que procura integrar a taxa de inflação e de crescimento do PIB na definição da política monetária, recomendava taxas de juro bem superiores às que foram promovidas em toda a década inicial do século XXI. Assim, desde 2000-2001 que, com os receios de uma crise profunda decorrente da queda do preço dos activos ligados à indústria dot-com, e que se supôs que poderia criar uma espiral deflacionista, se foi constituindo o contexto monetário, financeiro e regulatório de uma nova inflação dos preços dos activos – desta feita imobiliários.

O fantasma do pesadelo do Japão dos anos 90 assombrou as expectativas das autoridades monetárias americanas. E perante o comportamento do Banco Central americano os seus congéneres mundiais ficaram com poucas alternativas que não imitá-lo. Além disso, a resposta à crise foi excessivamente orientada pela sombra da Grande Depressão. No parecer de Taylor, ambas as





POR MIGUEL MORGADO

PROFESSOR DO IEP-UCP



suma, os superávites externos de uns têm de ser os défices de outros. (Diga-se, de passagem, que John Taylor rejeita a tese da “saturação de poupança” como explicação das causas e consequências da crise financeira, e arruma o assunto em menos de uma página).

Ora, com tantas economias obcecadas com a acumulação de divisas para prevenir crises como as que puniram várias regiões do mundo no final dos anos 90, com tantas economias a procurar crescer através das exportações e de elevadas taxas de poupança, alguém teria de absorver precisamente esse excesso de poupança. Só a economia americana poderia desempenhar esse papel.

A contrapartida das astronómicas importações americanas foi, como não poderia deixar de ser, a entrada de capital estrangeiro em busca de alguma rentabilidade e pouco risco. Esta descrição de preferências parecia ser uma outra maneira de dizer: “mercado imobiliário americano”. Contudo, o que torna angustiante o diagnóstico de Wolf é que a superação da crise actual, e a prevenção de crises análogas futuras, só será possível com uma coordenação verdadeiramente global destes desequilíbrios financeiros internacionais. Por exemplo, o que a economia mundial precisaria ainda neste momento seria um aumento da procura suscitado por economias como a chinesa e de outros lugares do sueste asiático ou a de alguns países árabes. Numa escala regional, a prescrição adapta-se facilmente à situação europeia: neste caso, caberia à Alemanha, Holanda, Suíça, isto é, às economias com superávites externos assinaláveis acelerar o crescimento da sua procura interna. Só isso poderia contrabalançar a inevitável queda de procura interna a que os países devedores terão de se sujeitar.

Enquanto vamos acolhendo os vários contributos, e têm sido muitos, de explicação dos problemas financeiros que o mundo enfrentou (e que ainda não estão resolvidos) precisamos de vozes particularmente esclarecidas para formar ideias claras sobre este grave assunto. John Taylor e Martin Wolf são duas dessas vozes. É preciso escutá-las. ●

• Martin Wolf, *Fixing Global Finance. How to Curb Financial Crises in the 21st Century*, New Haven, Yale University Press, 2009, 221 pp.

• John B. Taylor, *Getting Off Track. How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*, Stanford, Hoover Institution Press, 2009, 92 pp.

reações — isto é, ao *crash* das *dot-coms* e à crise financeira de 2007 — foram manifestamente injustificadas e seriam pagas de modo muito caro. Dinheiro barato, nova tecnologia financeira (os famosos, e agora infames, derivados), instituições para-estatais regidas por um esquema de incentivos perverso como as não menos célebres *Fannie Mae* e *Freddie Mac* e um desadequado enquadramento regulatório dos mercados imobiliário e financeiro provocaram a tormenta que colheu o mundo na sua fúria. Apresentados todos os argumentos, a derradeira lição de Taylor é a mais simples que se pode conceber: *No boom, no bust*.

Por seu lado, Martin Wolf oferece uma visão mais global do início e causas da crise. Wolf presta uma particular atenção aos défices avultados nas balanças de transacções correntes, em especial da americana. Mas, pegando numa tese avançada em 2005 pelo actual presidente da Reserva Federal, Ben Bernanke, Wolf dedica igual consideração aos superávites das BTC de uma grande parte das economias mundiais. Em última análise, a proposta de análise de Wolf é como que uma reactualização da tese de *savings glut*, ou da “saturação de poupança”, isto é, a tese de que a economia mundial durante a primeira década deste século foi marcada por anormais níveis de poupança, e, por conseguinte, de elevados excedentes nas balanças externas de países como a Alemanha, a Holanda, a Suíça, o Brasil, quase todas as economias do Sueste Asiático, uma grande parte da OPEP e sobretudo da China.

Como a economia mundial como um todo é uma economia fechada, como não tem relações com o exterior porque, pelo menos por enquanto, não existe um exterior, as exportações de uns têm necessariamente de ser as importações de outros, a poupança de uns tem de ser o investimento de outros; em

Mas em contrapartida existe já conhecimento acumulado sobre o fenómeno das chamadas bolhas especulativas, quer quando estas se manifestam em títulos transaccionados em bolsa, quer em mercados como o do imobiliário. Porém, a inflação dos activos até 2007 foi algo diferente daquelas que historicamente conhecemos

NOVA CIDADANIA ABRIL | JUNHO 2010