

# “Contágio é uma questão de grau”

A crise americana mostrou sua cara feia nos últimos dias. Ela ainda não aterroriza o Brasil, mas o bicho pode pegar num mundo de economias interligadas

Laura Greenhalgh

Não faz muito tempo, falar em desmoronamento do mundo financeiro era conversa para apocalípticos. Mentes integradas preferiam reagir com reserva às oscilações do mercado de capitais, mantendo distância da idéia de que já estaria instalada uma recessão americana. Isso até os gráficos resolverem despençar ladeira abaixo, num movimento orquestrado e assustador, no início da semana passada. Viu-se o quinto maior banco de investimentos dos Estados Unidos, o Bear Stearns, ser comprado “na bacia das almas”, como se diz no Brasil, pelo JP Morgan, numa operação de socorro que envolveu o Fed, o banco central americano. Constataram-se perdas acumuladas da ordem de US\$ 2 trilhões no mercado americano de hipotecas imobiliárias – o que rende a incômoda sensação de como patrimônios podem ser torrados em poucas primaveras. Fora isso, as commodities perderam preço e as bolsas, indomáveis, não deram sossego aos investidores.

Quem não falou, pensou: o mundo está derretendo? Do ponto de vista ambiental, certamente. Do ponto de vista econômico, há um diagnóstico mais complexo a fazer. Não há dúvida de que a crise de crédito americana ficou mais explícita nos últimos dias e não deve ser passageira. E o Brasil com isso?, perguntamo-nos. José Júlio Senna, engenheiro de formação, PhD em economia pela Johns Hopkins University, ex-diretor do Banco Central em 1985, não oferece respostas prontas, mas distribui dados e evidências que fazem pensar: “Num mundo de economias interligadas, o contágio da crise vem. Torna-se apenas uma questão de grau”. Portanto, o mesmo que a sensação de derretimento do mundo volte a nos perturbar na próxima semana, na entrevista de Senna ao caderno *Alô* nos informa sobre crises anteriores nos EUA, as características da crise atual, os limites de atuação dos bancos centrais e a maneira como os países deverão atravessar um tempo que o próprio Ben Bernanke, presidente do Fed, chamou, anos atrás, de “a era da grande moderação”. OK, mas sujeita a fortes emoções, pelo que estamos presenciando.

Os eventos que sacudiram as bolsas dão voz a intelectuais como Emanuel Wallerstein, que imagina o fim da hegemonia americana, a partir do fracasso econômico. É prematuro tirar conclusões nessa linha. Nem estou seguro de que a economia americana seja, de fato, tão hegemônica. Ela representa 20% do PIB mundial. Certamente é a economia de maior peso, mas daí concluir que é hegemônica, vai uma distância. Com o desenvolvimento humano alcançando outras esquinas do planeta, outras economias se desenvolveram, e está aí a expansão da China, da Índia, de outros países asiáticos. O que se pode afirmar é que as economias, movendo-se em ciclos, às vezes crescem rapidamente, às vezes de modo mais lento, há retrações, expansões, etc. Hoje vemos um movimento descendente da economia americana, abrindo uma crise que deve contagiar outras partes.

O capitalismo adoeceu?

Não diria isso. O que percebemos hoje tem a ver com características típicas do capitalismo: agentes econômicos privados, movidos pelo interesse em lucro, tomam decisões que se mostram excessivamente agressivas, e as consequências vêm de

pois. Outro dado: no mercado financeiro, existem períodos de em que se incorporam inovações. São tempos de novidades, digamos assim. Quando isso acontece, o ímpeto de ganhar cada vez mais propicia comportamentos pouco cautelosos. Quer dizer, com a ganância vem a condescendência com o risco, as perdas se avolumam e a economia desacelera. Tudo é muito cíclico.

O que precede o ciclo que vivemos?

