

# **A crise financeira internacional: sua natureza e os desafios da política econômica**

*José Luis Machinea*

**E**ste artigo examina as origens da crise financeira internacional, enfatizando a instabilidade do sistema financeiro como causa central dela. Ainda que a política monetária do início da presente década possa ter ajudado a gerar a bolha imobiliária, está longe de ter sido o fator determinante. Além disso, argumenta-se que a função de controlar o aumento excessivo do preço dos ativos corresponde melhor à política de regulamentação do que à taxa de juros. A esse respeito, propõe-se criar uma institucionalidade que facilite a implementação de políticas financeiras anticíclicas nos períodos de auge. Depois de examinar as características que deveriam ter as políticas econômicas dos países desenvolvidos, analisam-se os efeitos da crise internacional na conta corrente dos países da região e as dificuldades para aplicar políticas anticíclicas na ausência de um credor em escala global.

José Luis Machinea  
Diretor da Cátedra Raúl Prebisch,  
Universidade de Alcalá de Henares,  
Espanha,  
Ex-Secretário Executivo da CEPAL

✉ [jl.machinea@uah.es](mailto:jl.machinea@uah.es)

*"A sound banker, alas, is not one who foresees danger and avoids it, but one who, when he is ruined, is ruined in a conventional way along with his fellows, so that no one can really blame him".*

John M. Keynes (1931)

*"Most astonishingly, these now-doubtful techniques had previously been hailed as the cornerstones of modern risk management. Moreover, the turbulence proved greatest in countries whose supervision of credit risk had been thought to be the best in the world. Indeed, the regulatory standards and protocols of these countries were in the process of being emulated worldwide".*

Caprio, Demirgüç-Kunt e Kane (2008)

# I

## Introdução

No momento em que escrevo este artigo, o mundo continua imerso numa das piores crises econômicas do último século. O epicentro foi o colapso financeiro dos Estados Unidos, mas suas ondas expansivas alcançaram o sistema financeiro de parte da Europa. Embora as crises financeiras tenham uma história de vários séculos e nos últimos 200 anos o mundo tenha experimentado cerca de 300 de distinta magnitude e características, nenhuma delas teve a profundidade e o alcance da atual, com exceção da registrada no começo da década de 1930<sup>1</sup>. Além disso, em igualdade de condições em termos de respostas de política econômica, é muito provável que esta crise seja muito mais grave que aquela. Três fatores combinam-se para isso: a magnitude do mercado financeiro definido num sentido amplo, que supera várias vezes o produto dos países desenvolvidos (veja o quadro 1); a profunda interconexão das entidades financeiras no âmbito global e o grau de opacidade do sistema financeiro, que não tem paralelo na história.

Estes fatores explicam, ao menos em parte, como é possível que, de uma perda inicial estimada entre 300 e 400 bilhões de dólares no mercado de hipotecas *subprime* dos Estados Unidos, se tenha chegado a uma crise desta magnitude. Até o momento, as perdas de ativos originados em créditos do sistema financeiro dos Estados Unidos superariam 2,2 trilhões de dólares, ainda que o resultado final dependa da magnitude e duração da recessão.

Por sua vez, a crise gerou perdas no valor dos ativos, em especial os vinculados com o preço das ações e dos imóveis, equivalentes a aproximadamente 25% da riqueza mundial. O gráfico 1 mostra a magnitude das perdas no mercado de valores de Nova York em comparação com outras crises dos últimos 80 anos. No final de dezembro, perdas de aproximadamente 40% a 45% afetavam os mercados de valores das economias mais importantes do mundo e superavam 60% no caso da China. Esta queda da riqueza é, junto com a incerteza, um dos principais fatores que explicam o aprofundamento da recessão.

A atual crise financeira coloca diversos tipos de interrogações, que vão desde suas origens, suas particularidades e os fatores que a potencializaram, até o que se pode fazer para evitar seu aprofundamento e como evitar crises similares no futuro. Alguns destes temas são examinados no presente artigo que, depois desta introdução, contém uma segunda seção dedicada a analisar os fatores concorrentes e determinantes das crises financeiras, especialmente da crise atual. Dado que não existe um consenso a respeito das causas que as originam, nos pareceu oportuno apresentar (terceira seção) algumas explicações alternativas que, em muitos casos, são complementares. Na quarta seção examino alguns fatos que potencializaram a crise e que se relacionam com um longo debate sobre o risco moral e o risco sistêmico. Na quinta seção analiso o que poderia ser feito em matéria de políticas anticíclicas para reduzir a magnitude e duração da atual recessão internacional, pondo especial ênfase na capitalização dos bancos e na política fiscal. Na sexta seção descrevo de maneira muito estilizada os efeitos da crise na América Latina, as dificuldades para implementar políticas anticíclicas e a importância de contar com um credor de última instância no âmbito global. A última seção contém algumas reflexões finais.

□ O autor agradece os comentários de Álvaro Díaz, J.M. Fanelli, P. Gerchunoff, D. Heymann, D. Sotelsek e de um avaliador anônimo, assim como a valiosa assistência de Andrés F. Herrera.

<sup>1</sup> Reinhart e Rogoff (2008) registraram mais de 300 crises financeiras entre 1800 e a atualidade. Nas últimas décadas aumentou a frequência das crises (Bordo e Eichengreen, 2001); Laeven e Valencia (2008) enumeram 125 crises entre 1970 e 2007.

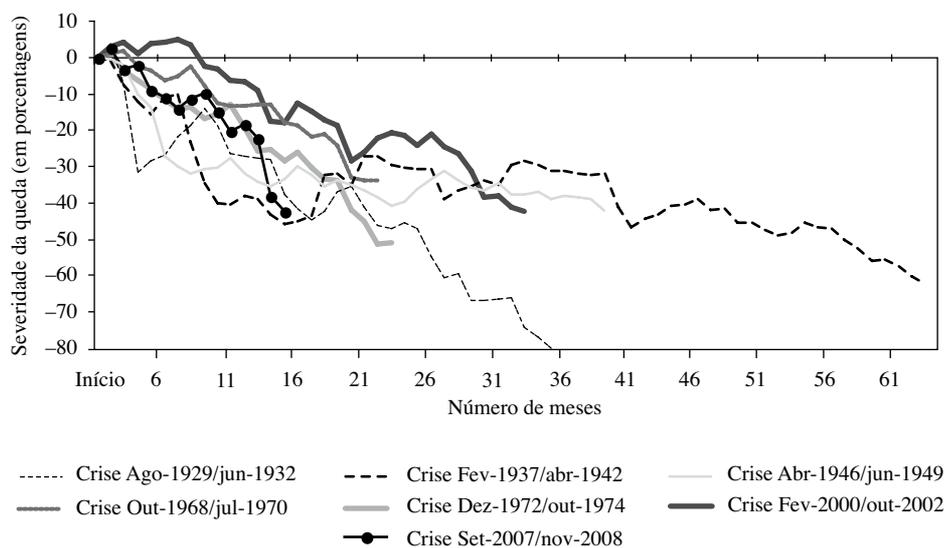
QUADRO 1

**Tamanho do mercado de capitais: alguns indicadores selecionados, 2007***(em trilhões de dólares, a menos que se indiquem outras unidades)*

	PIB	Capitalização da bolsa	Títulos de dívida			Ativos bancários	Títulos, ações e ativos bancários	Títulos, ações e ativos bancários (% do PIB)
			Pública	Privada	Total			
Mundo	54,5	65,1	28,6	51,2	79,8	84,8	229,7	421,1
União Europeia	15,7	14,7	8,8	19,4	28,2	43,1	86,1	548,8
Zona euro	12,2	10,0	7,6	15,4	23,0	30,1	63,5	520,1
América do Norte	15,2	22,1	7,4	24,0	31,5	13,8	67,4	441,8
Canadá	1,4	2,2	0,8	0,8	1,6	2,6	6,4	442,5
Estados Unidos	13,8	19,9	6,6	23,3	29,2	11,2	61,0	441,8
Japão	4,4	4,7	7,1	2,1	9,2	7,8	21,7	495,7

Fonte: Fundo Monetário Internacional (FMI), *Global Financial Stability Report. Financial Stress and Deleveraging-Macro-financial Implications and policy*, Washington, D.C., 2008.

GRÁFICO 1

**O mercado de valores durante as crises financeiras dos últimos 80 anos***(queda porcentual do índice Standard & Poor's 500, ajustada pela inflação)*

Fonte: elaboração própria com base em *Financial Times*, Standard & Poor's e R.J. Shiller, *Irrational Exuberance*, Princeton, Princeton University Press, 2000.

## II

### Fatores concorrentes e determinantes das crises financeiras

#### 1. Os fatores concorrentes

Dois elementos caracterizaram todas as crises financeiras: a existência de um sistema, o que implica a existência de uma rede mediante a qual os problemas se interconectam e afetam muitos atores, e a opacidade da informação, que faz com que os diferentes atores tenham distintos níveis de informação sobre a qualidade dos ativos e as características dos passivos dos intermediários financeiros (informação assimétrica).

Ambos os elementos tiveram especial relevância na crise atual. Nunca houve um sistema financeiro mais complexo e mais interconectado que o desenvolvido na etapa da globalização financeira. Uma manifestação disso é que em meados de 2008 a dimensão do mercado de derivativos alcançava 500 trilhões de dólares, ou seja, nove vezes o produto mundial<sup>2</sup>. Além disso, nada pode se igualar à opacidade que caracterizou o sistema financeiro nos últimos anos. Cada vez é mais difícil entender os diversos “veículos” e derivativos; o vocabulário utilizado se fez cada vez mais enigmático e se converteu num jargão de especialistas. Isso contribuiu para que a transparência das operações fosse cada vez menor<sup>3</sup>.

Em relação ao primeiro ponto, o exemplo mais notório foi o resgate da principal companhia de seguros do mundo, a American International Group (AIG), em outubro e novembro de 2008. Isso evitou um problema de solvência de várias entidades financeiras cujos empréstimos estavam garantidos pela AIG através dos mencionados CDS. Considerando a quantidade e o montante das operações seguradas (cerca de 450 bilhões de dólares, dos quais 55 bilhões eram hipotecas *subprime*) e o montante da ajuda (150 bilhões de dólares em dezembro de 2008), cabem poucas dúvidas de que esta instituição era insolvente.

O motivo pelo qual se auxiliou uma instituição insolvente foi tratar de evitar uma crise sistêmica,

já que a queda da AIG poderia ter arrastado várias entidades financeiras e criado uma situação de pânico. Sem dúvida, práticas como esta ou similares aumentam o risco moral, tema sobre o qual voltaremos mais adiante.

Em relação ao segundo ponto, não deve surpreender que a existência de informação assimétrica tenha sido determinante para que nas primeiras etapas da crise houvesse uma acentuada restrição do crédito, seja entre as entidades financeiras ou no mercado de títulos comerciais. O primeiro grande aumento do custo do crédito interbancário ocorreu em meados de agosto, depois de meses de queda do preço dos imóveis nos Estados Unidos e de 15 dias em que vários fundos de cobertura (*hedge funds*) foram à bancarrota; isso ocorreu apesar de os bancos centrais terem injetado enormes quantidades de recursos (veja o gráfico 2). Ninguém melhor que as instituições financeiras podia conhecer as características dos instrumentos de uso generalizado, saber que enfrentavam crescentes dificuldades e, ao mesmo tempo, estar a par da complicação que era avaliar a carteira de outras entidades.

Em poucas semanas, a informação assimétrica deu lugar à incerteza total: quando ocorrem fatos que mudam radicalmente a situação e destroem o que os agentes acreditavam saber, o problema não é só que alguns estão informados e outros não o estão, mas que ninguém tem informação<sup>4</sup>.

#### 2. Os fatores determinantes das crises: auge, euforia e caráter pró-cíclico do crédito

Embora as crises financeiras requeiram a existência de interconexões, assimetria da informação e, por último, uma grande dose de incerteza, cabe perguntar por que são geradas de forma recorrente. A resposta não é simples; por isso, não é de estranhar que haja distintas interpretações a esse respeito.

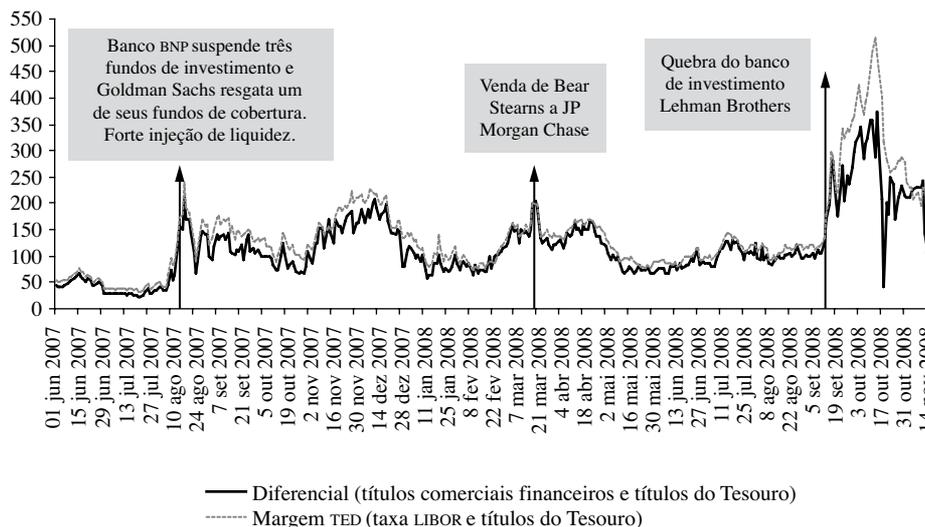
<sup>2</sup> Desta cifra, 55 trilhões eram swaps de risco de inadimplemento do devedor (*credit default swaps*).

