

Análise da sangria desatada

MARCELO LARA RESENDE*

"Os mercados decidem por si: eles nunca esperaram a conveniência de reis ou Congressistas – ou eleições"

(Paul A. Volcker)

Um investidor interessado em arriscar menos pode diversificar sua carteira de investimentos entre a moeda – um ativo sem risco e com taxa de retorno nominal nula – e uma coleção de ativos com risco e taxa de retorno nominal esperada positiva. O professor James Tobin (Yale) demonstrou ainda que, em determinadas condições, a parcela do ativo sem risco (moeda) na carteira diminui, caso o retorno da cesta de ativos com risco aumente e vice-versa. A análise tobiniiana envolve a ponderação entre o retorno médio esperado da carteira de investimentos e sua "variância".

Com minhas desculpas pelo inevitável "economês", a "carteira ótima" seria aquela onde o benefício marginal do retorno médio (rentabilidade) compensa o custo marginal da "variância" (risco).

Por que o Brasil está perdendo reservas? Porque na percepção dos detentores de ativos financeiros – daqui e de acolá –, o risco (custo marginal da "variância"), que não depende mais apenas dos fundamentos macroeconômicos no país, é maior do que a enorme rentabilidade (benefício marginal do retorno médio), ambos esperados nas aplicações feitas aqui. E é só. As autoridades brasileiras têm algum controle sobre a rentabilidade (podem elevar a taxa de juros). Entretanto, nas atuais circunstâncias, são impotentes para afetar, rápida e significativamente, o soberano risco-Brasil.

Pior: as autoridades não têm controle sobre a porção "animal" dos investidores que, inclusive, não estão mais focados exclusivamente no Brasil (que promete ser "bem comportado"), e sim em algo denominado "países emergentes". Em um mercado tumultuado e globalizado, a maioria dos investidores prefere investir em títulos do Tesouro americano, que têm uma rentabilidade mais baixa mas, em compensação, o risco também é mínimo, se comparado com o risco associado às aplicações feitas em ativos de países emergentes – inclusive o Brasil. Aliás, na prática, nas aplicações em títulos do governo americano, é possível afirmar que o risco é "inexistente". Portanto, tais títulos são a "moeda" (o ativo sem risco) da análise tobiniiana.

Entretanto, os problemas econômicos e financeiros não podem ser entendidos, equacionados ou resolvidos apenas com teoria econômica, mesmo quando envelopada por uma álgebra cada vez mais sofisticada e, em alguns casos (não nos trabalhos de Tobin), tão impressionante como evasiva. A Economia – uma ciência social – não deve ignorar a psicologia. Inclusive a pavloviana e, hoje, particularmente relevante psicologia de massas. Trata-se de mais uma versão de uma velha história: o pragmático mercado financeiro não acredita em bruxas. Mas que elas existem, existem. No contexto tobiniiano, o grau de apego ou aversão ao risco de cada investidor depende de uma infinidade de fatores que, por sua vez, simultaneamente determinam tanto a sua complexa personalidade como o seu nem sempre previsível

comportamento (freqüentemente irracional).

Portanto, no caso das dificuldades enfrentadas pela economia brasileira, a saída tradicional, usualmente proposta pelo FMI – abrupta austeridade fiscal –, já não funciona por si só. Não adianta insistir. Para dar certo, agora depende também de uma simultânea e inédita coordenação internacional. Lamentavelmente, algo que não é possível na "camisa-de-força" do hoje anacrônico esquema financeiro internacional montado em Bretton Woods. Daí a extraordinária gravidade da crise, aqui e acolá. Neste aspecto, o governo brasileiro não está sendo evasivo. Apesar da continuada irresponsabilidade fiscal, de certa forma, a inédita crise de fato é internacional. Os investidores (especuladores) já não perguntam: "Você compraria um carro usado do 'Brasil'?" Perguntam: "Ainda que o preço fosse tentador, você compraria um carro usado de um 'país emergente'?" Nas atuais circunstâncias, a resposta quase sempre será negativa. E não adianta "espernear" ou agir com suspeito "bom-mocismo".

O dilema é que o "bom comportamento" do Brasil, consubstanciado na sua tão anunciada mas até o momento não adequadamente implementada austeridade econômica e financeira

adiante." Tobin não está só e esta não é a opinião de um anacrônico radical de esquerda! Afinal, um Prêmio Nobel é um Prêmio Nobel.