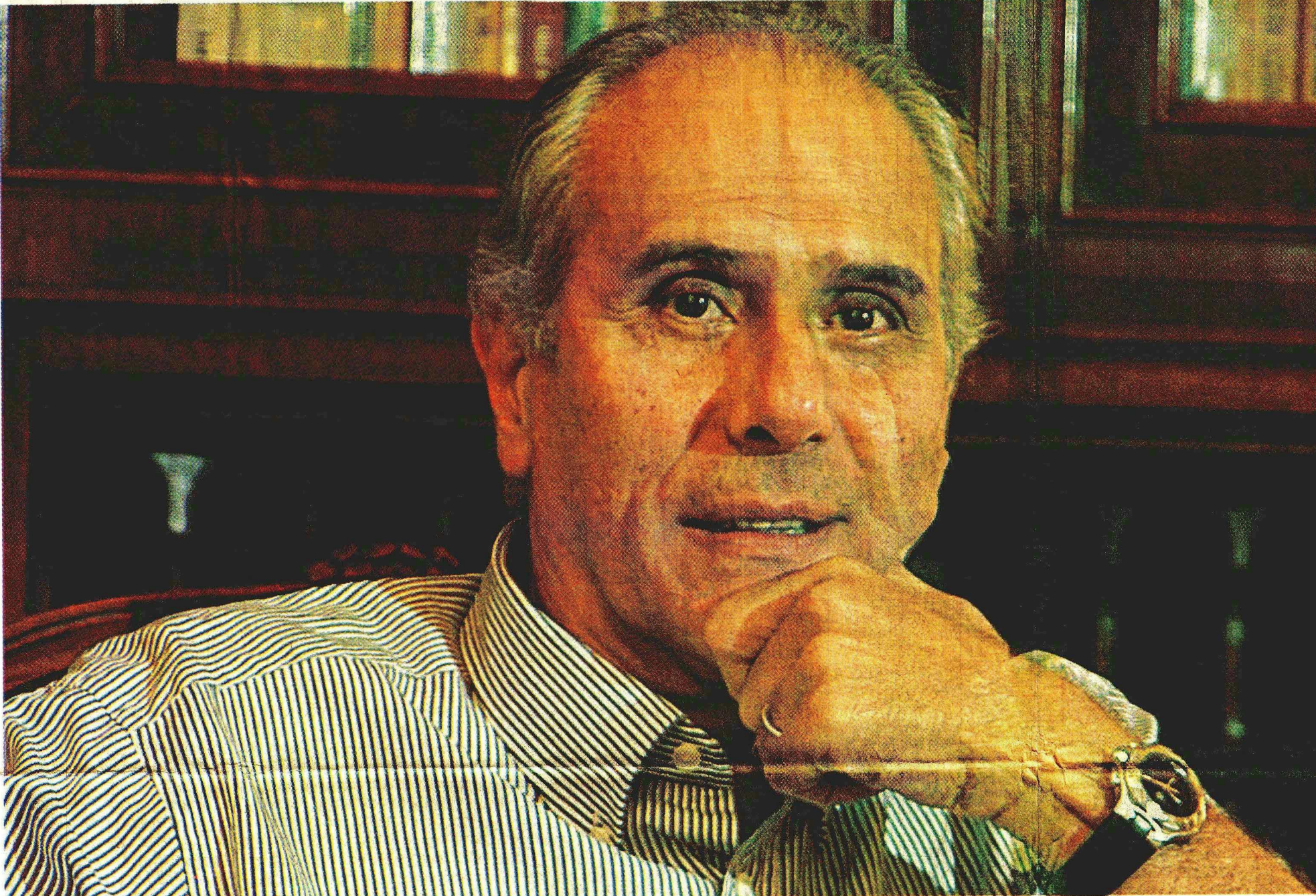
No final dos anos 80 houve uma crise séria nos EUA com as chamadas entidades de poupança e empréstimo, que quebraram às dezenas. Na época foi necessária até a intervenção do governo. Muito parecidas às antigas sociedades de crédito imobiliário que existiram no Brasil, essas empresas captavam depósitos do público a curto prazo, dinheiro bom, garantido por seguros, e o emprestavam a longo prazo. Então o olho grande cresceu, porque era possível lucrar com a diferença de rendimento entre o curto e o longo prazos, grana obviamente embolsada por essas companhias. Ali houve desprezo pelo risco. Por quê? Porque as taxas de juros de curto prazo podem subir de repente, por algum motivo, e a operação que era para ser lucrativa vira prejuízo. Não deu outra. O que fez o governo americano na época? Liberou aqueles empresários para atuar em outras frentes, não só no setor imobiliário. Eles então começaram a investir nos *junk bonds*, títulos emitidos por empresas de segunda linha. O resultado foi uma quebraadeira formidável. Os ativos dessas empresas tiveram de ser adquiridos pelo governo, que os repassou ao mercado, tendo as próprias moradias como lastro da operação. O prejuízo chegou a US\$ 87 bilhões, um rombo de 1,4% do PIB.

