

## **Sobre a Atual Crise Financeira**

**Rubens Penha Cysne**  
**21/10/08**

Vários fatos explicam a crise financeira americana. Claro que a regulação financeira foi frouxa. Os Estados Unidos, hoje em dia menos citados internacionalmente em questões jurídicas, perdeu também parte de sua autoridade como regulador do mundo capitalista; pelo menos na área financeira. Mas não se deve perder de vista, historicamente, tratar-se de um país que costuma reagir bem a situações de crise.

Houve também clara leniência monetária, o que traduz pela manutenção de baixas taxas de juros nos anos de 2002 a 2004, quando as projeções de déficit fiscal já eram bastante elevadas. Tal como Dilon Funaro no Brasil, com a elevação artificial de consumo nos primeiros meses após o Plano Cruzado, em 1986, Alan Greenspan beneficiou-se da popularidade passageira comum àqueles que cultivam bolhas econômicas para depois passarem de heróis a vilões quando do estouro das mesmas.

Fato pouco lembrado, houve também uma inadequada redução de impostos ao início do primeiro governo Bush, repetindo o mesmo tipo de erro que se cometera no segundo governo Reagan, em 1985. A idéia de que baixando-se as alíquotas de impostos a atividade econômica se eleva o suficiente para levar a aumento de receita é politicamente tentadora, mas não costuma funcionar na prática.

Ou seja, as previsões demasiado otimistas na área fiscal somam-se à leniência monetária e regulatória na explicação da crise. Embora os Estados Unidos não operem explicitamente com metas de inflação, como fazemos no Brasil desde 1999, na prática estipulam a taxa de juros interbancária desejada como se assim fosse. Apenas não anunciam publicamente as metas de inflação. Neste contexto, projeções fiscais demasiadamente otimistas implicam taxas de juros projetadas para o futuro com viés para baixo. Quando a realidade se materializa, com taxas mais altas, como a partir 2005, mutuários são tomados de surpresa, gerando inadimplência.

Do início da atual crise financeira para cá, fica claro o problema de um mundo operando com credores alavancados comuns a vários mercados financeiros, mas que no campo regulatório, fiscal e monetário não dispõe de instituições que tornem suas ações suficientemente ordenadas.

Por outro lado, o clássico contágio de uma economia pela recessão da outra via comércio internacional, de inspiração Keynesiana, desenhado por Romney Robinson em 1952, está a anos luz de explicar o que ocorre hoje em dia.

Dois novos fatos ilustram a nova forma de contágio recessivo internacional.

Primeiro, a insólita e inusitada complementaridade entre ativos emitidos por residentes e não residentes (índices de ações caem em um país quando caem em outro país). Elevações de preços de ativos de risco em determinado mercado elevam o capital das instituições que os detêm, majorando sua demanda por ativos de risco em outros mercados. O inverso se dá quando caem os preços dos ativos de risco, gerando desta

forma mercados altamente correlacionados. É em função de fenômenos deste tipo que, aqui no Brasil, investidores na Bolsa já costumam iniciar o dia observando a evolução das cotações no mercado asiático determinada algumas horas antes.

Segundo, a significativa elevação dos passivos e ativos internacionais de cada economia, a chamada globalização financeira. A título de exemplo, o passivo externo brasileiro passou de algo em torno de 446 para 885 bilhões de dólares entre 2004 e 2007. No mesmo período, nossos ativos no exterior passaram de 148 para 345 bilhões de dólares (o passivo externo líquido, obtido pela diferença entre passivos e ativos em cada ponto do tempo, passou desta forma de 298 para algo da ordem de 540 bilhões de dólares).

Sabe-se da crise de 29 que liderança não dúbia e coordenação são cruciais em situações como a que atualmente vivemos. Foi em particular no interregno que marcou a passagem do governo Herbert Hoover para o governo Roosevelt, em 1932, que a crise de 29 andou a passos largos. Naquele tempo, os presidentes eleitos em Novembro tomavam posse em Março, um espaço de quatro meses. A percepção do perigo aberto por este vácuo de poder em períodos de crise levou posteriormente a uma emenda constitucional nos EUA reduzindo o período entre a eleição e a posse de quatro para os cerca de dois meses e meio atuais.

Internacionalmente, faltam liderança e coordenação internacional por dois motivos.

Primeiro, porque o sistema monetário e financeiro idealizado por Bretton Woods, há 64 anos atrás, jamais seria capaz de prever o contágio por complementaridade de derivativos ao qual nos referimos acima. Quantas vezes se ouviu falar de FMI e do BIS (Bank of International Settlements) nesta crise? O BIS, fundado 14 anos antes de Bretton Woods, foi útil no delineamento dos acordos de Basiléia I e II. Mas, como mostram os fatos, esteve longe de desempenhar papel importante na solução da crise atual. Simplesmente porque não foi desenhado nem aparelhado para isto.