<sup>3</sup> Para uma descrição detalhada e uma análise dos distintos instrumentos e veículos, veja Mizen (2008).

<sup>4</sup> Bagehot escreveu: “In England, after a great calamity, everybody is suspicious of everybody; as soon as that calamity is forgotten, everybody again confides in everybody” (Bagehot, 1920, pp. 124 e 125).

GRÁFICO 2

**Diferencial (*spread*) das taxas de juros (de três meses): LIBOR, títulos do Tesouro e títulos comerciais financeiros, 2007-2008**  
(Em centésimos de ponto percentual)



Fonte: elaboração própria com base em dados da Reserva Federal.

Nota: LIBOR = taxa de juros interbancária de Londres, margem TED = diferencial entre a taxa de juros que os bancos pagam e o rendimento dos títulos do Tesouro.

Uma distinção relevante entre as diversas explicações é o papel que cada uma atribui ao mercado e às políticas públicas. Para alguns, as crises financeiras são consequência dos erros vinculados à intervenção estatal, seja no nível microeconômico ou macroeconômico; para outros, são o resultado natural do funcionamento do sistema financeiro. Enquanto os primeiros consideram que o mercado deveria ter um papel protagonista, tanto no que diz respeito à prevenção das crises como à busca de soluções, os segundos insistem em que é necessário melhorar — e em muitos casos mudar totalmente — a natureza das regulamentações a fim de evitar, ou ao menos reduzir, o comportamento pró-cíclico do sistema. Como costuma suceder, há vários fatores concorrentes e, por certo, a crise atual não é uma exceção. No entanto, há alguns elementos que no nosso entender são dominantes e esses são os que examinamos adiante.

a) *Auge, euforia e caráter pró-cíclico do crédito*

Uma conhecida explicação dos períodos de bonança e crise econômica está vinculada ao comportamento do sistema financeiro e associada com

as ideias de Minsky e Kindleberger<sup>5</sup>. O argumento é que, à medida que avança a fase expansiva do ciclo, a qual é financiada por uma expansão do crédito, aumenta a confiança em que o auge haverá de continuar e isso aumenta a demanda e a oferta de crédito. A euforia e a expansão do financiamento geram uma bolha no preço de todos ou de alguns ativos, o que cria a sensação de que a compra desses ativos financiada por crédito é uma operação muito rentável. De fato, à medida que avança o auge, num número crescente de casos o aumento do preço será a única maneira de pagar o crédito. Nas palavras de Minsky: “um regime no qual há e se espera que continue havendo ganhos de capital é um ambiente favorável para se envolver em financiamento especulativo e Ponzi”<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> A esse respeito, veja Minsky (1972, 1975 e 1986) e Kindleberger e Aliber (2005). Bordo (2008) lembra que esta explicação tem suas raízes na tradição da economia monetária do século XIX e foi potencializada por Irving Fisher (1933).

<sup>6</sup> Minsky (2008) p. 210, tradução do autor. Fala-se de financiamento especulativo quando a renda só permite pagar os juros, mas não o capital; de financiamento Ponzi, quando a renda não é suficiente para pagar o capital e os juros. Em ambos os casos, os ganhos de capital são fundamentais para “sobreviver”.

O aumento do crédito, que muitas vezes ocorre no contexto de uma política monetária acomodatória, se potencializa durante a fase de expansão mediante uma maior alavancagem do sistema financeiro, isto é, pelo aumento da relação entre ativos e patrimônio<sup>7</sup>. Historicamente, este foi o resultado de inovações menos demandantes de capital, incluindo o surgimento de novos intermediários, o que deu lugar a uma menor participação dos bancos de depósitos no setor financeiro. O caso extremo é o dos Estados Unidos, onde os ativos financeiros em poder dos bancos de depósitos tradicionais representam menos de 25% do total de ativos das instituições financeiras (veja o gráfico 3)<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> Esta maior alavancagem que Minsky observou na fase expansiva do ciclo foi corroborada por Reinhart e Rogoff (2008).

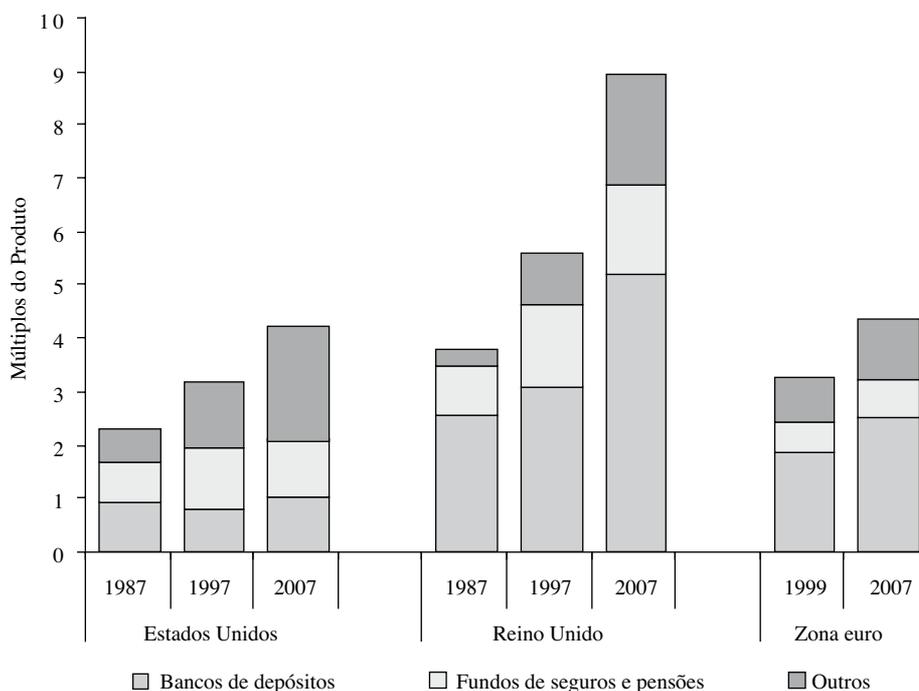
<sup>8</sup> Embora a dimensão que outros intermediários financeiros alcançaram seja inédita, não o é sua existência e relevância. Há 100 anos, as dificuldades dos fundos fiduciários (*trust funds*) e dos agentes de Bolsa foram cruciais para explicar os momentos mais críticos da crise financeira de 1907 e sua resolução favorável (Bruner e Carr, 2007).

A maior alavancagem vai debilitando o sistema financeiro, já que o capital fica cada vez mais exposto a pequenas perdas dos ativos. Dado que a variação da alavancagem é pró-cíclica, esta alcança seu valor máximo no momento em que o preço dos ativos começa a diminuir. Portanto, nesta etapa intensificam-se os efeitos da queda de preços e, com isso, da menor capacidade de pagamento dos devedores; dessa maneira, o impacto na solvência do sistema é bastante acentuado.

Os problemas de solvência são potencializados por outra característica do período de expansão. Considerando que as taxas de juros de curto prazo são usualmente inferiores às de longo prazo, as entidades financeiras costumam financiar o otimismo do auge mediante o aumento de suas obrigações de curto prazo. Uma excessiva disparidade contribui para torná-las muito vulneráveis às mudanças de humor do mercado, já que os investidores tendem a reduzir seu financiamento quando começam a observar dificuldades relacionadas com a qualidade dos ativos. A crescente falta de liquidez afeta a solvência do sistema na medida

GRÁFICO 3

**Tamanho e distribuição dos ativos financeiros**  
(Em múltiplos do produto)



Fonte: Fundo Monetário Internacional (FMI), *Global Financial Stability Report. Financial Stress and Deleveraging. Macro-financial Implications and policy*, Washington, D.C., 2008.

em que as entidades devem liquidar ativos a “preços de liquidação” para fazer frente às suas obrigações. A magnitude do impacto na solvência depende de vários fatores, entre eles o tamanho da bolha e a existência de um credor de última instância que resolva os problemas de liquidez e evite que a queda de preços dos ativos seja muito pronunciada.

Na opinião de Minsky, a instabilidade é uma característica do capitalismo financeiro moderno e está vinculada com as expectativas que em grande medida se nutrem do passado, gerando comportamentos especulativos e Ponzi. Por que, então, os períodos de auge não terminam sempre em crise, como parece se depreender da lógica do modelo? Há várias respostas, que vão desde o tamanho da bolha até os fatores detonantes das crises, mas um elemento de especial relevância é a existência nas recessões de políticas anticíclicas que se manifestam por meio de déficits fiscais mais elevados (em parte mediante estabilizadores automáticos) e do financiamento do sistema financeiro, cujo papel costuma superar o de credor de última instância. São estas políticas as que evitariam o agravamento da recessão e o surgimento de situações de pânico. A esse respeito, Minsky adverte que essa capacidade das políticas anticíclicas estaria

em risco se for mantida a tendência a uma excessiva liberalização do sistema financeiro e a uma crescente participação de outros intermediários financeiros<sup>9</sup>.

Esta visão, que depende da formação de expectativas baseadas no passado recente, tem escassos pontos de contato com a das expectativas racionais; além disso, no contexto destas últimas é difícil imaginar mudanças tão repentinas no comportamento dos agentes econômicos como as que caracterizam as crises, em especial quando esta mudança de expectativas não obedece a variações significativas da conduta prevista do setor público.

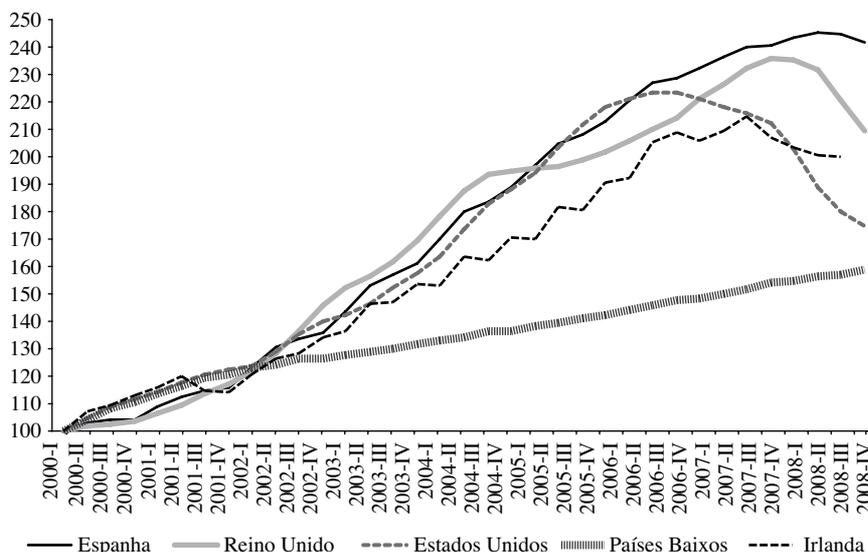
#### b) A crise de 2007-2008

A teoria analisada no capítulo anterior ajusta-se razoavelmente bem ao comportamento do mercado financeiro dos últimos anos e, em particular, ao acentuado aumento do preço da moradia nos Estados Unidos e em vários países europeus (veja o gráfico 4). A queda do preço das propriedades foi o detonador da crise, já que deixou em evidência a má qualidade

<sup>9</sup> A respeito, veja Minsky (1986, caps. 2, 3 e 4) e a excelente introdução de Papadimitriou e Wray para a edição de Minsky de 2008.

GRÁFICO 4

#### Países selecionados: evolução do preço da moradia, 2000-2008 (Dados trimestrais: 2000-I = 100)



Fonte: elaboração própria com base em dados do Ministério de Habitação da Espanha, Banco da Inglaterra, Standard and Poor's, Statistics Netherlands e Department of the Environment, Heritage and Local Government da Irlanda.

dos créditos *subprime*, que em 2006 representavam um montante anual de 600 bilhões de dólares e equivaliam a 20% do total de créditos hipotecários nesse país. À medida que os preços foram diminuindo, este fato afetou o segmento “não *subprime*” do mercado hipotecário.