Ouseja, dez anos atrás os EUA já viveram uma crise no setor imobiliário e parecem não ter aprendido com os erros.

Pois é, o crédito hipotecário foi resuscitado no meio dos anos 90 por meio do mercado de capitais, não mais por meio de casas bancárias. Isso teve a ver com a introdução de mais uma novidade do sistema, que foi a securitização dos títulos. Criadas a novidade e a perspectiva de atender a um número muito maior de mutuários, o mercado ganhou segmentação. Surgiram especialistas para tudo. Você tinha o sujeito que descobria o mutuário, na base do “quem quer casa?”, outro especialista tratava de arrumar o empréstimo, outro se ocupava do financiamento, outro gerava a hipoteca e então vendia-se um pacote da dívida, com lucro de fato e tudo, no mercado de capitais, na forma de derivativos dos empréstimos imobiliários. Também houve uma enorme leniência em relação aos tomadores de empréstimo, porque 2/3 da sociedade americana já tinham casa própria. Empréstou-se dinheiro para o segmento menos capacitado a arcar com a dívida. E por quê? Porque as condições macroeconômicas projetavam para o mercado imobiliário uma tendência de alta por dez anos. Fizuma contagrosseria e vi que os imóveis americanos quase dobraram de preço no período 1995-2005. O mutuário passou a pensar assim: vou contrair a dívida, mas se o financiamento apertar, vendo o imóvel, pago débitos e ainda embolso algum.

O problema foi atender esse um terço da população que é candidato a inadimplência?

As coisas não se passam assim de maneira tão planejada. Também não existe uma mente diabólica dedicada a arquitetar a bolha. A coisa vai pela convergência de interesses. O aumento efetivo de famílias america-



NOVO LIVRO – Há anos, Senna pesquisa a evolução dos regimes monetários no mundo e no Brasil, revisitando teorias de Keynes, ‘que tinha cabeça de banqueiro central’. Vem livro por aí

“A crise nos EUA não tem a ver com ano eleitoral. E o Fed deve mesmo socorrer as instituições. Mas os candidatos à Casa Branca que se preparem para encarar efeitos dessa economia que cresce abaixo do seu potencial”

nas que tiveram acesso a esses financiamentos é da ordem de 5%. São pessoas que não deveriam estar nesse jogo? Talvez pudessem estar, mas em outras condições. Vamos imaginar o seguinte: o cidadão procura a um desses grandes bancos brasileiros, Itaú, Bradesco ou Unibanco, e propõe comprar um imóvel de R\$100 mil, entrando com R\$10 mil e tomando de empréstimo R\$ 90 mil. Duvido que o banco concorde. Que garantia terá de que o empréstimo, quase no valor do imóvel, será pago? Lá nos EUA criou-se um estímulo ao empréstimo de baixa qualidade, cujo desfecho foi a inadimplência. É o fenômeno do *walk away*. O sujeito vai embora

da casa e deixa as chaves.

Alan Greenspan, ex-presidente do Fed, diz que quando se identifica a bolha na economia, já é tarde. Greenspan tem razão... O fato é que o mercado financeiro surtiu o otimismo do boom imobiliário, criou uma especialização muito grande no setor e cometeu uma sucessão de equívocos, levando o país à crise de crédito. Isso não deve acontecer mais.

