

10/01/2017

## Porque a grande crise não aconteceu

Por **Luiz F. de Paula**



Hyman Minsky, lançou em 1982 seu instigante livro "Can 'It' Happen Again?". O "it" neste caso era a "grande crise". Ele acreditava que embora economias capitalistas com sistemas financeiros desenvolvidos tenham uma tendência crescente de fragilidade financeira, a "grande crise" não iria acontecer em função da regulamentação do sistema financeiro então existente. Sabemos, contudo, que ela aconteceu em 2008 devido à combinação entre "grande moderação" e intensa desregulação financeira.

Minsky elaborou a "hipótese de fragilidade financeira", segundo a qual as flutuações cíclicas da economia resultam da maneira como as firmas financiam suas posições de carteira (empresas financiam seus ativos com obrigações com maturidade mais curta), com a fragilidade se elevando em períodos de crescimento devido ao aumento do número de agentes com posturas especulativas. Isto ocorre porque a própria dinâmica do processo de crescimento leva as firmas a serem tornarem crescentemente endividadas para expandir produção. Já os bancos têm um papel importante no comportamento do ciclo econômico, acomodando a demanda por crédito na fase expansionista, sancionando assim o declínio das margens de segurança dos agentes (diferença entre receitas esperadas e compromissos financeiros).

Unidades especulativas são aquelas que nos períodos iniciais de um projeto de investimento seus lucros esperados não são suficientes para pagar a totalidade do principal da dívida (compromissos de pagamento referentes às dívidas excedem a renda bruta esperada) e por isso necessitam de refinanciamento de parte das obrigações. Esse padrão de financiamento é típico de economias dominadas por euforia. Já as unidades Ponzi são um caso extremo de unidade especulativa: no futuro imediato seus lucros não são suficientes nem mesmo para pagar os juros devidos, tornando necessário tomar mais empréstimos. Uma economia em que predominam unidades especulativas e Ponzi, o

grau de fragilidade financeira é elevado, uma vez que qualquer choque na economia - como uma elevação mais acentuada na taxa de juros - pode levar a uma crise.

*Algum "alívio" só deverá vir com a redução dos juros diminuindo o peso de serviço da dívida*

Um estudo do Cemec ("Endividamento das empresas brasileiras") mostra que a economia brasileira está vivendo uma crise tipicamente minskyana: de 2013 para junho de 2016 a percentagem de companhias abertas (excluindo Petrobras) cuja geração de caixa não cobre as despesas financeiras da dívida aumentou de 29,6% para 54,9%, ou seja mais de 50% das S.A. são unidades Ponzi, em função dos efeitos combinados entre recessão, desvalorização cambial e elevação na taxa de juros.

Por outro lado, observa-se que o comprometimento de renda das famílias com o serviço da dívida crescendo de 18,4% em janeiro de 2005 para 46,2% em janeiro de 2015, no contexto de um vigoroso ciclo de crédito, vindo a declinar a partir de final de 2015, atingindo 42,8% em setembro de 2016, o que evidencia um gradual processo de desalavancagem em curso, em que famílias e empresas adiam gastos com consumo e investimento.

Neste contexto, há de se perguntar por que não se configura uma "grande crise financeira" no Brasil. A resposta não é trivial e requer que se considere dois fatores: a forte financeirização da economia brasileira e a forma de ajustamento do setor bancário no contexto da crise.

## Taxa de crescimento real do crédito

Crédito livre e direcionado, deflacionado pelo IGP



Fonte: BCB

Quanto a financeirização destaca-se a permanência de um circuito de "overnight" na economia brasileira para onde são canalizadas as aplicações de alta liquidez dos agentes (firmas, bancos e indivíduos), que compensam, ao menos parcialmente, as perdas nos fluxos de caixa. De fato, o crescimento dos saldos das LFTs (títulos indexados a Selic)

somada às operações compromissadas do Banco Central foi de 55% em termos reais de junho de 2014 e outubro de 2016.

Já no que tange ao comportamento do setor bancário, observa-se uma combinação entre aguda retração na oferta de crédito - a taxa de crescimento real em relação a 12 meses anteriores despenca a partir de meados de 2015 (ver gráfico) - acompanhado de maior seletividade no crédito (com maiores garantias e renegociação de dívidas) e forte aumento no spread bancário: 12,6% em dezembro de 2014 para 18,9% em outubro de 2016 para pessoas jurídicas, e 37,3% para 61,6% no mesmo período para pessoas físicas. Assim, os grandes bancos (cerca de 90% dos ativos do setor) mantêm sua lucratividade elevada em meio a crise econômica, canalizando o excesso de liquidez para aplicações em títulos públicos e compromissadas que rendem equivalente a taxa Selic, ao mesmo tempo em que lucram com as altas margens no crédito mesmo em um cenário de forte contração na sua oferta.

Assim, vivemos uma situação de "credit crunch" sem que se configure uma crise bancária. A economia brasileira, todavia, fica agonizando, face a elevada dívida dos agentes (inclusive governos) e forte redução na geração de caixa em meio a prolongada recessão. As medidas microeconômicas anunciadas recentemente pelo governo - renegociação de dívidas do BNDES, parcelamento de tributos e liberação de saques de contas inativas do FGTS - proporcionam algum alívio da dívida das empresas e famílias, mas estão longe de resolver o problema. Além disto seria fundamental restabelecer os fluxos de receita dos agentes.

Em tais circunstâncias, em que as agentes estão procurando se desalavancar, Minsky preconizava um papel ativo do que chamou de "Big Government": gasto governamental anticíclico para conter a tendência à deflação de dívidas que surge na crise. Mas dado o compromisso institucional do governo com um ajuste fiscal de longo prazo baseado na contenção dos gastos públicos é muito pouco provável que isto venha acontecer. Assim, algum "alívio" só deverá vir gradualmente com a redução dos juros diminuindo o peso de serviço da dívida. Logo, a economia ficará patinando por um bom tempo.

**Luiz Fernando de Paula é professor titular de Economia da UERJ e autor do livro "Sistema Financeiro, Bancos e Financiamento da Economia" (Campus).**

---