Para complicar a situação, à euforia que costuma acompanhar os períodos de auge adicionaram-se os modelos utilizados para avaliar o risco. Estes tinham dois defeitos: por um lado, em vários países, mas muito especialmente nos Estados Unidos, se baseavam em informação dos últimos cinco anos, um lapso demasiado breve porque pode refletir só uma fase do ciclo; por outro, o fato de que estes modelos supõem que as ações empreendidas com base neles não influem, como na física, nas variáveis que se tenta prever. Acentuam-se assim os movimentos “em manada” e não é possível distinguir entre as mudanças pontuais e os movimentos sistêmicos. Em outras palavras, as crises não podem ser explicadas mediante modelos de risco que supõem que o mundo é estacionário: nos períodos de crise, os parâmetros que definem os processos estocásticos não são estáveis e, portanto, os modelos baseados em tais processos não servem para calcular os riscos (Fanelli, 2008 e Heymann, 2007)<sup>10</sup>.

Obviamente, a supervisão foi inadequada, não só porque não se exigiram modelos cujos pressupostos fossem mais razoáveis, mas também porque se permitiu a utilização de artifícios para assumir riscos excessivos e aumentar a alavancagem<sup>11</sup>. As razões da supervisão deficiente parecem ter sido várias, desde os baixos salários e a ausência de capacidade apropriada nos organismos pertinentes, até a tentativa de favorecer a concorrência global das entidades financeiras locais. No entanto, o fator mais relevante foi um enfoque que contribuiu para aumentar a autorregulação, ao priorizar a responsabilidade das entidades financeiras, as quais neste caso escolheram os modelos que foram funcionais para sua estratégia de expansão.

Em meados de 2007, quando a queda do preço dos imóveis começou a afetar os ativos dos intermediários financeiros e a gerar nervosismo no mercado, adquiriu relevância o outro fator antes mencionado: a volatilidade do financiamento bancário como resultado da substituição dos depósitos por colocações no mercado de capitais e, o que é muito

mais grave, por valores comerciais de curto prazo<sup>12</sup>. De fato, a importância dos depósitos nas obrigações dos bancos diminuiu durante as últimas décadas: em 1980 representavam 70% dos passivos e em 2008 só 40% (FMI, 2008b).

Acudir aos mercados monetários (*money markets*) e mercados de capitais é uma tendência dos últimos anos que se explica pelas facilidades vinculadas à obtenção de créditos em montantes elevados sem ter que incorrer em custos administrativos (entre outros, sucursais, salários e publicidade). Quando esta tendência se complementava com a mencionada securitização das hipotecas, o quadro se consumava: evitava-se o “problema dos depósitos”, potencializava-se a alavancagem e se eludia a responsabilidade em matéria de qualidade dos créditos<sup>13</sup>.

Cabe fazer um último comentário sobre a distorção dos incentivos na concessão de créditos ocasionada pela securitização dos ativos. O fato de passar do banco ao mercado como elemento central da diversificação do risco tem claras vantagens em matéria de liquidez e, além disso, permite diversificar o risco além de uma área geográfica determinada, incluídas as fronteiras do país em questão. Isso supõe que a informação é suficientemente transparente para que os investidores estejam a par dos riscos do “pacote” que estão comprando, um princípio que esteve longe de ser cumprido. Além disso, substituir o banco pelo mercado gera algumas questões, já que, se todos são produtos “enlatados”, qual seria a vantagem de conhecer o cliente, que foi um dos principais fatores por trás do surgimento dos bancos? Além disso, se o conhecimento dos clientes não afeta a rentabilidade de uma entidade financeira, onde estaria o incentivo a conceder bons créditos?

A sensação de que algo andava mal com os ativos de algumas entidades financeiras, em especial os apoiados por hipotecas de baixa qualidade, surgiu com toda intensidade entre maio e agosto de 2007, quando vários *hedge funds* enfrentaram grandes perdas e as agências classificadoras de risco reduziram a qualificação dos títulos garantidos por hipotecas de diversa qualidade.

<sup>12</sup> Um caso paradigmático desta tendência foi o do banco Northern Rock, nacionalizado em setembro de 2007. Veja Milne e Wood (2008).

<sup>13</sup> Nas operações com SIV, os bancos costumavam se comprometer a fornecer liquidez ou a retomar o crédito caso houvesse problemas de solvência; por isso, as entidades iniciadoras ficavam com uma responsabilidade que acabaria afetando-as. Além disso, em alguns casos deste tipo de investimentos terminou-se por comprar os títulos que o banco proprietário havia vendido inicialmente (Mizen, 2008).

<sup>10</sup> Para uma resenha e avaliação do uso dos modelos de risco, veja Sotelsek e Pavón (2008).

<sup>11</sup> O *special investment vehicle* (SIV) foi o caso mais notório desta prática.

A incerteza manifestou-se no mercado de valores comerciais de curto prazo apoiados por ativos, que em poucos meses se reduziu à metade (veja o gráfico 5). A consequência foi uma forte redução da liquidez de todos os bancos que haviam acudido a este mercado, sem distinção da qualidade da carteira de cada um deles. Assim como a solvência de algumas entidades financeiras afetou a liquidez do sistema, inicialmente pela assimetria de informação e crescentemente pela incerteza generalizada, a falta de liquidez potencializou os problemas de solvência delas.

Em síntese, a excessiva alavancagem, o aumento dos passivos de curto prazo e a crescente importância das entidades financeiras não reguladas adequadamente se converteram numa mistura perigosa e difícil de manejar.

Por último, um comentário sobre as remunerações dos executivos dos bancos, especialmente no mundo desenvolvido<sup>14</sup>. Durante os últimos anos, essas remunerações foram o resultado dos lucros

<sup>14</sup> Há 40 anos, Galbraith (1967) alertava para a crescente importância que haviam adquirido os executivos, cujos objetivos eram distintos dos objetivos dos acionistas.

de curto prazo e, em muitos casos, da quantidade de operações realizadas. Os diversos “veículos” e a crescente alavancagem eram funcionais ao aumento da rentabilidade de curto prazo e, por conseguinte, das remunerações, sem importar suas repercussões no médio e longo prazo. Além disso, a receita das agências classificadoras de risco dependia dos intermediários que solicitavam sua avaliação a fim de colocar seus instrumentos, com o que eram, ao mesmo tempo, juiz e parte no processo. Considerando os resultados, parece que foram mais parte que juiz.

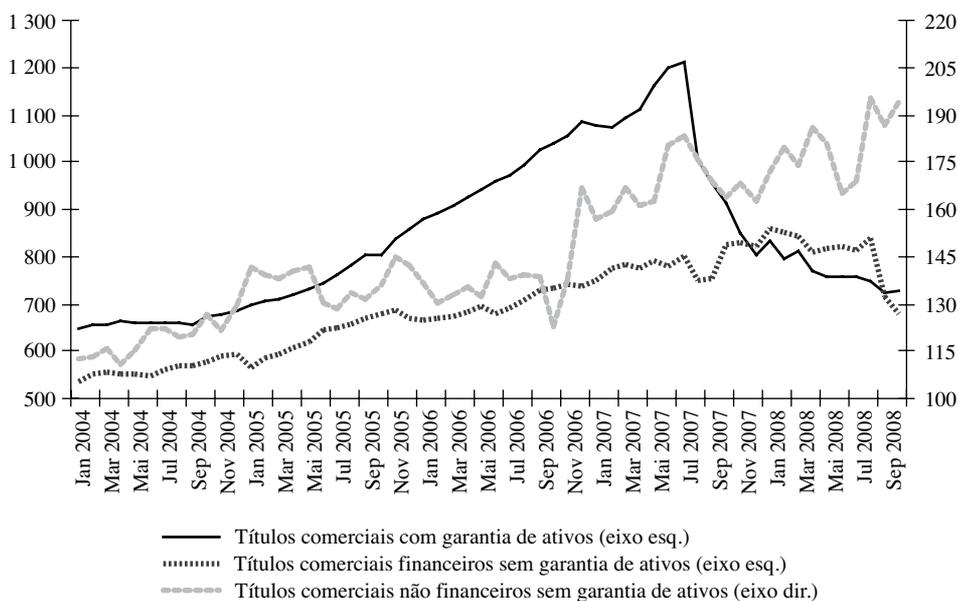
A remuneração dos executivos e o papel das agências classificadoras de risco foram mais que funcionais a um modelo baseado na exposição excessiva aos riscos. Embora não se possa dizer que eles provocaram a bolha e a crise financeira, sem dúvida a potencializaram até níveis desconhecidos.

Como costuma acontecer, não houve apenas um fator explicativo da crise financeira atual. Quem poderia sustentar que a política de manter baixas taxas de juros durante um tempo demasiado prolongado nos anos 2001 a 2004 não afetou a situação posterior? Antes de examinar este e outros argumentos quanto à responsabilidade que cabe às políticas econômicas

GRÁFICO 5

**Títulos comerciais com garantia de ativos e títulos comerciais financeiros e não financeiros sem garantia de ativos**

(Em bilhões de dólares, dados mensais e ajustados estacionalmente)



Fonte: elaboração própria com base em dados da Reserva Federal.

na crise, um breve comentário relacionado justamente com a falta de incentivos à implementação de políticas anticíclicas durante o período de auge.

*c) A economia política do “eterno” auge*

Em um período de bonança econômica, a pró-ciclicidade do crédito, o crescimento do produto acima da tendência e a bolha do mercado de ativos, em particular no preço da moradia, são “boas notícias”. Portanto, é difícil encontrar críticas ao processo. Não somente os bancos estão contentes, mas também os empresários que veem aumentar sua demanda e que podem ter acesso a créditos mais baratos, isso para não falar daqueles que podem ter acesso à sua primeira moradia ou a uma segunda e os possuidores de ativos, que observam com satisfação sua riqueza aumentar de forma ininterrupta. Nesse ambiente, o governo não pode deixar de se sentir eufórico: graças à situação econômica, há uma maioria da população que aprova sua gestão e isso lhe permite ganhar eleições. Dadas estas circunstâncias, quem se anima a arruinar a festa?

Provavelmente, alguns analistas terão objeções a esse respeito, mas muitos outros escreverão sábios artigos mostrando que o aumento do nível de atividade econômica acima da tendência obedece ao fato de que

a mudança tecnológica aumentou a produtividade de forma mais ou menos permanente; que o preço das propriedades ainda é baixo considerando as variações na demanda das famílias, que decidiram ter dois imóveis ou, como indicado em repetidas oportunidades em vários países em desenvolvimento, que o preço das propriedades continua sendo muito mais baixo que em... Paris ou Roma! Também haverá quem justifique o déficit elevado em conta corrente, seja porque este “é o resultado” da forte demanda de investimento (ainda que ela se oriente aos bens não comerciáveis) ou porque obedece à maior poupança do resto do mundo, que alguém “deve” absorver para manter o equilíbrio mundial.

Enfim, nos períodos de bonança há uma economia política muito favorável aos excessos. Não é à toa que o clamor pela aplicação de políticas anticíclicas se escute insistentemente em épocas de recessão, mas pouquíssimas vezes nas fases expansivas do ciclo. Por isso, há razões para desconfiar da capacidade de regular os ciclos<sup>15</sup>; assim, o mais conveniente parece ser reduzir a liberdade dos governantes mediante a introdução de certas regras anticíclicas. Não nos escapa o fato de que estas medidas seguramente serão difíceis de impor; no entanto, esta é a conjuntura para fazê-lo.

### III

## Uma explicação alternativa: os erros das políticas monetária e financeira

Há duas linhas de argumentação que enfatizam os erros de política econômica como fatores explicativos das crises financeiras. A primeira sublinha o manejo da política monetária; a segunda tem fundamentos microeconômicos e se concentra na rede de segurança —seja implícita ou explícita— do sistema financeiro, que reduz o custo da crise para os atores (bancos e investidores).

#### 1. A política monetária

De acordo com este enfoque, a crise atual obedeceu a uma política monetária excessivamente expansiva da Reserva Federal do final de 2001 até dezembro de 2004, que se manifestou em taxas de juros inferiores a 2%

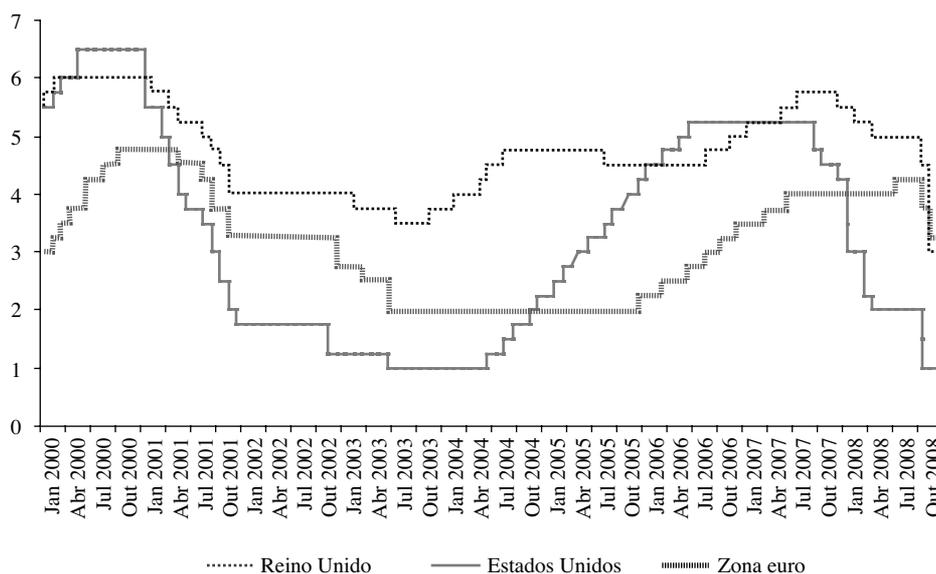
para os fundos federais. Embora a União Europeia e o Reino Unido tenham aplicado uma política similar, a redução das taxas foi menos acentuada e o período de taxas baixas menos prolongado (veja o gráfico 6).