Por quê? A economia não é cíclica? Mas o sistema se corrige. E tem muito investidor amargando perdas imensas...

Não é de hoje que se fala do endividamento de parcela da sociedade americana. Já não era um alerta? Eis um terreno de análise escorregadio. Já li trabalhos de economistas sobre isso e, na verdade, o endividamento do consumidor americano é um fenômeno que começou nos anos 50. E houve estímulo ao consumo, sim, por conta do bom cenário americano. Nos anos 90, um então diretor do Fed, chamado Ben Bernanke, batizou aquele cenário de “the great moderation”. Ele se referia ao ciclo de estabilidade financeira, inflação sob controle, baixa volatilidade da atividade econômica. Tudo estava moderado. Fora isso, houve grandes avanços tecnológicos, como a informatização, que mudou completamente a vida das empresas. Ficava fácil controlar os estoques de mercadorias, matérias-primas, produtos finais. Os bancos centrais também ganharam com esses avanços, pois puderam controlar melhor o comportamento dos preços e a atividade econômica. Essa conjugação de fatores levou à grande moderação.

Mas o estilo Greenspan não fez com que os investidores americanos ficassem confiantes demais? Sem dúvida. Não sou crítico do Greenspan e nem do fenômeno da grande moderação, porque era algo desejável não só nos EUA como em outras partes do

mundo. A teoria econômica avançou muito e os bancos centrais tornaram-se mais competentes na execução de suas políticas. Isso aconteceu nos EUA, na Europa, até no Brasil. Pois bem, Greenspan pilotou por 18 anos o banco central americano e ainda não estamos em condições de julgar esse período – isso a história vai fazer. Mas o velhinho deu uma contribuição importante. A frente do Fed, ele esteve permanentemente disposto a se valer de seu ativismo, de sua autoconfiança e, grande conhecedor da economia, usou para valer seu maior instrumento, a taxa de juros. Tanto que os críticos dizem que a bolha imobiliária só se formou porque Greenspan colocou a taxa de juros a 1% ao ano, de 2003 a 2004. Derribou uma taxa que já fora de 6,5% para 1%, e a manteve por 12 meses. Daí veio a idéia de que o mundo ficaria estável, porém, se houvesse algum problema, o Greenspan resolveria. É inegável que a grande moderação trouxe benefícios. Os últimos dois períodos oficialmente declarados como recessivos nos EUA – falo do início dos anos 90 e início dos anos 2000 – duraram menos de um ano. Não é ruim que as recessões hoje sejam de curta duração.

Há gente comparando a crise atual com a Grande Depressão, que avançou pelos anos 30. É exagero?

Sim. Começa que o regime monetário daquela época, o padrão ouro, era outro e parte dos países envolvidos na crise tinha câmbio fixo, como no Brasil até pouco tempo atrás. O câmbio fixo facilitou a propagação dos problemas. A margem de manobra dos bancos centrais era mínima e houve menos oferta monetária, justamente o contrário do que ocorre agora, quando os bancos centrais estão despejando dinheiro e provendo liquidez ao mercado. É a resposta moderna a crises dessa natureza, não tem outro jeito. No decorrer dos quatro anos da Grande Depressão, o estoque de dinhei-

ro da economia americana reduziu-se em um terço. Mas também vejo algumas coincidências históricas entre aquela crise e a atual. O banco central americano, que fora criado em 1914, pouco antes da 1ª Guerra Mundial, só teve seu funcionamento normal restabelecido a partir dos anos 20. Ou seja, o próprio Fed era novidade na época, assim como a indústria automobilística. O público investidor tomou-se de imensa euforia e as ações tiveram uma alta impressionante, algo parecido com a longa tendência de alta das bolsas nos últimos anos. Depois veio o tombo, com repercussão no consumo e no padrão de vida das pessoas. Isso também poderá se repetir.

