

"Assim como espero ter entregue um país melhor que recebi de Itamar, espero que o PSDB possa receber de volta melhorado por ele."

Do ex-presidente Fernando Henrique Cardoso (1995-2002), ontem, durante evento sobre os 15 anos da implantação do Plano Real, na Fecomercio (SP). FHC criticou o PAC. "As obras não são inauguradas. Mas até que, como plano de comunicação, funciona".

## A restrição de crédito e política anticíclica



JOSÉ LUIS OREIRO



LUIZ FERNANDO DE PAULA

Entre os economistas brasileiros, é consenso que um dos fatores que contribuiu para agravar a desaceleração econômica no Brasil foi a contração no crédito bancário, que vinha passando por acelerado processo de crescimento nos últimos anos. A contração no crédito doméstico, junto com a parada no fluxo de capitais do exterior, resultou em uma dupla restrição de liquidez e financiamento na economia.

No caso do setor bancário brasileiro, os efeitos da crise financeira se fizeram sentir inicialmente pelas dificuldades de obtenção de fundos no mercado financeiro internacional. É verdade que o peso de tais recursos sobre o funding dos bancos era relativamente pequeno, mas aparentemente foi suficiente, junto com a deterioração das expectativas causada pela percepção da gravidade da crise internacional — deterioração essa que foi reforçada pelos prejuízos que várias empresas brasileiras tiveram com os derivativos cambiais em decorrên-

cia da demora do Banco Central do Brasil em intervir no mercado de câmbio após a falência do Lehman Brothers — para dar um início de crise de liquidez no setor bancário brasileiro, resultando em uma situação de "empocamento da liquidez".

O setor bancário vinha passando por um boom de crédito desde 2004, aumentando a relação crédito total sobre o PIB de 22%, em maio de 2003, para 36% em julho de 2008, puxado tanto pelo crédito a pessoa física quanto a pessoa jurídica. Neste processo cresceram tanto a carteira de crédito de grandes bancos varejistas quanto de pequenos bancos especializados em alguns segmentos do crédito (consignado, "middle market" etc.).

Deve-se ressaltar a diferença entre uma crise de insolvência, como ocorreu no setor bancário americano, com uma crise de liquidez. Uma crise de insolvência ocorre quando há bancos cujos ativos disponíveis a preços de mercado são incapazes de cobrir as obrigações com terceiros (depositantes, por exemplo), o que pode levar à falência do banco. É o que aconteceu com bancos de investimento dos EUA, em função da existência de ativos "podres" em seu portfólio.

Uma crise de liquidez, por seu turno, refere-se a uma situação na qual o banco é solvente, mas não tem momentaneamente liquidez para cobrir a demanda por recursos por parte de seus clientes. Corriqueiramente problemas de liquidez, que são normais na atividade bancária, em função do descasamento de maturidades entre ativos e passivos que caracterizam a

atividade de intermediação, são facilmente resolvidas no mercado de reservas bancárias no qual bancos superavitários emprestam para os bancos deficitários.

Os bancos, como qualquer outro agente, têm preferência pela liquidez determinada por suas expectativas quanto ao futuro. Em particular, na definição de sua estratégia de portfólio se defrontam com o trade-off liquidez versus rentabilidade, sendo a liquidez apreciada em momento de maior incerteza (em detrimento da rentabilidade), e a rentabilidade (e maior propensão a riscos) apreciada em função da menor incerteza percebida. Bancos têm, portanto, um comportamento pró-cíclico: na fase do boom econômico tendem a acomodar a demanda por crédito dos agentes, resultando no aumento de endividamento destes, na suposição da continuidade do crescimento dos lucros e renda na economia; na fase de desaceleração, a maior preferência pela liquidez resulta em um racionamento do crédito, justamente no momento em que os agentes precisam refinar suas dívidas.

No caso brasileiro, obviamente não houve crise de insolvência dos bancos, mas observou-se uma crise de liquidez causada pelo "empocamento da liquidez", resultando em uma desaceleração e maior seletividade na oferta de crédito, em parte causada pelo próprio encarecimento do custo do dinheiro para os bancos (interbancário e CDBs). Uma vez que o quadro de desaceleração econômica mundial e doméstica se configurou, deterioraram-se as expectativas dos agentes quanto ao fu-

turo que, conjugada com a queda na renda e no emprego, por um lado, e o aumento do spread bancário (de 25,6% em julho de 2008 para 30,5% em janeiro de 2009), de outro, resultou em uma retração na demanda por crédito das firmas e das famílias — com queda respectiva de 10,8% e 10,5% em fevereiro deste ano, segundo dados da Serasa. Em outras palavras, a crise do crédito, que começou do lado da oferta, chegou também do lado da demanda.