Sob uma óptica mais estrutural, pode-se argumentar que a política de baixas taxas de juros foi o resultado de um excesso de fundos “emprestáveis” no mercado internacional, produzido: i) pela política da China de maximizar as exportações e acumular

<sup>15</sup> Veja, por exemplo, Gerchunoff (2008, p. 1), que afirmou: “do exame dessas falhas se pode aprender para o futuro, mas as crises são inerentes a um mundo capitalista que se sustenta sobre os *animal spirits* e a um mundo democrático que se sustenta sobre a esperança do progresso social”.

GRÁFICO 6

**Taxas de juros das operações de mercado aberto da Reserva Federal, Banco Central da Europa e Banco da Inglaterra, 2000-2008**  
(Em porcentagens)



Fonte: elaboração própria com base em dados do Banco da Inglaterra, Reserva Federal e Banco Central da Europa.

reservas internacionais; ii) pela política de autosseguro mediante a acumulação de reservas aplicada pelo Brasil, China, Federação da Rússia, República da Coreia e vários países em desenvolvimento; e iii) pela política de acumulação de recursos em fundos soberanos dos países petrolíferos. Este aumento da poupança no “resto do mundo” seria a contrapartida da baixa taxa de poupança dos Estados Unidos e explicaria o déficit em conta corrente deste país que, surpreendentemente, pôde combinar assim uma redução da poupança com uma diminuição das taxas de juros (Roubini, 2005, e Eichengreen, 2005). Embora esta interpretação seja correta do ponto de vista da abundância de fundos “emprestáveis” nos mercados internacionais, deve ser matizada com o fato de que, excluídos os Estados Unidos, não se registrou um aumento da taxa de poupança global, já que o aumento desta nos países mencionados foi compensado mediante a diminuição da poupança no resto do mundo, sobretudo no Japão e Europa. Além disso, no resto da Ásia, com exceção da China, o que se observou nos últimos anos é que o

“excesso de poupança” obedeceu basicamente a um menor investimento<sup>16</sup>.

Por razões estruturais, de política monetária ou ambos, as baixas taxas de juros foram funcionais a uma expansão excessiva do crédito. No entanto, a ênfase neste argumento deve ser ponderada. Em primeiro lugar, tal como mostra o gráfico 6, apesar de a redução de taxas dos bancos centrais da Europa e do Reino Unido ter sido inferior à diminuição da taxa de juros da Reserva Federal, também se produziu uma bolha no preço das moradias de vários países europeus. Além disso, embora na Europa tenha havido menos hipotecas *subprime* que nos Estados Unidos, isso poderia se dever a uma regulamentação mais adequada ou, provavelmente, a que a maior profundidade do mercado hipotecário dos EUA contribuiu para “esgotar” as possibilidades de hipotecas *prime* antes que em outros países.

<sup>16</sup> Veja Eichengreen (2005).

Em segundo lugar, a crise atual não pode ser atribuída a uma restrição da oferta monetária como assinalaram Friedman e Schwartz (1963) em relação ao período 1929-1932. Embora desta vez, como então, tenha havido uma acentuada redução do multiplicador bancário, o aumento da base monetária o compensou com folga<sup>17</sup>.

Por último, cabe perguntar se o fato de manter baixas as taxas de juros no curto prazo durante um período relativamente prolongado de tempo pôde ter provocado a bolha no preço dos imóveis e a crise posterior. Sem dúvida, deve ter incidido, sobretudo porque pode haver gerado expectativas de que a política monetária não “permitiria” uma recessão e que, portanto, o preço de certos ativos continuaria subindo. No entanto, as taxas de juros a médio e longo prazo diminuíram substancialmente menos (veja o gráfico 7), de modo que seria difícil justificar a racionalidade de uma entidade financeira que decidisse conceder um empréstimo hipotecário em 30 anos porque a taxa de juros no curto prazo é muito baixa. Talvez tenha sido uma maneira de assegurar três anos de taxas baixas nos créditos hipotecários a fim de entusiasmar os compradores com escassos conhecimentos financeiros, mas não se pode supor que as instituições financeiras extrapolaram essa situação a médio e longo prazo. Ou será que alguém considerou que as baixas taxas de juros não faziam parte da política anticíclica e que, portanto, não subiriam na fase expansiva do ciclo? Além disso, por que continuou a expansão creditícia em 2005 e grande parte de 2006, em circunstâncias que a Reserva Federal estava elevando aceleradamente as taxas de juros, enviando claros sinais de que o período de taxas baixas havia chegado ao fim? Mais que na política monetária, a resposta deve ser buscada no fato de que o incentivo para aumentar os créditos não era a rentabilidade em longo prazo da entidade financeira, mas o bônus de fim de ano ou o prêmio por operação realizada.

Resumindo, é possível que o fato de haver mantido baixas taxas de juros durante um período prolongado de tempo tenha influenciado no comportamento dos atores, mas dificilmente se pode afirmar que esta seja a causa fundamental da bolha que se produziu no mercado

<sup>17</sup> Na década de 1930, a diminuição do multiplicador deveu-se ao aumento da demanda de meio circulante em relação aos depósitos bancários (Bernanke, 2000), enquanto na crise atual foi consequência do extraordinário aumento das reservas dos bancos. Nos Estados Unidos, em julho de 2008 as reservas representavam 5,4% do meio circulante em poder do público, enquanto em novembro de 2008 esta cifra se elevou para 79,3%.

habitacional dos Estados Unidos e vários países europeus. Em todo caso, o erro da política econômica desse período foi não haver atuado em conformidade com a “exuberância irracional dos mercados”, mas não é evidente que esta deveria ter sido uma tarefa da política monetária. Se a taxa de juros já tem o objetivo de controlar a taxa de inflação e, ao menos nos Estados Unidos, de regular o nível de atividade econômica, parece um pouco exagerado agregar-lhe a função adicional de controlar a bolha no preço dos ativos. A atitude razoável teria sido a de utilizar outro instrumento; o mais óbvio está vinculado à regulamentação do sistema e, em particular, às maiores exigências de capital durante o período de auge.

## 2. A rede de segurança

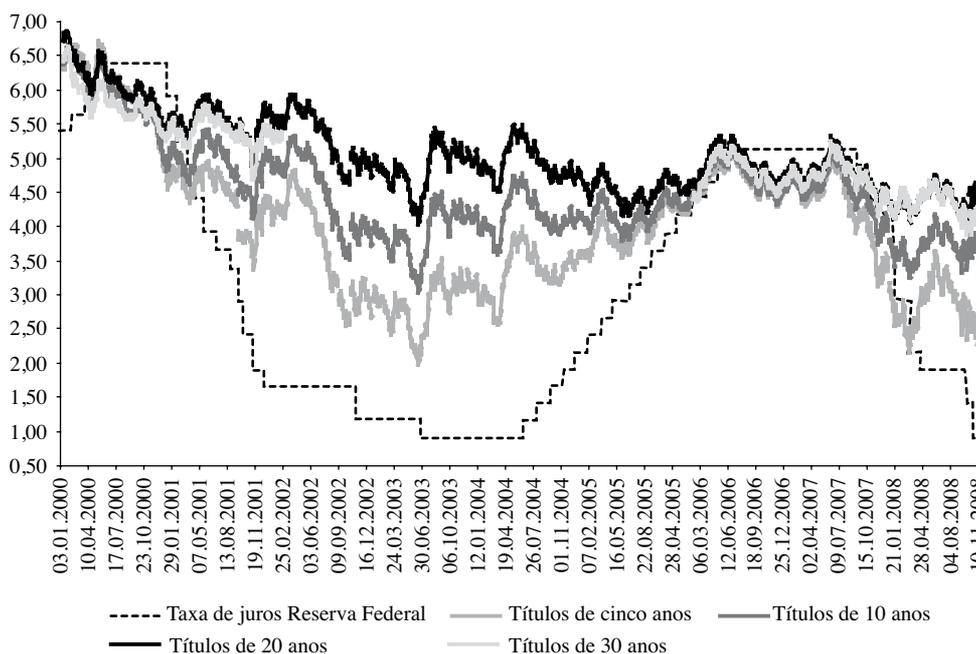
Uma segunda explicação relacionada com as políticas públicas incorretas é a que o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial sustentaram tradicionalmente. A ideia central é que a presença “excessiva” de redes de segurança públicas evita o efeito disciplinador do mercado e, portanto, gera atitudes demasiado perigosas. Em relação à crise atual, este enfoque se encontra num artigo de três analistas do Banco Mundial (Caprio, Demirgüç-Kunt e Kane, 2008), que argumentam que um dos problemas da crise foi o fato de que a inadequada regulamentação e supervisão não seguiu o ritmo das inovações financeiras. No entanto, na tradição dos documentos do Banco Mundial, a ênfase é atribuída à existência de subsídios explícitos ou implícitos concedidos através da rede de segurança dos países.

As crises seriam, portanto, consequência de uma estrutura de incentivos que estimula a ideia de que, em caso de dificuldades, as autoridades socorrerão os acionistas e investidores das entidades financeiras. Isto é, os riscos excessivos assumidos durante os períodos de auge obedecem ao fato de que os atores não acreditam que o mercado irá castigá-los, dada a presença “providencial” do setor público. Isto é o que se conhece como risco moral<sup>18</sup>. Exemplo disso, segundo os autores, seria o resgate de Bear Stearns

<sup>18</sup> Num mundo de expectativas racionais e de equivalência ricardiana, se esperam uma operação de resgate (*bail out*) do setor público, os agentes econômicos deveriam reduzir seus gastos em um montante similar ao custo da intervenção estatal, isto é, ao aumento da dívida e, com isso, dos impostos futuros. Em outras palavras, o risco moral incentivará a assumir mais riscos, mas ao mesmo tempo gerará uma redução da demanda, dois efeitos que no extremo poderiam se compensar, ao menos quanto a seus efeitos no ciclo.

GRÁFICO 7

**Estados Unidos: taxa de juros das operações de mercado aberto da Reserva Federal e rendimento dos títulos do Tesouro**  
(Em porcentagens)



Fonte: elaboração própria com base em dados da Reserva Federal.

durante a última crise, quando o que havia eram problemas de insolvência; a atitude adequada teria sido, seguindo a lógica dos autores, a liquidação de Lehman Brothers<sup>19</sup>. De acordo com este enfoque, não se trataria de reduzir a exposição aos riscos mediante regulamentações, mas que o mercado penalizasse os que se equivocam, o que implicaria reduzir o tamanho da rede de segurança, seja explícita ou implícita.

Há dois conceitos em torno dos quais se concentra esta discussão: risco sistêmico e risco moral. Em geral, o que gera riscos sistêmicos é a ausência de informação perfeita sobre a solvência e a liquidez das entidades financeiras, ainda que também possam ocorrer na presença dessa informação perfeita, já que “pode ser um comportamento racional retirar os depósitos de uma entidade financeira solvente se pensarmos que ela pode deixar de sê-lo como consequência de que os outros depositantes “corram” para os depósitos

dessa entidade. Neste caso, há expectativas racionais condicionadas ao comportamento dos demais agentes, cujo nível de informação é desconhecido” (Machinea, 2002, p. 14).

A história nos mostra que depois da crise de 1930 é difícil encontrar situações de crise financeira aguda que não tenham conduzido a uma intervenção significativa das autoridades econômicas.<sup>20</sup> Isto é, deu-se prioridade ao risco sistêmico sobre o risco moral (Goodhart, 1999). A razão é óbvia: uma crise sistêmica pode gerar custos elevados em termos de queda do produto e aumento do desemprego, enquanto os custos relacionados com o risco moral não parecem tão consideráveis ou, ao menos, aparecem como distantes no tempo. Além disso, com o objetivo de reduzir o risco moral das intervenções públicas, utilizaram-se usualmente duas estratégias: i) aplicar a “discrecionabilidade construtiva”; ii) evitar o resgate dos acionistas dos

<sup>19</sup> Algo similar argumenta Bordo (2008). No entanto, é difícil entender o impacto sobre o risco moral no caso dos acionistas, já que estes perderam pouco mais de 90% do preço que as ações tinham um ano antes.

<sup>20</sup> Por “intervenções significativas” entendemos aquelas que superam a garantia dos depósitos para proteger os pequenos depositantes desinformados. Na atualidade, as corridas sobre as entidades financeiras costumam ser lideradas pelos grandes depositantes.

bancos. A primeira implica que o banco central não é explícito a respeito de sua política com relação às entidades financeiras que estão com problemas.

