

## "Não há limite por empresas a não ser aquele definido pelo total de empréstimos que vencem nesse período."

De Henrique Meirelles, presidente do Banco Central, ontem, ao anunciar que o BC vai emprestar até US\$ 36 bilhões das reservas internacionais para empresas com dívidas no exterior que vencem até dezembro. A estimativa é que cerca de quatro mil empresas sejam beneficiadas.

# Desinflando bolhas especulativas



JOSE LUIS OREIRO



LUIZ FERNANDO DE PAULA

O recrudescimento da crise financeira internacional em 2008 e seus impactos sobre a economia global suscitou um intenso debate sobre as causas dessa crise e os meios que poderiam ter sido empregados para evitar a mesma. Alguns economistas "ortodoxos" defendem a tese de que a crise financeira internacional foi o resultado da política monetária excessivamente expansionista adotada pelo Federal Reserve (Fed) durante a gestão de Alan Greenspan. A decisão de Greenspan de manter a taxa de juros americana baixa por um período muito longo de tempo teria inflado a bolha no mercado imobiliário americano, preparando o cenário para a atual crise financeira. Em última instância, tal política estimularia os investidores a assumirem maiores riscos, já que esses sempre contariam com a rede de segurança do Fed para protegê-los!

Em tal perspectiva, a política econômica adequada para se lidar com a crise

teria sido o uso da taxa de juros como instrumento para se controlar não apenas a inflação, mas também os preços dos ativos financeiros. Assim, o Fed deveria seguir uma regra de fixação da taxa de juros que levasse também em conta os preços dos ativos financeiros: quando os preços desses ativos começassem a subir muito com respeito a algum padrão de referência (qual?), a autoridade monetária seria levada a aumentar os juros com o objetivo de desinflar a bolha.

Mas seria, de fato, esta uma boa alternativa para se lidar com o problema das bolhas especulativas? Vejamos. A teoria econômica mostra que uma condição necessária para a inexistência de bolhas é que a taxa de crescimento dos preços dos ativos financeiros deve ser menor do que a taxa relevante de juros. Dessa forma, para evitar a ocorrência de bolhas, a política monetária deveria ser "calibrada" de forma a fazer com que a taxa de juros relevante seja suficientemente alta. Uma proposta concreta nesse sentido seria a introdução da taxa de crescimento dos preços dos ativos financeiros (ou, mais precisamente, do desvio dessa taxa com respeito a algum padrão de referência) como um dos argumentos da assim chamada "regra de Taylor".

De acordo com os estudos feitos pelo economista americano Robert Shiller sobre as bolhas nos mercados de ações e imobiliário americano na década de 1990 e no início do século XXI, a taxa média anual de crescimento dos preços desses ativos foi superior a 20% ao ano. Sendo assim, uma política monetária que tivesse por objetivo desinflar as bolhas especulativas nesses

mercados teria que produzir uma taxa nominal de juros de cerca de 20% ao ano nos Estados Unidos, ou cerca de 16% ao ano em termos reais, se considerarmos uma taxa média de inflação de 4% ao ano na economia americana durante esse período.

Se o Fed tivesse adotado taxas de juros dessa magnitude para impedir a propagação das bolhas especulativas, os efeitos macroeconômicos seriam possivelmente catastróficos: o dólar apresentaria uma superapreciação frente a todas as moedas do mundo, destruindo todo o resqúio de competitividade da "velha" indústria americana; com câmbio apreciado e juros estratosféricos, as exportações entrariam em colapso, a taxa de investimento declinaria, o crédito contrairia fortemente e a economia americana completaria o seu processo de desindustrialização. A forte contração das exportações e dos gastos de consumo e investimento fariam com que a demanda agregada despencasse, jogando a economia americana numa depressão sem igual desde a crise de 1929!