Segundo, faltam liderança e coordenação internacional. Assiste-se, talvez pela primeira vez desde Bretton Woods, ainda que apenas de forma incipiente, as consequências da passagem de um mundo claramente unipolar, dominado pelos Estados Unidos, para um mundo multipolar. Isto ocorre agora no mundo financeiro, mas consequências também em outros campos provavelmente complicarão da mesma forma a solução de crises futuras em outros campos. Se a arquitetura econômica, financeira e militar unipolar existente desde o final da Segunda Guerra era melhor ou pior do que a que está por vir no futuro é questão em aberto. Mas que ela tornava o problema de coordenação bem mais simples e fácil de operar, sobre isto não resta dúvida. Jogar um jogo de futebol com duas ou mais bolas é certamente mais complicado do que com apenas uma bola.

Pergunte-se a bombeiros como combatem um incêndio e aprender-se-á quão importante é o planejamento central. Ao invés de apenas enviar os soldados do fogo George, James Gordon e Nicholas para combater focos distintos do incêndio, a primeira ação centralizada teria sido delimitar um “círculo de segurança”, além do qual o fogo não poderia passar. Na crise atual, isto teria implicado, logo ao início, garantias mais amplas e coordenadas de depósitos em instituições financeiras. De fato, a primeira medida é impedir qualquer possibilidade de a crise gerar corridas bancárias. Este círculo de segurança, se traçado clara e coordenadamente ao início do agravamento dos fatos, teria

reduzido seus custos, tanto para contribuintes quanto para a atividade econômica mundial.

Ao invés de uma ação coordenada deste tipo, entretanto, observaram-se medidas tomadas isoladamente que, ao invés de resolver o problema da crise, exportaram-no de uma para outra economia. Por exemplo, no curso dos acontecimentos James Gordon Brown, primeiro ministro da Inglaterra, teve que ligar para seu colega Brian Cowen, da Irlanda, para reclamar da garantida ilimitada de depósitos prometida para correntistas neste segundo país. Isto porque tal medida atraiu os poupadores ingleses, que passaram a sacar recursos na Inglaterra para transferi-los para a Irlanda, desta forma não resolvendo o problema, mas simplesmente exportando-o de um país para o outro. Este exemplo deixa clara a necessidade de coordenação e liderança internacional na solução de impasses como os que no momento atravessamos.

A preferência inicial do Secretário do Tesouro americano Henry Paulson, ex Goldman Sachs, por comprar por leilões hipotecas desvalorizadas (e de preços desconhecidos), ao invés de ações dos bancos, lembra a teoria de George Stigler de captura do regulador pelo regulado. Muito mais adequado, como mostrou depois o ex-ministro das finanças e atual primeiro ministro inglês James Gordon Brown, em consonância com idéias da comunidade acadêmica americana, teria sido partir diretamente para a compra de participações acionárias.

De fato, a compra por 700 bilhões de dólares do total de títulos podres só geraria capitalização de mesmo montante, que é o que interessa para que os empréstimos voltassem a fluir no interbancário, se o valor escriturado de tais títulos fosse zero, o que evidentemente não ocorre. A capitalização direta por compra de ações facilita muito mais diretamente o desembolso de novos empréstimos, que é o que se deseja, do que o plano inicial do Secretário do Tesouro. Felizmente, a estratégia de capitalização foi posteriormente incorporada por Paulson ao seu menu de opções.

Daqui para a frente há duas possibilidades. Ou a crise se reverte, que é o que todos desejamos ou, além das clássicas políticas monetária e fiscal expansivas, medidas mais fortes poderão ter que ser implementadas.

Dentre tais medidas, duas em particular foram cogitadas. Primeiro, uma aplicação forçada do capítulo 11 da lei de falências americana a algumas instituições financeiras; segundo, a nacionalização parcial do sistema financeiro de alguns países. Ambas, discutíveis, têm vantagens e desvantagens. Deter-nos-emos nos dois parágrafos abaixo apenas no *rationale* das mesmas, a análise de sua pertinência ficando a cargo do leitor.

A aplicação acelerada do capítulo 11 implicaria em troca acelerada e compulsória de dívidas por ações, com desvalorização nominal parcial das primeiras. Tal desvalorização em termos de valor de face ocorreu, por exemplo, em 1933, quando Roosevelt revogou a indexação de dívidas ao ouro após a flutuação de seu preço em dólar, algo na linha *rebus sic stantibus* (“um acordo é válido na medida em que não haja mudanças suficientemente fortes nas condições previstas que o geraram”).

Por outro lado, nacionalizações parciais teriam o atrativo de consolidar inúmeros ativos e passivos entre diferentes agentes financeiros, desta forma reduzindo-se o problema ao saldo líquido consolidado devido a poupadores de fora do sistema consolidado.

### **Referências**

Robinson, Romney “A graphical analysis of the foreign trade multiplier,” The Economic Journal, Vol. 62, No. 247, 546-564. Sep., 1952