Tanto a conclusão sobre a inadequação da tradicional "receita" do FMI como a concepção de Tobin sobre o funcionamento dos mercados financeiros são simples. Assim como são o clipe e o *band aid*. Entretanto, o *insight* tobiniiano também permitiu significativo avanço em relação ao que existia até então. Exceto para aquelas pessoas ou instituições que, ao pautar seu comportamento ou compor suas carteiras de investimentos olhando exclusivamente a rentabilidade esperada, ainda insistem em aplicar uma teoria ultrapassada. Aliás, uma teoria abandonada pelas pessoas e instituições mais informadas e prudentes. Governos, inclusive!

Portanto, não surpreende constatar que tais pessoas ou instituições – os bancos oficiais brasileiros, por exemplo –, *ex-ante*, apresentam lucros (contábeis) que, *ex-post*, sistematicamente viram prejuízos (reais). Entretanto, é justo ressaltar que este bizarro comportamento não é exclusivo de instituições públicas, como atesta o que também aconteceu com vários bancos privados, inclusive tradicionais bancos varejistas. Naturalmente, o mesmo ingênuo e ilusório

otimismo pode surgir em relação a um país ou a um estado da Federação. Neste caso, a partir de certo ponto, o provável é que o país passe a perder reservas (equivalente à perda de depósitos em uma corrida bancária), ou o estado (que não mantém reservas) perca a condição de honrar seus compromissos. É o que está acontecendo no Brasil e em Minas Gerais. O que não deveria surpreender. Pois, os bancos, países e estados não apenas concedem crédito. Eles vivem de crédito. E, para ter crédito, não basta ser sólido. É preciso também parecer sólido – como a mulher de César.

É necessário coragem para reconhecer que não será fácil estancar a renovada, perigosa e insustentável "hemorragia" de reservas, ou a previsível "rebelião" dos governadores e prefeitos. A questão relevante já não é a crença nas bruxas. Ou se elas existem ou deixam de existir. O problema é que elas estão soltas. E que, tudo indica, andam rondando os países emergentes. Enfermizam a vida na América Latina, sobretudo no Brasil. O pior é que os sempre ariscos investidores sabem disto! Ou, se não sabem, preferem não esperar para ver.

Enfim, a sangria continua desatada. E, para remediar-la, já não basta apertar aqui, além do que seria necessário, razoável e suportável, o emergencial e sufocante "torniquete". Além dos ajustes na política econômica, simultaneamente, é preciso garantir ajuda adequada acolá – uma bem dimensionada "transfusão de sangue" feita em tempo hábil. A menos que ninguém se importe com a perda da própria "condição cirúrgica" ou mesmo a "morte do paciente". Aliás, de um paciente cujos "sinais vitais" já eram preocupantes – extraordinariamente preocupantes – antes do governador Itamar Franco "revelar a nudez do real". Itamar Franco pode ter servido de inoportuna espoleta, mas não fabricou sozinho a bomba atômica. Soberbo do seu emblemático domínio, apenas precipitou a inevitável hora da verdade.

*Economista



ajuda, mas não resolve o impasse. Provavelmente não aumentará significativamente as nossas "vendas de carros usados". Portanto, com o desenrolar da crise, as usuais providências domésticas são condições necessárias mas, paradoxalmente, não são mais suficientes para realmente solucionar o espinhoso problema.

Entretanto, tais providências podem ser eficazes se o objetivo for menor. Se, por exemplo, for apenas e a qualquer custo garantir o dinheiro dos nossos imprudentes, porém, sistemática e inexplicavelmente bem remunerados e oficialmente preservados credores ou investidores, internos e externos. Mas, esta não pode ser – não deveria ser – a única visão de um verdadeiro estadista. Muito menos de alguém que foi eleito e ineditamente reeleito para defender o soberano interesse do povo brasileiro, o seu "patrão" (a autoridade máxima da República).

O destino é irônico: no passado, quando uma solução autárquica para os conhecidos problemas da economia brasileira ainda era teoricamente possível, levianamente a esnobamos. Agora, quando a coordenação internacional tornou-se um ingrediente adicional mundialmente reconhecido como indispensável para permitir uma solução duradoura do impasse econômico e financeiro, pela primeira vez, contritamente fazemos juras de efetivamente nos submeter, total e piamente, aos tradicionais ditames do FMI: uma instituição que, na sua dimensão atual, dá sinais de estar seriamente ferida! Um FMI, como alertou o insuspeito professor Tobin, "(...) que faz países voltarem para trás ao invés de ir