O senhor diz que o Fed age bem ao garantir liquidez ao mercado. Mas ele está socorrendo não só bancos, como corretoras e fundos de investimento, instituições que nem são reguladas pelo banco central. Está sobrando dinheiro ou desespero? Está sobrando encrenca. O caso do Bear Stearns é um bom exemplo para o momento. Não é um banco comercial, e com outras tantas instituições, entrou nessa onda de otimismo, sem zelar pela relação risco-retorno. Deu-se mal. E tinha de ser socorrido. É do estatuto de qualquer banco central garantir a sustentação do sistema de pagamentos da economia.

Por que os candidatos à Casa Branca têm evitado falar sobre os efeitos sociais da atual crise?

Esta crise não tem a ver com o calendário eleitoral e o socorro teria de ser utilizado independentemente das campanhas que estão por aí. Contudo, assim como o Fed não responde aos ciclos políticos, governantes não conseguem tudo que querem. Os candidatos à Casa Branca sabem que o desemprego vai aumentar e a economia americana crescerá abaixo do seu potencial, por um bom período. Talvez dois ou três anos. Também sabem que eleitores

votam com o bolso. Se a economia vai bem, o partido no poder tende a se beneficiar. Se vai mal, o partido da oposição cresce. Mas este seria o motivo para uma derrocada do Partido Republicano nas urnas? Não sei, honestamente.

Como ficarão os países emergentes nessa turbulência? E o Brasil? Contágio é uma questão de grau. As economias da Europa e dos EUA estão interligadas não só comercial, como financeiramente. Eis a razão dos recentes abalos nas bolsas europeias. Também devemos considerar que as economias europeias são mais inflexíveis, com leis do trabalho mais rígidas, o que complicará a situação. As economias do Canadá e México estão especialmente interligadas com a economia americana, por força do Nafta. Então, nesses dois países, os efeitos negativos são farras contadas. Na Ásia, há economias que dependem muito das exportações para o mercado americano. O Brasil talvez esteja numa situação favorável. No momento os vínculos com o comércio internacional não constituem uma força motriz do nosso crescimento. Não somos dependentes das exportações, que, ao contrário, têm crescido relativamente pouco. Hoje a força motriz do crescimento brasileiro é a demanda doméstica. O que tecnicamente se chama de “absorção doméstica”. Essa variável está crescendo a ritmo chinês nos últimos dois, três anos. Os últimos números indicam uma expansão de 9% ao ano da demanda doméstica. Falo da média dos últimos três trimestres. Isso é o quê? É a retomada dos investimentos e a expansão do consumo. Ambos, na esteira da grande moderação.

Se as exportações brasileiras caírem mais e a demanda interna continuar subindo, temos aí um problema de balanço comercial. Isso pode levar a uma desvalorização do câmbio, com impactos na inflação. A análise está correta. Mas, con-

sidere duas notícias: o consumo das famílias e os investimentos privados estão puxando nossa economia. É a boa notícia. Agora, a má: o Brasil, do ponto de vista financeiro, está muito interligado com o mercado internacional, particularmente com os EUA. Sabemos que nossos principais papéis em bolsa dependem do desempenho das commodities, que tendem a baquear quando ocorre uma desaceleração econômica no mundo. Se elas perdem preço, se a situação internacional piora, se houver depreciação do real e maior pressão inflacionária, vamos sofrer com isso. Você até poderá argumentar que, com as commodities em baixa, o preço dos alimentos no Brasil tenderá a cair, e eles têm sido um fator que pressiona a inflação. Mas será que vai acontecer isso? O último relatório do BC diz que os efeitos da crise externa são ambíguos no Brasil e eu concordo. A mesma depreciação do real pode afetar, de modo negativo, o preço de bens duráveis e semiduráveis. Em compensação, pode reduzir o preço dos alimentos. É ambíguo.

OBCE vai elevar a taxa de juros?

Não em abril, como acreditam muitos, mas em meados do ano isso é bem provável.

Divergências entre o Ministério da Fazenda e o BC devem se acirrar?