No entanto, a estratégia de reduzir o risco moral castigando os acionistas apresenta a dificuldade de que em várias entidades financeiras grandes a direção costuma ser bastante independente. Em particular, os executivos que recebem bônus extraordinários relacionados com os lucros de curto prazo em geral não são afetados pelo castigo aplicado aos acionistas.

Em síntese, se preservarmos os dois princípios enunciados previamente, parece difícil que banqueiros e investidores assumam tantos riscos quando a probabilidade de serem resgatados é substancialmente inferior a um e os lucros devem ser avaliados em relação a uma perda de 100% do capital.

A esse respeito, argumentou-se que, se o risco sistêmico é resultado da assimetria de informação,

pode-se resolvê-lo mediante uma maior transparência, de tal maneira que as corridas para certas entidades financeiras sejam o resultado dos efeitos depuradores do mercado e não da confusão dos poupadores a respeito da solvência delas<sup>21</sup>. Considerando os custos de obter informação individual e interpretá-la, a solução seria o assessoramento de especialistas que teriam claras economias de escala. Este é o papel que deveriam cumprir, por exemplo, as agências de classificação do risco. O papel que estas desempenharam em várias das últimas crises, sobretudo na atual, nos permite omitir uma discussão mais profunda sobre o tema.

Cabe mencionar que nos anos 90 vários países da região reduziram significativamente as redes de segurança, enquanto aumentava o fluxo de informação no mercado. A eliminação das redes de segurança se manteve durante o tempo que levou até se apresentar a crise<sup>22</sup>.

## IV

### A propagação da crise: a prioridade do risco moral

No começo de setembro de 2008 havia uma considerável restrição creditícia e dificuldades para conseguir créditos interbancários, embora o prêmio sobre os títulos do Tesouro dos EUA no mercado de valores comerciais e no interbancário fosse inferior à média dos 12 meses anteriores (veja o gráfico 2). O desaparecimento de Bear Stearns mediante sua aquisição por J.P. Morgan havia confirmado a percepção de que algumas entidades financeiras eram demasiado grandes para cair, incluindo os bancos de investimento. Os credores recuperaram o dinheiro e os únicos castigados foram os acionistas, que recuperaram menos de 10% do valor que as ações tinham um ano antes. Evitou-se dessa maneira o aprofundamento do risco sistêmico, mas evitando o risco moral dos acionistas.

A situação mudou radicalmente em 15 de setembro, após a liquidação do banco de investimento Lehman Brothers; calcula-se que, como consequência disso, as perdas do sistema financeiro em seu conjunto alcançariam 500 bilhões de dólares. Os mercados entenderam que qualquer intermediário podia quebrar, independentemente de seu tamanho, com os consequentes efeitos no sistema. Ante esse sinal, espalhou-se o pânico e os mercados de crédito se

fecharam. No mercado interbancário, a taxa de juros subiu 175 pontos em 10 dias e 350 em um mês sobre o rendimento dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos (veja o gráfico 2); no mercado de valores comerciais ocorreu algo similar. Tudo indica que se esteve a horas do fechamento dos mercados financeiros.

A lição, certamente nenhuma novidade, é que disciplinar o mercado em meio a uma crise financeira é, mais que um erro, um desatino. Pode ser que a quebra do Lehman Brothers tenha permitido ordenar outros atores, como demonstra o fato de que nesse mesmo dia se concluiu a operação de venda do Merrill Lynch. Porém, em todo caso, nos dias seguintes foi evidente que, embora o remédio tenha surtido efeito para disciplinar alguns bancos de investimento, o fez a um custo extraordinariamente alto para a estabilidade do sistema. Se havia alguma dúvida a respeito do que privilegiar em uma crise, se o risco sistêmico ou o risco

<sup>21</sup> A esse respeito, veja Calomiris e Gorton (1990) e Calomiris e Powell (2000).

<sup>22</sup> Para uma visão crítica destas reformas na Argentina, veja Machinea (1996) e Rozenwurcel e Bleger (1997).

moral, é provável que a quebra do Lehman Brothers fique na história como o episódio que terminou com o debate... ao menos por um tempo.

Obviamente, subsiste o problema do risco moral, mas não pode ser eliminado sob pena de pôr em risco

a economia mundial. Embora se possa argumentar que o colapso obedeceu a causas estruturais subjacentes, além do Lehman Brothers, não cabe dúvida de que sua liquidação aumentou a probabilidade de que a crise se aprofundasse.

## V

### Do resgate das entidades financeiras ao resgate da economia

A busca de uma resposta à indagação do que seria necessário para sair da crise ocupou muitos economistas e políticos durante os últimos meses; dessa busca surgiram diversas propostas a esse respeito. No entanto, além da necessidade de reformular o funcionamento do sistema financeiro internacional, as respostas foram convergindo em dois elementos que deveriam, segundo nossa opinião, ser impulsionados no curto prazo: restabelecer “certos níveis” de crédito e impulsionar a demanda mediante a política fiscal.

#### 1. O crédito e o sistema financeiro

Para restabelecer certos níveis de crédito é necessário, mas não suficiente, reduzir a incerteza em torno das entidades financeiras. Por conseguinte, as medidas adotadas a partir de meados de setembro tenderam a regenerar a liquidez e a solvência destas instituições. Isso exigiu uma forte intervenção dos setores públicos em montantes tão elevados que eram inimagináveis até esse momento.

Concretamente, para melhorar a liquidez o setor público decidiu garantir as obrigações das entidades financeiras, com algumas variantes entre os países, aumentando o montante de garantia dos depósitos (ou eliminando-o em casos extremos) e avaliando os créditos interbancários e as colocações nos mercados de capitais. Graças a estas medidas, diminuiu o custo do passivo das entidades financeiras e se restabeleceu grande parte de sua liquidez.

No entanto, o aumento da liquidez não se traduziu em um aumento do crédito ao setor privado, o que obedece a três motivos. Em primeiro lugar, entre as entidades financeiras ainda persiste certa incerteza a respeito da renovação de seus passivos, ainda que a situação tenda a se normalizar. Isso as obriga a manter um nível de liquidez mais elevado do que o

habitual, o que se manifesta no mencionado aumento das reservas dos bancos. Esta é uma variante da armadilha da liquidez, já que impede que a política monetária seja capaz de reduzir as taxas de juros dos empréstimos ao setor privado<sup>23</sup>.

O segundo motivo é a perda de capital dos bancos e, portanto, a necessidade de restabelecer a relação entre capital e ativos. O terceiro seria a incerteza a respeito da solvência dos eventuais clientes, num contexto em que a recessão se aprofunda.

Para resolver, ou ao menos atenuar, o problema de solvência das entidades financeiras, as medidas do setor público consistiram inicialmente em comprar os ativos contaminados e, de forma crescente, capitalizar essas instituições mediante contribuições estatais. O problema com esta medida é a dificuldade para estimar a qualidade da carteira em plena recessão e, portanto, determinar a contribuição de capital necessária. Dadas as notícias que aparecem quase diariamente na mídia no sentido de que vários bancos já auxiliados requerem novas contribuições de capital, é preciso tomar uma decisão final que reduza significativamente a incerteza. Uma primeira alternativa, que funcionou nos países nórdicos no começo dos anos 90, é a nacionalização transitória dos bancos. A segunda seria que o setor público comprasse os “ativos maus” (*bad bank*) das entidades financeiras, mas a dificuldade está em definir o preço: se optarmos pelo preço de mercado, isto não soluciona o problema; porém, se optarmos pelo valor nominal, equivale a dar um presente aos bancos com dinheiro dos contribuintes<sup>24</sup>. Uma solução intermediária seria adquirir os ativos a um

<sup>23</sup> Veja em Krugman (2008) uma maneira engenhosa de demonstrar a importância das políticas fiscais neste contexto.

<sup>24</sup> Esta alternativa é semelhante a garantir parte dos ativos existentes dos bancos.

preço superior ao do mercado, mas estipulando que o banco favorecido se obrigue a pagar, com parte de seus lucros futuros, a diferença entre esse valor e o que finalmente se recupere<sup>25</sup>. Nesse caso, e no período de emergência, considerando que a dívida seria paga com lucros, haveria que excluí-la do cálculo do patrimônio líquido da entidade<sup>26</sup>. Outra alternativa é criar um novo banco com os “ativos bons” (*good bank*) das instituições bancárias existentes. Os credores (exceto os depósitos garantidos) e os acionistas dos bancos remanescentes só receberiam o que pudessem recuperar dos “ativos maus” mais a diferença (se fosse positiva) entre os “ativos bons” e os depósitos garantidos que passem ao novo banco (Buitter, 2009). Embora esta opção seja a de menor custo fiscal no curto prazo, também é a que gera maior incerteza devido às numerosas perdas em que incorreriam os credores não garantidos. Se não for tomada uma decisão no curto prazo, as perdas crescentes deixarão como única alternativa a terceira das mencionadas.

Em parte por causa da insuficiência de capital, mas também devido aos outros dois fatores mencionados anteriormente, sobretudo a incerteza vinculada com a recessão, a Reserva Federal —numa ação impensável até há poucos meses, ainda que não inédita na história financeira— decidiu emprestar diretamente ao setor privado, participando na compra de títulos comerciais<sup>27</sup>. Por sua vez, no começo de 2009 o Banco da Inglaterra anunciou que garantiria parte dos créditos orientados às pequenas e médias empresas. Isto é, de credores de última instância os bancos centrais passaram a ser os únicos credores.

Infelizmente, a hiperatividade atual não compensa a falta de ação anterior com relação ao controle do sistema financeiro e à bolha imobiliária. Além dos custos extraordinários do pacote de ajuda, é difícil que as medidas financeiras restabeçam o crescimento.

<sup>25</sup> A administração da carteira poderia ser oferecida ao próprio banco. O incentivo é óbvio: quanto mais recupera, menos terá que pagar.

<sup>26</sup> Obviamente, esta não pode ser uma prática habitual, mas poderia ser utilizada durante o período de emergência.

<sup>27</sup> Embora seja pouco usual, a história nos mostra alguns fatos similares. Por exemplo, Bagehot cita as palavras de um diretor do Banco da Inglaterra na crise de 1825: “Nós emprestamos de todas as formas possíveis e de uma maneira não utilizada até então; mantivemos ações em garantia, compramos notas do Tesouro, não só descontamos diretamente depósitos de dinheiro, mas também adiantamos dinheiro em quantias nunca vistas; em resumo, por qualquer meio compatível com a segurança do Banco...” (Bagehot, 1920, p. 52). Em 1970, depois do colapso da companhia ferroviária Penn Central, a Reserva Federal concedeu créditos a empresas não financeiras tomando como garantia títulos comerciais.

Seu objetivo central é evitar a depressão devido ao fechamento de bancos e ao desaparecimento do crédito. Uma coisa é evitar o “desaparecimento” do crédito e outra seu restabelecimento em níveis normais. Além de ser preciso exercer pressão adicional sobre as entidades financeiras que são auxiliadas pelo setor público para que voltem a emprestar, e de que o Estado poderia garantir alguns créditos novos, tudo indica que o processo de restabelecimento do crédito aos níveis normais levará um tempo considerável. A esse respeito, não só incidem os fatores de oferta mencionados, mas também o fato de que os eventuais mutuários solventes dificilmente estarão dispostos a endividar-se para comprar bens duráveis ou para investir neste clima de incerteza. Isso representa um obstáculo adicional para a política monetária, já que à armadilha da liquidez se acrescenta outro dos fatores enfatizados por Keynes: a escassa elasticidade do gasto a respeito da taxa de juros num clima de depressão<sup>28</sup>.

## 2. A necessidade de um impulso fiscal

Como consequência do analisado na seção anterior, é preciso aumentar o déficit fiscal como mecanismo para estimular a demanda. Isso não implica desconhecer a relevância das políticas monetárias, incluídas as reduções adicionais da taxa de juros. Do contrário, o crédito e a confiança entrariam em colapso e não haveria medidas fiscais suficientes para evitar uma grande depressão.

Cabe assinalar que antes da crise atual havia certo consenso, ao menos nos Estados Unidos, no sentido de que a melhor maneira de conduzir a política anticíclica era mediante os estabilizadores fiscais automáticos e a política monetária<sup>29</sup>. Isto é, excluía-se a política fiscal discricionária com base em algumas evidências históricas e argumentos que foram centrais na discussão dos anos 60 e 70 entre monetaristas e keynesianos, tais como o tempo que levava para aplicar as políticas fiscais desde o momento em que se faziam necessárias até sua execução (diagnóstico, preparação, apoio do

<sup>28</sup> O menor efeito da taxa de juros na demanda não significa que sua redução não gere um aumento da renda disponível. O caso mais óbvio é a relação entre as taxas do Banco Central da Europa e a Euribor, à qual a maioria dos créditos hipotecários estão indexados.

<sup>29</sup> Os Estados Unidos foram um dos poucos países onde a política monetária desempenhou este papel em distintas oportunidades; em outros lugares, o objetivo explícito da inflação (*inflation targeting*) em sua visão “extrema” impediu em algumas circunstâncias que a política monetária exercesse um papel anticíclico.