Está claro que nenhum formulador de política monetária minimamente responsável iria praticar taxas de juros dessa magnitude. No entanto, o cenário que desenhemos acima serve para alertar a grave deficiência dessa proposta de arranjo para a política monetária. Isso porque a introdução da taxa de crescimento dos preços dos ativos financeiros na "regra de Taylor" irá provavelmente resultar numa taxa de juros que seria baixa demais para impedir o surgimento de uma bolha especulativa, mas alta demais para garantir um crescimento robusto a longo-prazo do emprego e da

renda. Dessa forma, podemos ter o pior dos mundos: bolhas especulativas num contexto de estagnação econômica. Seria a vitória absoluta do rentismo! Em realidade, para lidar com o problema das bolhas, ao mesmo tempo em que se assegura a estabilidade dos preços dos bens e serviços, é preciso ter mais de um instrumento de política monetária, conforme nos ensina o teorema da política econômica de Tinbergen. Confiar a obtenção da estabilidade econômica ao uso eficiente da taxa básica de juros é pedir demasiado de um único instrumento.

### Foi a expansão do crédito, e não a emissão monetária, que viabilizou o crescimento não fundamentado nos preços dos ativos, gerando a "superbolha"

Os economistas "ortodoxos" que defendem que a crise financeira foi causada pela política expansionista de Greenspan não enxergam um fator essencial na explicação da crise financeira atual: a excessiva desregulamentação dos mercados e instrumentos financeiros que permitiu o desenvolvimento de toda a sorte de instrumentos securitizados "exóticos" que estiveram por detrás do colapso financeiro mundial. Essa desregulamentação financeira, aliada a uma confiança exagerada na capacidade de autorregulação dos mercados e a tendência inerente a natureza humana de subestimar os riscos em momentos nos quais tudo parece correr conforme o esperado, permitiu uma expansão do crédito a patamares

sem precedentes a nível mundial. Foi a expansão do crédito, e não a emissão monetária por parte do Fed, que viabilizou o crescimento não fundamentado nos preços dos ativos reais e financeiros, criando assim uma "megabolha especulativa".

A visão de que a crise atual é resultado da desregulamentação financeira não é restrita a economistas heterodoxos que (sic) supostamente não disporiam do conhecimento técnico necessário para entender o funcionamento dos mercados financeiros. Essa mesma explicação para a crise financeira mundial é compartilhada por George Soros em seu último livro ("O Novo Paradigma para os Mercados Financeiros"), publicado em 2008. Nas suas palavras: "Todas essas crises são parte do que chamo de uma superbolha — um processo reflexivo de longo prazo que se desenvolve há mais ou menos 25 anos. Ela consiste de uma tendência dominante, a expansão do crédito, e de uma concepção equivocada dominante, o fundamentalismo de mercado (também conhecido como *laissez-faire* no século XIX), que defende que os mercados devem ser livres". Ou seja, a complacência com o *laissez-faire* financeiro, acima de tudo, resultou em um grande cassino financeiro globalizado!

José Luis Oreiro, professor do Departamento de Economia da Universidade de Brasília (UnB) e membro da Associação Keynesiana Brasileira (AKB). Email: jlcoreiro@terra.com.br.

Luiz Fernando de Paula, professor da Faculdade de Economia da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ) e vice-presidente da AKB. Email: luizfpaula@terra.com.br.

## Cartas de Leitores

Correspondências para Av. Jaguaré, 1.485, CEP 05346-902 - SP ou para cartas@valor.com.br, com nome, endereço e telefone. Os textos poderão ser editados.

### Direito processual

"O Valor de 02/02 trouxe matéria sobre o veto, pelo Ministério da Justiça, do projeto de lei que, elaborado pelo Instituto Brasileiro de Direito Processual (IBDP), ampliava o leque dos legitimados à propositura de ação civil pública (Ministério veta criação da 'class action' no Brasil, E1), além de promover melhorias técnicas à lei que rege esse tipo de ação coletiva. Como advogado que atua com os chamados direitos difusos e coletivos, tão relevantes do ponto de vista da defesa de valores sociais (direitos do consumidor, do meio ambiente e da livre concorrência), gostaria de externar minha frustração com o indigitado ato de governo, sobretudo pela justificativa dada, que não se sustenta (o afogamento do Judiciário e a ameaça a grandes empresas), ao mesmo tempo em que rendo loas ao IBDP, na pessoa de sua presidente, Ada Pellegrini Grinover, pela incansável disposição em aprimorar as nossas escassas ferramentas de defesa da comunidade, e, pois, da cidadania!"

