

Interpretações da crise

Fernando Ferrari Filho e Luiz Fernando de Paula
Valor, 09/04/2009

Afirmar que a crise teria sido resultada de uma interferência excessiva do governo não é uma explicação convincente

O público interessado em assuntos econômicos certamente deve ter ficado perplexo ao assistir, em programas da TV, alguns economistas brasileiros liberais tentando encontrar explicação para a crise financeira mundial, que, desde agosto do ano passado, apresentava sinais claros de aprofundamento e contágio mundial. Eles simplesmente não tinham explicação para a crise. A não percepção da natureza e profundidade da crise não foi exclusividade tupiniquim - vale lembrar que Kenneth Rogoff, ex-economista chefe do FMI - escreveu um artigo no New York Times, logo após a quebra do Lehman Brothers, dando parabéns ao governo dos EUA pela corajosa decisão de não socorrer instituições com "más práticas" financeiras.

Recentemente foi publicado um pequeno livro de autoria de John Taylor, "Getting Off Track", que parece sintetizar a visão "conservadora" da crise. Para Taylor, a crise resultou da adoção de uma política monetária excessivamente relaxada no início da década, que teria contribuído para inflar o preço dos imóveis nos EUA, e das ações vacilantes do governo americano ao enfrentar a crise, que ao agir de modo confuso ampliou a insegurança dos agentes.

Para o economista americano, se o Fed tivesse mantido em 2003-2005 as taxas de juros de curto prazo nos patamares sugeridos pela "Regra de Taylor", ou seja, acima da efetivamente adotada pelo Fed, a expansão do mercado imobiliário americano teria sido bem mais moderada. A crise teria se aprofundado em função do caráter hesitante do governo, que a teria diagnosticado como uma simples crise de liquidez, sem perceber a extensão dos problemas dos bancos. A quebra do Lehman Brothers seria apenas mais um passo nesta estratégia confusa de lidar com a crise, em que a intervenção do governo acabou piorando a situação.

Alan Greenspan, ex-presidente do Fed, em recente artigo de jornal, desenvolveu uma interpretação distinta da crise: em 2002-2005 a correlação entre a taxa de financiamento imobiliário e a taxa de juros de curto prazo teria reduzido significativamente nos EUA; o superávit em conta corrente de vários países emergentes, em especial da China (e o excesso de poupança dele decorrente), teria impulsionado as taxas de juros de longo prazo para níveis progressivamente baixos no período, contribuindo para uma bolha de preço habitacional global. Em outras palavras, a criação de uma espécie de moeda endógena, relacionada a liquidez internacional, teria sido determinante na queda sincronizada global das taxas de juros.

Greenspan, contudo, fiel (ou ofuscado pelo) aos seus princípios liberais, não enxergou na desregulamentação permissiva uma das causas principais da crise financeira. Assim, ele fornece uma interessante explicação para o estouro da bolha habitacional, mas não é capaz de ter uma visão mais abrangente da crise. Afinal, porque uma crise imobiliária, em um segmento secundário do sistema financeiro (subprime), acabaria por contagiar o sistema como um todo?

Um aspecto crítico da argumentação de Taylor, além das considerações feitas por Greenspan, é sugerir que no final de contas a propagação da crise teria sido resultado de uma interferência excessiva e indevida do governo, sob o velho argumento liberal de que a ação do governo, ao fim e ao cabo, tende a ser ineficaz. Ora, esta não parece ser uma explicação convincente da crise, ao confundir relações de causa e efeito.

Taylor e Greenspan têm em comum a sua fé no livre funcionamento do mercado - mercados financeiros regulamentados tendem a ser pouco inovadores e ineficientes. Contudo, deve-se entender que sistemas financeiros, ao mesmo tempo em que podem ajudar a potencializar o crescimento, são instáveis de maneira inerente, devido a problemas de assimetria de

informações e a instabilidade que é intrínseca ao funcionamento dos mesmos.

Em nossa avaliação, esta crise é, sobretudo, a crise da globalização financeira, entendida como uma certa tendência a criação de um mercado financeiro global e de intensificação no fluxo de capitais entre países. Tal processo remonta a crise do sistema de Bretton Woods e a formação do mercado de eurodólares, que, diga-se de passagem, acabou contribuindo para a desregulamentação doméstica dos sistemas financeiros - com o fim da segmentação entre mercados - e a liberalização dos fluxos de capitais.

Como resultado do processo de desregulamentação financeira, observou-se um acirramento na concorrência entre instituições bancárias e conseqüente queda nas margens de intermediação financeira, tendo como resposta uma tendência à conglomeração financeira e um aumento na escala de operação, via fusões e aquisições. Assim, instituições financeiras passaram a explorar diferentes mercados, inclusive de mais baixa renda. No mercado de títulos, desenvolvem-se mecanismos de securitização, estimulados pelo crescimento de investidores institucionais, em que firmas e bancos se financiam "empacotando" rendas a receber. Em suma, uma vez que a securitização permitia a diluição de riscos no mercado, as instituições financeiras passaram a aumentar sua alavancagem, supondo que os mecanismos de autorregulação do mercado seriam capazes de continuar avaliando corretamente os riscos inerentes às atividades financeiras.

A crise do subprime - mercado de financiamento imobiliário de maior risco - acabou por expressar todas as contradições deste processo. A necessidade de ampliação de escala levou as instituições financeiras a incorporarem segmentos de baixa renda em condições de "exploração financeira" - no caso do subprime, com taxas de juros variáveis (baixas no início e se elevando ao longo do tempo) - que acabou resultando em um processo de estrangulamento financeiro do tomador de crédito. A securitização, que serviria para diluir riscos, na prática serviu para esconder riscos - títulos lastreados em hipotecas eram emitidos por instituições financeiras de grande porte, sendo tais ativos classificados como grau de investimento por uma agência de rating. Tais ativos, como resultado da globalização financeira, passaram a ser comprados por investidores de diferentes nacionalidades. Criaram-se, assim, novos instrumentos financeiros que não foram devidamente regulamentados pelas autoridades. Mecanismos de autorregulação mostraram-se falhos devido ao caráter pró-cíclico da tomada de risco - projetos que são considerados ruins na desaceleração são vistos como bons no boom cíclico.

A propagação e o aprofundamento da crise resultaram da incapacidade dos governos liberais darem conta das questões acima, o que pode explicar o caráter vacilante da intervenção governamental, pelo menos em um primeiro momento. Uma vez que a crise globalizada está instalada, não há saídas fáceis para enfrentá-las. Será que os liberais tupiniquins e globalizados aprenderão algo com a crise?

Fernando Ferrari Filho é professor titular da FCE/UFRGS e presidente da Associação Keynesiana Brasileira (AKB). Email: ferrari@ufrgs.br

Luiz Fernando de Paula é professor da FCE/UERJ e vice-presidente da AKB. E-mail: luizfpaula@terra.com.br