Congresso, licitação), a “expulsão” do setor privado como consequência do aumento das taxas de juros e a existência, como resultado das teorias da renda permanente ou do ciclo de vida, de um multiplicador fiscal mais baixo<sup>30</sup>.

Contudo, a magnitude da crise atual, sua duração esperada e, em particular, a escassa ou nula eficácia da política monetária numa situação como a presente terminaram com várias dessas objeções (Taylor, 2008b, e Blinder, 2008). A discussão parece ter-se concentrado agora no tipo de estímulo fiscal; os “monetaristas” recomendam reduzir os impostos da maneira mais generalizada possível ou aplicar subsídios, em ambos os casos com caráter permanente (Taylor, 2008b). Creio que decidir por soluções deste tipo seria um erro, porque não é o momento de adotar medidas permanentes que requerem um maior tempo de discussão e porque é preciso focalizar os recursos, por razões de equidade e eficiência, nos setores mais afetados pela crise. Dizemos “eficiência” e não só “equidade” porque esses são os setores em que as restrições de liquidez são determinantes para as decisões de gasto. Os países desenvolvidos estabeleceram um canal que atua como estabilizador automático: o seguro-desemprego. A ideia é que este se converta em algo mais que um estabilizador automático; para isso, se poderia aumentar de forma excepcional o montante ou o tempo de recebimento do subsídio. Outras medidas complementares poderiam ser subsidiar a hipoteca de alguns devedores (desempregados e de menores recursos) e financiar obras públicas locais que, em geral, são de menor tamanho e de mais rápida execução. A estas poderíamos acrescentar medidas fiscais que incentivem o consumo presente em relação ao consumo futuro. O que deve ficar claro é que neste caso a eficiência não deve ser avaliada pela “qualidade” do gasto, mas em função de seus efeitos na demanda global e segundo a rapidez com que se execute o gasto (FMI, 2008a).

As medidas assinaladas não deveriam incluir uma redução tributária, dado que num ambiente de crise e incerteza é provável que um menor pagamento de impostos não se traduza num aumento significativo do

gasto, em especial porque é difícil focalizar a diminuição de impostos nos setores de menores recursos ou nos mais afetados pela crise. Infelizmente, as negociações políticas conduzem de maneira crescente a essa dinâmica. Seria um grave erro aumentar a dívida nestas circunstâncias, sem estar seguros dos efeitos que isso provocará na demanda.

Em síntese, é preciso um incentivo fiscal de grandes proporções, com amplas repercussões na demanda e que se materialize o mais rapidamente possível. Embora às vezes pareça difícil encontrar um estímulo fiscal que possa compensar a acentuada queda do consumo e investimento privado, não se trata de inverter a tendência no curto prazo, mas encontrar um piso para a recessão, que poderia ajudar a mudar as expectativas.

Para aumentar significativamente a demanda global, é necessário um esforço coordenado, que inclua tanto os países desenvolvidos como os países em desenvolvimento. A esse respeito, vale a pena recordar que na saída da recessão de 2001 os países em desenvolvimento tiveram um papel-chave, já que eles explicam mais de 60% do crescimento mundial dos últimos anos. Obviamente, a China e a Índia foram os atores principais desta nova realidade. No entanto, a capacidade de implementar políticas anticíclicas dos países em desenvolvimento é, com algumas exceções, muito mais reduzida que a dos países desenvolvidos.

Cabe fazer dois comentários finais. Por um lado, se alguns dos grandes países desenvolvidos e em desenvolvimento não cooperarem nesta tarefa, haverá menos possibilidades de êxito e, além disso, ocorrerá um problema de iniquidade: num mundo globalizado de economias mais abertas, os que não participarem se beneficiarão do esforço dos demais. Por outro, não se trata só de aumentar o gasto, mas de evitar que as políticas fiscais contenham cláusulas mais ou menos encobertas de “compre produtos nacionais”. Embora estas facilitem a aprovação dos pacotes fiscais, têm dois problemas. O primeiro é que se corre o risco de iniciar uma política protecionista cujas consequências o mundo já experimentou na década de 1930, mas que em nossos dias seriam muito maiores. O segundo é que os países em desenvolvimento seriam os mais afetados, tanto pelo protecionismo como pelo fato de que as políticas anticíclicas, conforme analisamos na próxima seção, serão mais relevantes nos países desenvolvidos.

<sup>30</sup> Veja, por exemplo, Feldstein (2002), Auerbach (2002), Taylor (2000 e 2008a) e Blinder (2004), ainda que este último assinale que a política fiscal seria necessária em “situações extremas”.

## VI

## Os países em desenvolvimento: necessidades e restrições da América Latina

### 1. Avaliação da situação

Como não podia ser de outra maneira num mundo globalizado, os países em desenvolvimento começaram a sofrer os efeitos da crise financeira. Na América Latina eles se manifestam por meio de dois canais: o real e o financeiro<sup>31</sup>.

Pelo “canal real”, o México e os países da América Central estão sendo afetados pela queda das exportações industriais e das remessas, assim como pela redução do turismo e do investimento estrangeiro direto (IED). A redução de preços dos produtos básicos tem um maior impacto na América do Sul e, em menor medida, no México; no entanto, a redução do preço do petróleo favorecerá a América Central (CEPAL, 2008a e 2008b).

O quadro 2 sintetiza vários efeitos da crise na conta corrente dos países da região. O quadro foi elaborado a partir da conta corrente de 2008, com os ajustes que são consequência da crise financeira internacional (“fatores exógenos”). Isto é, não leva em conta os ajustes internos (taxa de câmbio e nível de atividade) que seriam necessários caso não se pudesse financiar o maior déficit em conta corrente. Supõe-se que não há variações nas importações totais, o que é compatível com uma taxa de crescimento de 3% se o investimento diminuir acentuadamente ante as expectativas negativas e a ausência de financiamento<sup>32</sup>. As variações exógenas refletem as variações previstas: i) nos preços de exportação e importação, ii) no volume das exportações industriais, iii) nas remessas, iv) na receita do turismo e v) em alguns países, na menor renda enviada ao exterior a título de exploração dos recursos naturais. Para todas estas variáveis utilizam-se duas alternativas, que se apresentam no anexo. Os resultados mostram a magnitude do problema: na hipótese menos pessimista, o déficit

em conta corrente aumenta em média 3,3 pontos do produto, até 4%, superando o registrado no período 1997-1998 (veja o quadro 2). Na alternativa um pouco mais pessimista alcança 5,1% do PIB. Para complicar a situação, prevê-se uma forte queda do investimento estrangeiro direto, com o que se reduz uma das fontes menos instáveis de financiamento da conta corrente. Na hipótese menos pessimista (25% de diminuição) o IED líquido seria equivalente a 1,6% do produto da região em seu conjunto. Isso implica uma necessidade de financiamento de 91 bilhões de dólares (138 bilhões na hipótese mais pessimista), 68% dos quais se concentram em dois países: Brasil e México (veja o quadro 2).

A isso haveria que acrescentar os vencimentos da dívida externa, que de acordo com distintas estimativas alcançariam 120 bilhões de dólares, o que perfaz um total de 210 bilhões. Financiar este desequilíbrio não será fácil, já que as repercussões da crise pelo “canal financeiro” se manifestam no aumento do risco-país (veja o gráfico 8). De fato, há vários países sem acesso ao crédito internacional (Argentina, Equador e República Bolivariana da Venezuela). Além disso, vai ser difícil renovar os vencimentos do setor privado, já que isso suporia uma normalização do mercado financeiro em relação ao último trimestre de 2008, período em que a saída de capitais privados se traduziu em fortes desvalorizações. Estas afetaram o passivo das empresas privadas, embora o efeito mais significativo tenha sido o “desaparecimento” do crédito, o que deixou muitas delas à beira do inadimplemento (*default*) e com créditos de muito curto prazo<sup>33 34</sup>.

A falta de financiamento internacional adicional afetará, dependendo das características de cada país e das medidas de política econômica que se adotem, as reservas internacionais, a taxa de câmbio real e o nível de atividade econômica. Isto é, a falta de

<sup>31</sup> Considerando que neste número da *Revista de la cepal* há um artigo em que se discute especificamente o impacto da crise na América Latina, aqui se oferece uma versão estilizada de alguns fatos.

<sup>32</sup> Se as importações de bens de capital —que representam aproximadamente 25% das importações totais— diminuíssem 15%, isso daria margem a que as importações de outros produtos aumentassem 5%, o que é compatível com um crescimento de 3%.

<sup>33</sup> A situação é ainda mais crítica em vários países da Europa Oriental e Ásia, em particular a Federação da Rússia. A esse respeito, veja J.P. Morgan (2008).

<sup>34</sup> Cabe mencionar que várias empresas, sobretudo no Brasil e México, haviam especulado no mercado de derivativos contra uma desvalorização da moeda local, o que produziu perdas consideráveis em várias delas e em alguns casos a quebra.

QUADRO 2

## América Latina: saldo em conta corrente e requisitos de financiamento adicional

	Em porcentagens do PIB				Em milhões de dólares	
	2008	2009 hipótese 1 <sup>a</sup>	2009 hipótese 2 <sup>a</sup>	Média 1997-1998	2009 hipótese 1: saldo ajustado da conta corrente	2009 hipótese 1: necessidades de financiamento corrente líquido do IED
Argentina	3,7	-1,4	-2,4	-4,5	-4 027	-352
Bolívia (Est. Plur. da)	14,8	6,8	5,6	-7,4	942	0
Brasil	-2,0	-3,4	-3,7	-3,7	-45 450	-30 450
Chile	-3,3	-9,7	-9,6	-4,7	-16 507	-8 130
Colômbia	-3,0	-4,6	-5,8	-4,6	-9 794	-3 311
Costa Rica	-9,0	-9,6	-10,9	-3,7	-2 606	-1 205
Equador	3,2	-7,3	-10,8	-5,4	-3 558	-3 033
El Salvador	-6,4	-7,8	-9,4	-0,8	-1 636	-1 308
Guatemala	-5,3	-7,1	-8,3	-5,0	-2 449	-1 872
Haiti	-2,7	-3,9	-5,3	-1,2	-245	-222
Honduras	-13,2	-14,7	-15,2	-3,5	-1 878	-1 204
México	-1,5	-4,0	-5,2	-2,9	-41252	-31 433
Nicarágua	-29,7	-28,5	-28,3	-22,0	-1 684	-1 384
Panamá	-10,0	-9,2	-10,5	-7,2	-1 949	-599
Paraguai	-2,6	-14,7	-14,5	-4,8	-1 882	-1 725
Peru	-4,8	-8,6	-9,1	-5,8	-10 108	-5 233
Rep. Dominicana	-13,6	-14,4	-15,4	-1,3	-6 191	-4 316
Uruguai	-4,3	-4,0	-4,3	-1,7	-1 026	0
Venezuela (Rep. Bol. da)	16,6	1,3	-3,2	-0,4	3 213	0
América Latina	-0,7	-4,0	-5,1	-3,7	-148 087	-91 306

Fonte: elaboração própria (veja o anexo).

<sup>a</sup> O saldo em conta corrente de 2009 está expressado em termos do PIB de 2008. Veja no anexo os pressupostos de ambas as hipóteses.

financiamento poderá ser compensada, ao menos parcialmente e por um tempo limitado, com uma diminuição das reservas internacionais. Se isso não bastar, os outros dois instrumentos para ajustar o desequilíbrio externo serão a desvalorização da taxa de câmbio real e uma diminuição do nível de atividade econômica. No último trimestre de 2008 foi possível observar uma combinação de mudanças simultâneas destas três variáveis.

Embora não se tenha realizado um exercício que mostre os efeitos da crise nas contas públicas, devido à estreita relação entre o preço dos produtos básicos de exportação e a receita fiscal, prevê-se uma queda considerável desta última (Jiménez e Tromben, 2006). Como elemento compensador, haverá uma redução dos fortes subsídios para a energia, que em 2008 chegaram a representar mais de um ponto do produto em vários países. Segundo a Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL, 2008b), em 2009 o aumento do déficit fiscal alcançará cerca de 1,5% do produto. Embora a estimativa possa ser um pouco otimista, não cabe dúvida de que, em comparação com outras crises, as diferenças em matéria de solvência fiscal, por sorte, são assombrosas.

Para enfrentar a crise, será então necessário implementar políticas anticíclicas destinadas a compensar a diminuição da demanda (externa e interna) e financiar o desequilíbrio externo e o déficit fiscal. Como é natural, ambas as problemáticas estão claramente inter-relacionadas.

## 2. As políticas anticíclicas

Cabe perguntar o que podem fazer os países em desenvolvimento, em especial a América Latina, para implementar políticas anticíclicas. Em princípio, bem menos que o mundo desenvolvido<sup>35</sup>.

Em primeiro lugar, os canais mediante os quais se pode aumentar a ajuda aos setores mais afetados pela crise não são evidentes, entre outras coisas porque na maioria dos países em desenvolvimento não existe um seguro-desemprego ou, ao menos, um seguro que funcione eficazmente e cuja cobertura seja adequada. Portanto, além de canalizar um maior

<sup>35</sup> Há exceções; a mais notável é a China, cujo extraordinário nível de poupança e de reservas internacionais permite levar adiante políticas expansivas.

número de recursos para os programas contra a pobreza e de realizar obras públicas em localidades pequenas, é premente buscar outras vias para chegar aos setores médios que estão sendo afetados pela crise (por exemplo, continuidade da cobertura de saúde existente durante um certo período e um subsídio mais elevado por filho).