LUCIANO ROLLO DUARTE  
lrollo@aasp.org.br

### José Sarney

"Eleito em 1995 e 2003, para a presidência do Senado, o senador José Sarney (PMDB-AP) não cumpriu suas promessas. Naquela época, defendia as reforma tributária e política, que não saíram do papel. Tendo em vista que as promessas de Sarney se arrastam a cada mandato — o senador Renan Calheiros (PMDB-AL), alvo de cinco processos por quebra de decoro parlamentar, foi seu cabo eleitoral —, não há dúvida de que esses senhores apostam nos interesses de seus pares e na memória curta de seu eleitorado."

IZABEL AVALLONE  
izabelavallone@yahoo.com.br

### Correção

Diferentemente do que diz a reportagem "Bancas estrangeiras mantêm sua aposta em filiais brasileiras", publicada ontem na página E1, a filial brasileira do escritório Allen & Overy conta com a atuação de 25 advogados localizados em diversos países em transações relacionadas ao Brasil, mas a equipe não está toda situada no país. A banca possui 5.500 funcionários e aproximadamente 500 sócios. Já o escritório Tauil & Chequer não está mais associado ao nome Mello.

A Camargo Corrêa nega que o BNDES esteja financiando a compra, pela empresa, da fatia da Votorantim Participações no capital da CPFL Energia, por R\$ 2,563 bilhões, como foi publicado na página C3 na edição de 04/02 na matéria sob o título "Fusões e aquisições crescem 38% em janeiro".

# Um preço pequeno a pagar

Os executivos poderiam ter evitado, mas em vez disso, foi preciso que lhes fosse dito o que é bom para eles. Por John Gapper

A revista "The New Yorker" certa vez publicou um cartum mostrando um homem de terno falando ao telefone: "Não, quinta-feira eu não posso. Que tal nunca — 'nunca' está bom para você?", perguntava o personagem.

Atualmente, imagino aquele homem como sendo o funcionário de uma agência federal dizendo ao presidente de um banco de investimentos: "Não, um bônus de US\$ 30 milhões está fora de questão. Que tal nada — 'nada' está bom para você?"

Quem não gostaria de ser esse agente, com a chance de, finalmente, dizer a um "senhor do universo" que ele precisa deixar seu jatinho particular e assumir seu lugar na sociedade dos normais? Não muita gente, creio.

A decisão de Barack Obama de impor um teto salarial de US\$ 500 mil aos altos executivos de instituições financeiras, entre elas os bancos em Wall Street que necessitam dinheiro público para recuperar seu equilíbrio é justa e grosseira. Existem objeções a isso: a de ser indesejável que políticos determinem salários a barreiras, e a de que isso pode criar para uma recuperação financeira.

Em última instância, porém, nada disso importa, porque, grosseira que seja a medida, é também justa. O contribuinte americano médio, que ganha US\$ 40 mil por ano, foi convocado a socorrer instituições nas quais não confia, e das quais se ressentem, que contribuíram para levar a economia mundial ao caos. Se o preço de operações de socorro financeiro que agora estão sendo aprovadas for algum teto salarial, o preço deve ser pago.

Durante algum tempo, alguns executivos de bancos de investimentos (não todos, é preciso ressaltar) pareciam personagens de cartuns que tinham ido além da borda de precipícios — sem perceber que o chão debaixo deles tinha desaparecido. Continuaram a voar em jatinhos particulares e repartir uma grande soma de bônus entre seus funcionários.

Havia duas reações possíveis à revelação, na semana passada, de que os bônus embolsados por funcionários no setor de serviços financeiros em Nova York tinham caído 44% — de US\$ 33 bilhões em 2007, para US\$ 18,4 bilhões no ano passado. Uma, da perspectiva dos executivos em Wall Street — de que os tempos estão realmente difíceis. A outra, das pessoas fora de Wall Street — de que US\$ 18,4 bilhões ainda é uma enorme quantidade de dinheiro.



Claire McCaskill, uma senadora democrata, falou pela maioria das pessoas externas a Wall Street quando indagou, retoricamente: "Em que planeta vive essa gente?" Essa indignação é compartilhada até mesmo por executivos-chefes de companhias não-financeiras, irritados com o fato de terem sido enredados numa reação popular contra algo pelo qual eles não foram responsáveis.