Houve nos últimos tempos um grande impulso de confiança entre os agentes econômicos brasileiros, principalmente com a correção da nossa vulnerabilidade externa, tanto que até nos tornamos credores internacionais, com reservas próximas a US\$ 200 bilhões. Agora é o momento de cair na real. Não tenho dúvidas de que a sociedade brasileira vá continuar querendo o controle da inflação, porque já sofreu muito com ela. Por que os alemães preservam tanto a estabilidade dos preços? Porque amargaram as hiperinflações dos anos 20 e depois da 2ª Guerra. O jornalista David Marsh, do *Financial Times*, mostra um aspecto muito curioso no livro que escrevi sobre o Deutsche Bundesbank. Sempre que houve um embate entre o governo e o banco central alemão, ou seja, entre o tesouro e a autoridade financeira, o público ficou com a autoridade financeira. E os políticos foram vistos como gente do lado errado do debate. Nos EUA, já no final do governo Carter, época em que a inflação bateu em 13%, Paul Volcker assumiu o Fed com mão de ferro. Executivos foram para o Congresso criticar o banco central americano. Quando o então secretário do Tesouro, Donald Regan, criticou o Fed do Volcker, a opinião pública caiu de pau. Entretanto, quando Volcker criticou o Tesouro de Regan, foi aplaudido como estadista. É estabilidade o que o povo quer.

Há quem levante a hipótese?

Há, sim. O número 2 do FMI, John Lipsky, andou dizendo o seguinte: é hora de começar a pensar o impensável. Para bom entendedor, a mensagem tem jeito de plano de ação governamental, envolvendo dinheiro do contribuinte. Não estou me manifestando nem contra nem a favor, apenas digo que pode vir a acontecer.

Hoje o americano das camadas médias e baixas lamenta a desvalorização da moeda, a perda da casa, a cobertura do sistema de saúde e a incerteza em relação à aposentadoria. Não é muita paulada num mesmo cidadão?

Ele perde confiança no futuro. E perde porque as informações são imperfeitas, assimétricas. Nessa confusão das hipotecas, ainda não se sabe onde está o problema: quem comprou o imóvel, quem financiou, quem negociou a dívida? O “impensável” tem a ver com isso. O economista Larry Summers, ex-secretário do Tesouro no tempo do Bill Clinton, também saiu-se com essa, recentemente: “Eu não sei se o governo está pensando um plano B. Eu não sei se se faz sentido adotar um plano B. Eu não sei se ocorrerá um plano B. Mas que está na hora de pensar no assunto, não tenho a menor dúvida”. •

E aquela inabalável convicção de que a China, devoradora de matérias-primas, nos resguardará de todo baque?

A China tem tido uma expansão extraordinária desde as reformas de 1989. São praticamente três décadas de crescimento acelerado, a população muito imbuída disso, o empresariado buscando eficiência, os investimentos crescendo, porém, não nos esqueçamos de que os EUA são os grandes compradores dos produtos chineses. Se a economia americana se retrair e comprar menos, a China sentirá o abalo. Não se imagina a desaceleração do crescimento chinês de 11% ao ano para 5% ou 6%. Mas alguma desaceleração pode ocorrer. Por sua vez, a China compra de outros emergentes, então pode haver algum retraimento que nos afete. É o tal negócio: no mundo de economias interligadas, resta saber quem está mais próximo do olho do furacão.

Caminhamos para o tempo de um novo New Deal?

Essa é uma pergunta excelente. O New Deal foi uma intervenção de governo e hoje, lá nos EUA, não se está certo se haverá algo assim. No capitalismo erros acontecem, ajustes são feitos, erros se repetem, novos ajustes são feitos, etc. Fases de euforia sucedem a fases de desânimo, que evoluem para nova euforia. Em tese, a beleza do sistema é essa: se arrumou encrenca, trate de consertá-la. Mas quando a crise é muito grave, a intervenção governamental torna-se necessária, ainda que com componentes desfavoráveis. Como o já conhecido “vamos tocar o pau na máquina que depois o governo vem e resolve”. Na crise dos anos 80, o governo dos EUA criou uma empresa chamada Resolution Trust Corporation, a RTC. Essa empresa comprou ativos de empresas em dificuldades, e os revendeu. A operação resultou num prejuízo de US\$ 87 bilhões para o contribuinte americano. Pois hoje não sei se teremos uma outra RTC.