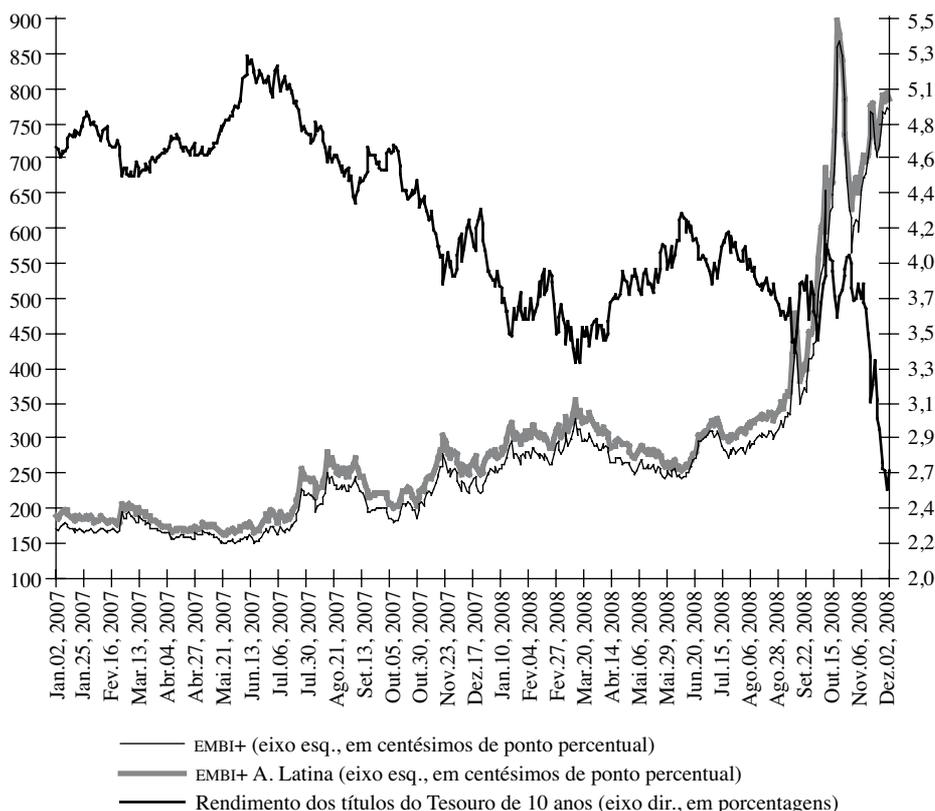
Em segundo lugar, e isto é mais relevante, em épocas de crise existe uma clara assimetria macroeconômica entre os países desenvolvidos e em desenvolvimento. Esta se manifesta no comportamento das taxas de juros, já que os investidores buscam refúgio nos ativos dos países desenvolvidos e “fogem” das moedas dos países em desenvolvimento. A consequência é que, enquanto as taxas de juros se reduzem nos primeiros, aumentam no mundo em desenvolvimento. A crise atual é o exemplo mais extremo disso. Enquanto o risco-país da média dos países emergentes aumentou aproximadamente 445 pontos básicos entre o começo

de junho e o fim de dezembro de 2008, o rendimento dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos diminuiu 145 pontos básicos no mesmo período (veja o gráfico 8). De maneira similar, enquanto as moedas dos países em desenvolvimento se depreciam, as dos países desenvolvidos tendem a se valorizar.

Os efeitos da situação assinalada no parágrafo precedente são mais ou menos óbvios. A saída de capitais, que se produz como consequência da maior incerteza, dificulta a implementação de políticas monetárias anticíclicas. Isto não significa que não haja margem para reduzir as taxas de juros, dadas as menores pressões inflacionárias e o aumento, em muitos casos exagerado, dessas taxas durante os primeiros nove meses de 2008. Por sua vez, o aumento do custo do crédito, ou seu virtual “desaparecimento” em certas circunstâncias, torna muito mais difícil a aplicação de políticas fiscais anticíclicas. No entanto, a situação é bastante heterogênea, em parte devido a políticas

GRÁFICO 8

#### Evolução do EMBI+ e do rendimento dos títulos do Tesouro dos Estados Unidos de 10 anos, 2007-2008



Fonte: elaboração própria com base em dados da Reserva Federal e J.P. Morgan.

Nota: EMBI+ = Índice de títulos de mercados emergentes (*Emerging Markets Bond Index*)

do passado recente que dificilmente mudarão nesta conjuntura<sup>36</sup>. Em um extremo encontra-se o Chile, que tem capacidade para implementar políticas fiscais anticíclicas graças aos recursos que poupou na época de acentuado superávit fiscal, ainda que seu déficit em conta corrente deva ser fonte de preocupação. No outro estão Argentina, Equador e República Bolivariana da Venezuela, com um risco-país superior a 1.500 pontos, que é equivalente a não ter acesso ao crédito. Outros países, embora tenham possibilidades de se endividar, o farão a taxas bem mais elevadas que as dos últimos anos<sup>37</sup>. Portanto, com diferenças entre países, a possibilidade de implementar políticas fiscais anticíclicas estará comprometida<sup>38</sup>.

### 3. O financiamento dos organismos de crédito

Nessas circunstâncias, a ausência de um credor internacional de última instância adquire mais relevância que nunca. A esse respeito, o anúncio da Reserva Federal de uma linha de crédito contingente para o Brasil e México é um passo na direção correta; no entanto, o problema maior é o daqueles países que, apesar de um comportamento macroeconômico responsável, não poderão ter acesso a financiamento especial porque não são “estratégicos” para os Estados Unidos. É por isso que se requer um credor de última instância que gere incentivos orientados a reduzir os grandes desequilíbrios e a proteger o nível de atividade econômica. Seguramente, este será um FMI renovado, que desembolsará montantes significativos de recursos com prontidão e que, em situações de mudanças abruptas dos mercados de capitais, o fará sem condicionamentos, ao menos no caso dos países que mostrem um comportamento macroeconômico responsável<sup>39</sup>. Não fazê-lo a tempo implica que os recursos que deveriam ajudar a deter a corrida do mercado cambial, evitando as desvalorizações acentuadas e contribuindo para sustentar a demanda, isto é, servindo de mecanismo anticíclico, podem terminar financiando a saída de capitais.

O apoio multilateral deve ser complementado com as redes regionais que em todo o mundo desempenham um papel cada vez mais relevante<sup>40</sup>. São complementares porque, embora as redes regionais sejam muito mais eficientes para chegar em tempo e forma com a ajuda, ao menos na América Latina, dificilmente possuem os recursos necessários para financiar os países de maior tamanho relativo num contexto de fortes perturbações<sup>41</sup>.

Além das diferenças quanto à capacidade de implementar políticas anticíclicas entre os países em desenvolvimento, há uma realidade que é comum a todos eles e aos “recentemente desenvolvidos” como a República da Coreia: desde a crise asiática, estes países mantiveram uma política de autosseguro caracterizada pelo aumento das reservas internacionais e a criação de fundos soberanos. Em conformidade com isso, vários destes países tiveram superávit em conta corrente, o que contribuiu para a oferta de fundos “emprestáveis” no âmbito global. Se o que se necessita agora é aumentar a demanda para apoiar a recuperação econômica, é razoável pensar que se debilitará a conta corrente destes países, realidade que será potencializada em alguns deles pela queda dos preços de seus produtos de exportação. Portanto, não só do ponto de vista estrutural, mas também sob uma óptica conjuntural, é preciso eliminar o incentivo ao autosseguro como consequência do mau funcionamento do sistema financeiro internacional<sup>42</sup>.

Por último, e voltando aos requisitos financeiros de 2009 e seguramente de 2010, a ausência de financiamento internacional pode condenar a região, em especial os países de menor tamanho relativo, a um ajuste desproporcional. Supondo certa normalização do crédito privado, é preciso com urgência um financiamento líquido de ao menos 70 bilhões de dólares anuais (em termos brutos cerca de 90 bilhões) provenientes dos organismos financeiros ou dos países desenvolvidos<sup>43</sup>. Obviamente, a cifra aumenta quanto mais difícil for o acesso ao crédito.

<sup>36</sup> Veja Gerchunoff (2008).

<sup>37</sup> Brasil e México terão, além disso, possibilidades de acesso à linha de crédito contingente de 30 bilhões anunciada pela Reserva Federal.

<sup>38</sup> No entanto, vários países já anunciaram medidas anticíclicas. Para uma boa síntese, veja CEPAL (2009). Nos próximos meses comprovaremos a capacidade de implementar estes anúncios.

<sup>39</sup> No caso dos países de renda média-baixa, seriam necessárias taxas concessionais. Veja Griffith-Jones e Ocampo (2008).

<sup>40</sup> Veja Ocampo (2006).

<sup>41</sup> Machinea e Titelman (2007) analisam a potencialização das instituições regionais na América Latina.

<sup>42</sup> Obviamente, este mecanismo não modificará o incentivo da China ou da Federação da Rússia a acumular reservas internacionais, já que a estratégia destes países obedece a outro tipo de considerações.

<sup>43</sup> O Instituto de Finanças Internacionais prevê que em 2009 esses organismos desembolsarão somente 8 bilhões de dólares líquidos na América Latina.

## VII

### Reflexões finais

Nos anos anteriores à crise que começou em 2007 e se aprofundou em 2008, a economia mundial teve uma elevada taxa de crescimento. Nesse período, o setor financeiro cresceu junto com a globalização e as inovações que contribuíram para expandir os mercados de capitais, para potencializar a criação de novos intermediários e instrumentos e, sobretudo, para reduzir em termos relativos o capital do setor financeiro em seu conjunto. Foi também uma época em que os lucros dos intermediários financeiros aumentaram de forma exponencial, passando de 5% do lucro total das empresas listadas na Bolsa de Nova York em 1980 para 40% em 2007.

Esta “explosão” da atividade financeira favoreceu o crescimento de certos setores, em particular a compra de bens duráveis e a construção, mas o fez —especialmente nos últimos 10 anos— às custas de seu crescente enfraquecimento estrutural. Este não é um fenômeno novo, já que ocorreu em muitas ocasiões nos dois últimos séculos, em particular durante os últimos 40 anos. Neste documento examinamos os principais fatores causadores da crise, insistindo na instabilidade própria do sistema financeiro, que se agravou nos últimos anos por causa das políticas de desregulamentação excessiva. Além disso, argumentamos que o instrumento adequado para corrigir a exuberância do sistema e seus efeitos no mercado de ativos não é a taxa de juros, mas as regulamentações financeiras.

Também examinamos o que poderia ser feito para diminuir a magnitude da recessão e evitar a combinação de depressão e deflação que ameaça a economia mundial. A esse respeito, é maior a responsabilidade dos países desenvolvidos, não só por terem sido os causadores da crise, mas também porque os bancos com problemas se encontram em seu território e porque têm maiores possibilidades de implementar políticas anticíclicas. Além de acelerar a implementação das medidas, é preciso atuar da forma mais concludente possível, tanto em relação ao pacote de estímulo fiscal como à capitalização dos bancos. As demoras e “insuficiências” podem custar anos de recessão, agravando os problemas futuros do endividamento do setor público. Em outras palavras, seria melhor endividar-se um pouco mais agora para evitar uma recessão prolongada que perpetue a

tendência ao crescimento da dívida pública, tal como foi o caso do Japão nos últimos anos.

Quanto aos bancos, em alguns países as alternativas vão se reduzindo. Se não for obtida uma solução definitiva mediante a nacionalização transitória ou a compra dos “ativos maus”, com todos os problemas que isso acarreta, começará a predominar a opção de criar entidades novas com base nos “ativos bons” dos bancos existentes e de seus depósitos garantidos, deixando os “ativos tóxicos” e os passivos garantidos na antiga entidade. Embora esta última alternativa seja menos onerosa do ponto de vista fiscal, contribuirá para aumentar a incerteza em torno dos bancos (ou países) que não tenham optado por alguma das outras soluções, de maneira que seus efeitos globais são difíceis de prever.

Este documento, salvo alguns comentários, não examina as mudanças necessárias no cenário internacional e nos sistemas financeiros nacionais. A esse respeito, só cabe mencionar que, além de modificar o sistema de incentivos dos executivos dos bancos, reorganizar o funcionamento das agências de classificação de risco para que sejam realmente independentes, evitar que os passivos que não sejam depósitos não excedam um determinado valor e aumentar a transparência dos ativos que se comercializam, é imprescindível criar uma regulamentação financeira anticíclica, isto é, aumentar as exigências de capital nos períodos de bonança e diminuí-las nos de recessão. Além disso, tendo em conta a enorme capacidade de inovação do setor financeiro, é necessário que, além dos requisitos particulares de capital segundo o tipo de risco, se estabeleça um nível máximo geral que inclua as diversas variedades de ativos<sup>44</sup>. Em qualquer caso, as regulamentações que forem formuladas no âmbito internacional exigirão uma maior presença dos países em desenvolvimento, já que essas regulamentações não podem ser idênticas para países com níveis distintos de volatilidade macroeconômica e de aprofundamento e instabilidade financeira<sup>45</sup>.