O defeito no plano de Obama foi sintetizado na terça-feira por Jamie Dimon, executivo-chefe do J.P. Morgan Chase, ao dizer que alguém encarregado de um trabalho difícil e intratável, embora vital (que ele apelidou de "Vietnã") precisa ser recompensado.

Ninguém acha que os executivos em Wall Street que puseram seus bancos em dificuldades merecem grandes recompensas. Mas, o que dizer sobre os que foram contratados mais recentemente, para dar um jeito na bagunça? Se o Citigroup, por exemplo, decidir recrutar um novo executivo-chefe para o lugar de Vikram Pandit, qual é sua chance de identificar o melhor líder?

Indiscutivelmente, a missão é arriscada, pois o Citi poderá terminar sendo estatizado, podendo prejudicar a reputação do executivo. No passado, as pessoas que assumiam esse tipo de cargos difíceis e de alto risco recebiam remuneração baseada em desempenho, o que significava ser bem pago por seu sucesso.

Com um teto salarial de US\$ 500 mil, qualquer CEO potencial que ainda não seja rico, e portanto disponível para um cargo no serviço público, poderia preferir buscar emprego em outro lugar. Em bancos de investimento, poderia valer a pena ficar um nível abaixo de executivo sênior, limitado, e, por tetos salariais.

Essas objeções são razoáveis, mas insuficientes, por duas razões.

Primeiro, o plano apresentado ontem por Tim Geithner, secretário do Tesouro, é menos draconiano do que parece. O teto de US\$ 500 mil é apenas compulsório para as instituições com piores problemas e somente se pedirem mais dinheiro do que já receberam.

Além disso, ele preserva o princípio já descrito por Larry Summers, diretor do Conselho Econômico Nacional (CEN), segundo o qual altos executivos podem receber mais de US\$ 500 mil em ações, desde que essas ações possam ser vendidas apenas depois que o banco dirigido pelo(a) executivo(a) tenha sido recuperado e quitado o empréstimo concedido pelo contribuinte.

### Ninguém acha que os executivos em Wall Street que puseram seus bancos em dificuldades merecem grandes recompensas

Em outras palavras, existe ainda a chance de manter uma estrutura de remuneração semelhante à de gestores de fundos de investimento em participações, na qual um especialista em reestruturação recebe uma remuneração relativamente pequena durante três ou quatro anos, mas recebe uma grande recompensa no fim.

Segundo, política é a arte do possível. A maioria dos eleitores americanos, se a questão tivesse sido colocada em um referendo, poderia, com relutância, disponibilizar dinheiro para as companhias automobilísticas de Detroit, mas teriam rejeitado um so-

corro a Wall Street. Isso é perigoso, uma vez que os bancos, gostemos deles ou os odiemos, precisam existir para emprestar dinheiro para a recuperação econômica.

Os eleitores agora aceitaram essa realidade, mas continuam extremamente irados. Não seriam necessárias muitas mais provocações para que eles voltassem atrás de sua permissão, e nesse caso a economia e o sistema financeiro americano mergulhariam em crise.

Um pequeno número de executivos de bancos mais pobres é um pequeno preço a pagar para Obama ser capaz de manter o apoio popular a seu programa de revitalização. Mesmo se o pior acontecer, e os bancos mais problemáticos terminarem sendo administrados de maneira enfadonha como companhias de eletricidade por executivos medíocres, isso é melhor do que nada.

A última conclusão que tiro da reprimenda de antontem: é uma vergonha isso ter acontecido. Foi originalmente uma vergonha que executivos de bancos de investimentos e bancos comerciais, estimulados por uma estrutura de remuneração com bônus distorcida, tenham assumido, pressurosamente, riscos que obrigaram governos a intervir para socorrê-los.

E agora é uma vergonha que, após o socorro, raros entre eles tenham se dado conta de que as coisas seriam diferentes a partir de então. Eles poderiam ter evitado uma segunda rodada de intervenção governamental, centrada especificamente em seus bolsos, se tivessem reagido com mais rapidez e inteligência.

Em vez disso, foi preciso que lhes fosse dito o que é bom para eles.

John Gapper é colunista do "Financial Times".