<sup>44</sup> Uma proposta que recolhe ambos os requisitos é a de Goodhart e Persaud (2008).

<sup>45</sup> Veja Fanelli (2008).

A economia política das medidas anticíclicas não é simples, já que ninguém gosta de “interromper a festa”, especialmente considerando que quase todos os setores se beneficiam nos momentos de auge. No entanto, ao final da história, isto é, quando o processo ocorre numa crise, os encargos —como demonstra o desenlace da crise atual— não são repartidos de maneira similar à que se faz no período de auge. O menor crescimento, o desemprego e os impostos mais elevados afetam sobretudo os setores médios e a população de menores recursos. Portanto, além das pressões, seria importante construir uma institucionalidade que ajude a implementar políticas financeiras anticíclicas nas épocas de bonança. Apesar de difícil, esta é a conjuntura para fazê-lo.

O outro aspecto a ser enfatizado, uma vez mais, é a necessidade de contar com redes de segurança no âmbito global e regional, de maneira que os países em desenvolvimento tenham mais possibilidades de implementar políticas anticíclicas. Isso requer uma reestruturação do FMI, desde sua governabilidade, com maior presença dos países em desenvolvimento na diretoria, até a flexibilização do acesso ao crédito, especialmente em contextos como o atual.

A existência de redes de segurança no âmbito mundial também evitaria que os países tivessem que se autosssegurar mediante o aumento de suas reservas internacionais, o que limita sua predisposição a incorrer em déficits moderados da conta corrente. Desta maneira, as redes de segurança, globais e regionais, não só ajudarão os países em desenvolvimento a moderar seus ajustes conjunturais, mas serão funcionais para evitar desequilíbrios estruturais como os dos últimos anos.

Por último, dado que uma regulamentação adequada do sistema financeiro requer a redução de seu comportamento pró-cíclico e, em geral, o aumento das necessidades de capital de risco, é possível que no curto prazo haja uma menor expansão do crédito, um custo menor se a contrapartida for um sistema financeiro menos pró-cíclico e mais estável e, portanto, com uma maior expansão do crédito no médio e longo prazo. No futuro, as mudanças na regulamentação financeira deverão enfrentar grupos de pressão que em pouco tempo vão querer “esquecer” os efeitos da crise ou atribuir a responsabilidade a outros atores. Além disso, é necessário que essas regulamentações não dificultem o surgimento de inovações financeiras e, em particular, que as tentativas de reduzir o risco não obstaculizem o financiamento dos países em desenvolvimento.

#### ANEXO

##### Pressupostos utilizados para a formulação das hipóteses

Os efeitos da recessão econômica mundial na conta corrente dos países da América Latina foram estimados de acordo com os pressupostos indicados adiante, em vários casos utilizando a informação do último trimestre de 2008. Por exemplo, as remessas diminuíram aproximadamente 5% no último trimestre de 2008, antes do acentuado aumento do desemprego nos Estados Unidos; por isso, analisam-se duas alternativas: 8% e 15% de redução. No caso dos termos de troca, foram utilizados os pressupostos da cepal para 2009. Quanto às exportações de manufaturas, considerou-se a porcentagem de exportações de manufaturas sob o regime de maquila, imputando-lhes somente o valor agregado. Com exceção dos termos de troca, no resto dos casos estimou-se que a porcentagem de variação em relação a 2008 seria a mesma em todos os países.

#### 1. Termos de troca:

Alternativa 1: redução de 12,8% (com uma queda de 40% no preço do petróleo).

Alternativa 2: redução de 14,2% (50% de queda no preço do petróleo).

#### 2. Exportações manufatureiras:

Alternativa 1: redução de 5% do volume.

Alternativa 2: redução de 10% do volume.

#### 3. Turismo:

Alternativa 1: diminuição de 10% da receita líquida.

Alternativa 2: diminuição de 20%.

#### 4. Remessas:

Alternativa 1: redução de 8%.

Alternativa 2: redução de 15%.

#### 5. Renda dos investimentos

Considerando a queda da rentabilidade das explorações minerais, reduziram-se as rendas enviadas ao exterior de modo a voltar aos valores de 2005, ano no qual os preços de exportação dos minerais era similar ao previsto para 2009. O exercício foi feito para três países em que este item havia aumentado de maneira extraordinária nos últimos anos. A redução implica uma diminuição de aproximadamente 10, 4 e 3 bilhões de dólares no Chile, Colômbia e Peru, respectivamente.

Com relação ao financiamento, supôs-se a respeito do investimento estrangeiro direto líquido:

a. Alternativa 1: diminuição de 25% em relação a 2008.

b. Alternativa 2: diminuição de 35%.

## Bibliografia

- Auerbach, A. (2002), "Is There a Role for Discretionary Fiscal Policy," documento apresentado na Federal Reserve Bank of Kansas City Conference on Rethinking Stabilization Policy, agosto.
- Bagehot, W. (1920), *Lombard Street: a Description of the Money Market*, Londres, John Murray. Publicado originalmente em 1873.
- Bernanke, B. (2000), *Essays on the Great Depression*, Princeton, Princeton University Press.
- Blinder, A. (2008), *On Designing a Fiscal Stimulus-Quickly*, Testimony to the Senate Budget Committee, janeiro [disponível em: [http://budget.senate.gov/democratic/testimony/2008/BLINDER\\_StimulusNow\\_final.pdf](http://budget.senate.gov/democratic/testimony/2008/BLINDER_StimulusNow_final.pdf)].
- (2004), "The case against the case against discretionary fiscal policy", *CEPS Working paper*, N° 100, Princeton, Princeton University.
- Bordo, M. (2008), *An historical perspective on the crisis of 2007-2008*, documento apresentado na Conference on Financial Stability, Monetary Policy and Central Banking, Santiago do Chile.
- Bordo, M. e B. Eichengreen (2001), "Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization?", documento apresentado durante a conferência em honra de Charles Goodhart no Banco da Inglaterra, novembro.
- Bruner, R. e S. Carr (2007), *The Panic of 1907: Lessons Learned from the Market's Perfect Storm*, Hoboken, New Jersey, John Wiley & Sons.
- Buiter, W. (2009), "Good bank/new bank vs. bad bank: a rare example of a no-brainer", *Financial Times*, Londres, 8 de fevereiro.
- Calomiris, C. e G. Gorton (1990), "The origins of banking panics: models, facts, and bank regulation", *Rodney I. White center for Financial Research Working Papers*, N° 11-90, Filadélfia, Wharton School Rodney, University of Pennsylvania.
- Calomiris, C. e A. Powell (2000), "Can emerging market bank regulators establish credible discipline? The case of Argentina, 1992-1999", *NBER Working Papers*, N° 7715, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- Caprio, G. Jr., A. Demirgüç-Kunt e E.J. Kane (2008), "The 2007 meltdown in structured securitization: searching for lessons, not scapegoats", *Policy Research Working Paper*, N° 4756, Washington, D.C., Banco Mundial.
- CEPAL (Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe) (2009), "Políticas contracíclicas para paliar a crise econômica em América Latina", Nova York, Comitê Plenário da CEPAL.
- (2008a), *Estudio económico de América Latina y el Caribe, 2007-2008* (LC/G.2386-P), Santiago do Chile. Publicação das Nações Unidas, N° de venda: S.08.II.G.2.
- (2008b), *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe*, 2008, Santiago do Chile.
- Eichengreen, B. (2005), *The Blind Men and the Elephant*, Berkeley, Universidade da Califórnia, novembro.
- Fanelli, J.M. (2008), "Macro volatility and financial institutions", *Macroeconomic Volatility, Institutions and Financial Architectures. The Developing World Experience*, Nova York, Palgrave Macmillan.
- Feldstein, M. (2002), "The role for discretionary fiscal policy in a low interest rate environment", *NBER Working Paper*, N° 9203, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- Fisher, I. (1933), "The debt deflation theory of great depressions", *Econometrica*, vol. 1, Nova York, Econometric Society.
- FMI (Fundo Monetário Internacional) (2008a), *Fiscal Policy for the Crisis* (SPN/08/01), Washington, D.C., dezembro.
- (2008b), *Global Financial Stability Report. Financial Stress and Deleveraging. Macro-financial Implications and Policy*, Washington, D.C.
- Friedman, M. e A. Schwartz (1963), *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton, Princeton University.
- Galbraith, J.K. (1967), *The New Industrial State*, Boston, Houghton Mifflin.
- Gerchunoff, P. (2008), "América Latina en las crisis mundiales", inédito.
- Goodhart, C. (1999), "Myths about the lender of last resort", *International Finance*, vol. 2, N° 3, Oxford, Blackwell Publishing.
- Goodhart, C. e A. Persaud (2008), "How to avoid the next crash", *Financial Times*, Londres, 30 de janeiro.
- Griffith-Jones, S. e J.A. Ocampo (2008), "A countercyclical framework for a development-friendly IFA", *Macroeconomic Volatility, Institutions and Financial architectures. The Developing World Experience*, Nova York, Palgrave Macmillan.
- Heymann, D. (2007), "Macroeconomía de las promesas rotas", *Revista de economía política de Buenos Aires*, ano 1, vol. 2, Buenos Aires, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade de Buenos Aires.
- Jiménez, J.P. e V. Tromben (2006), "Política fiscal y bonanza: impacto del aumento de los precios de los productos no renovables en América Latina y el Caribe", *Revista de la CEPAL*, N° 90 (LC/G.2323-P), Santiago do Chile.
- J.P. Morgan (2008), *Emerging Markets Outlook Strategy*, Nova York, 13 de outubro.
- Keynes, J.M. (1931), "The consequences to the banks of the collapse of money values", *Essays in Persuasion*, Nova York, Harcourt Brace and company.
- Kindleberger, C. e R. Aliber (2005), *Manias, Panics and Crashes: a History of Financial Crises*, Nova York, John Wiley & Sons.
- Krugman, P. (2008), *Optimal Fiscal Policy in a Liquidity Trap*, Princeton, Princeton University, dezembro.
- Laeven, L. e F. Valencia (2008), "Systemic banking crises: a new database", *Working Paper*, N° WP 08-224, Washington, D.C., Fundo Monetário Internacional.
- Machinea, J.L. (2002), "La crisis de la deuda, el financiamiento internacional y la participación del sector privado", *serie Financiamiento del desarrollo*, N° 117 (LC/L.1713-P), Santiago do Chile. Publicação das Nações Unidas, N° de venda: S.02.II.G.23.
- (1996), "La crisis financiera argentina de 1995: causas, características y lecciones", Buenos Aires, inédito.
- Machinea, J.L. e D. Titelman (2007), "¿Un crecimiento menos volátil? El papel de las instituciones financieras regionales", *Revista de la CEPAL*, N° 91 (LC/G.2333-P), Santiago do Chile.

- Milne, A. e G. Wood (2008), "Banking crisis solutions old and new", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 90(5), setembro-outubro.
- Minsky, H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, Londres, Yale University Press.
- (1975), *John Maynard Keynes*, Nova York, Columbia University Press.
- (1972), "Financial instability revisited: the economics of disaster", *Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism*, Washington D.C., Junta de Governadores.
- Mizen, P. (2008), "The credit crunch of 2007-2008: a discussion of the background, market reactions, and policy responses", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 90(5), setembro-outubro.
- Ocampo, J.A. (2006), *Regional Financial Cooperation*, Nova York, Brookings Institution Press/Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL).
- Papadimitriou, D.B. e L.R. Wray (2008), "Minsky's stabilizing an unstable economy: two decades later", *Stabilizing an Unstable Economy*, H. Minsky, Nova York, McGraw Hill.
- Reinhart, C. e K. Rogoff (2008), "This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises", *NBER Working Paper*, Nº 13882, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- Roubini, N. (2005), "Global Imbalances: A Contemporary Rashomon Tale with Five Interpretations", Nova York, Universidade de Nova York, inédito.
- Rozenwurcel, G. e L. Bleger (1997), "El sistema bancario argentino en los noventa: de la profundización financiera a la crisis sistemática", *Desarrollo económico*, vol. 37, Nº 146, Buenos Aires, Instituto de Desarrollo Económico e Social.
- Shiller, R.J. (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton, Princeton University Press.
- Sotelsek, D. e L. Pavón (2008), "The Banking Supervision and Regulation: Its Impact in Emerging Countries", inédito.
- Taylor, J.B. (2008a), "The Lack of an Empirical Rationale for a Revival of Discretionary Fiscal Policy", documento apresentado na Reunião Anual da American Economic Association, janeiro.
- (2008b), *The State of the Economy and Principles for Fiscal Stimulus*, Testimony before the Committee on the Budget, United States Senate, novembro.
- (2000), *Reassessing Discretionary Fiscal Policy*, Stanford, Stanford University.