### A proposta da Febraban para que o fundo de seguro à inadimplência seja constituído inteiramente de recursos públicos é um acinte ao cidadão

Mais recentemente, o governo anunciou que irá adotar novas medidas para destravar o crédito. Entre as principais, incluem-se a criação da CaixaPar, subsidiária da CEF a ser constituída com patrimônio de R\$ 3 bilhões para adquirir participações minoritárias em bancos médios; e a criação de um mecanismo de seguro — uma espécie de Fundo de Direito Creditório gerido pelo BNDES e com recursos de Tesouro e dos bancos — para garantir o crédito privado. No primeiro caso, pretende-se prover os bancos médios de "funding" para voltarem a operar normalmente, já que estes operam em nichos importantes para estimular o crescimento, como consignado e financiamento de veículos; no segundo, objetiva-se

criar um mecanismo que permita superar a desconfiança dos bancos de pagamento do tomador de crédito, uma vez que, em caso de inadimplência, o seguro cobriria uma boa parte da perda dos bancos. A proposta da Febraban é que o fundo seja constituído inteiramente de recursos públicos — o que é um verdadeiro acinte ao cidadão-contribuinte!

As novas medidas deverão ter impacto limitado sobre o crédito, em função da maior preferência pela liquidez dos bancos e, mais recentemente, da retração da demanda por crédito, como visto acima. Contudo, com o cenário de redução da taxa de juros é possível que possa ter um maior efeito, já que a redução da taxa de juros deverá produzir uma redução (ainda que defasada) sobre o spread bancário. Mas quando as expectativas dos agentes estão deterioradas, o melhor antídoto para a crise é a adoção de políticas fiscais contracíclicas, em particular investimento público, em função de suas externalidades sobre o investimento privado. Uma política de enfrentamento da crise deve ser feita através de um mix de políticas que inclui a redução de taxas de juros, o aumento do investimento público e a atuação ativa dos bancos públicos no financiamento ao setor privado.

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

Luiz Fernando de Paula é professor da Faculdade de Economia da UERJ e vice-presidente da AKB, 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.

### PMDB

"Com exceção das municipais, no ano que vem haverá eleição para todos os cargos elegíveis. Desde já, vamos ficar observando o comportamento dos caciques do PMDB, aqueles da conhecida Ilha da Fantasia, ou propriamente Brasília. Será que venderão seu próprio partido em troca de cargos públicos? Impedirão o maior partido do Brasil de lançar seu próprio candidato à Presidência da República, apenas para não prejudicar seu maior concorrente ao governo federal. Os eleitores do Brasil, e particularmente os peemedebistas, ficarão atentos para impedir que meia dúzia de cadeiros de empregos públicos não prejudiquem mais uma vez o grande partido que vem sendo desgobernado."

BENONE AUGUSTO DE PAIVA  
benonepaiva@yahoo.com.br

### Senado

"Os senadores não sabiam da existência de 181 diretores no Senado. Será que eles sabem o que devem fazer naquela Casa Legislativa? Diante dos acontecimentos envolvendo a volta de Collor, a permanência de Renan e a terceira volta de Sarney, tenho certeza que nenhum deles sabe o que deve fazer naquele lugar. Acho que somente os 19 senadores suplentes sabem por que, e para que, estão naquela. Afinal, a maioria deles gastou muito dinheiro do próprio bolso para eleger o senador que foi votado pelo povo, e precisa recuperar o capital investido. Infelizmente, muitos eleitores também não têm a mínima ideia do que deve fazer um senador. Se tivessem, a maioria dos senadores não passaria nem pela porta dos fundos daquele recinto. O senador deve zelar pelos direitos do povo em geral, e não somente dos seus amigos; propor, debater e aprovar leis de interesse nacional, e não só aquelas que interessam ao seus amigos; aprovar a escolha presidencial dos presidentes e diretores de empresas públicas, membros do Judiciário e diplomatas, que não precisam ser necessariamente seus amigos; autorizar operações financeiras externas e condições de crédito, que não precisam ser só para os amigos. Parágrafo único: ser honesto!"

WILSON GORDON PARKER  
wgparker@oi.com.br

### Correção

Na página B1 da edição de sexta-feira foi erroneamente informado que a Petrobras é parceira da Polaris no desenvolvimento de um turbina a gás acima de 3 MW, um projeto orçado em R\$ 80 milhões. Na verdade, é o CTA (Comando-geral de Tecnologia Aeroespacial) que negocia com a Petrobras uma parceria para o desenvolvimento desse projeto.

## Ainda longe de um resgate bancário bem-sucedido

Quase ninguém acredita que o plano dos EUA acabará com a subcapitalização das finanças.  
Por Martin Wolf

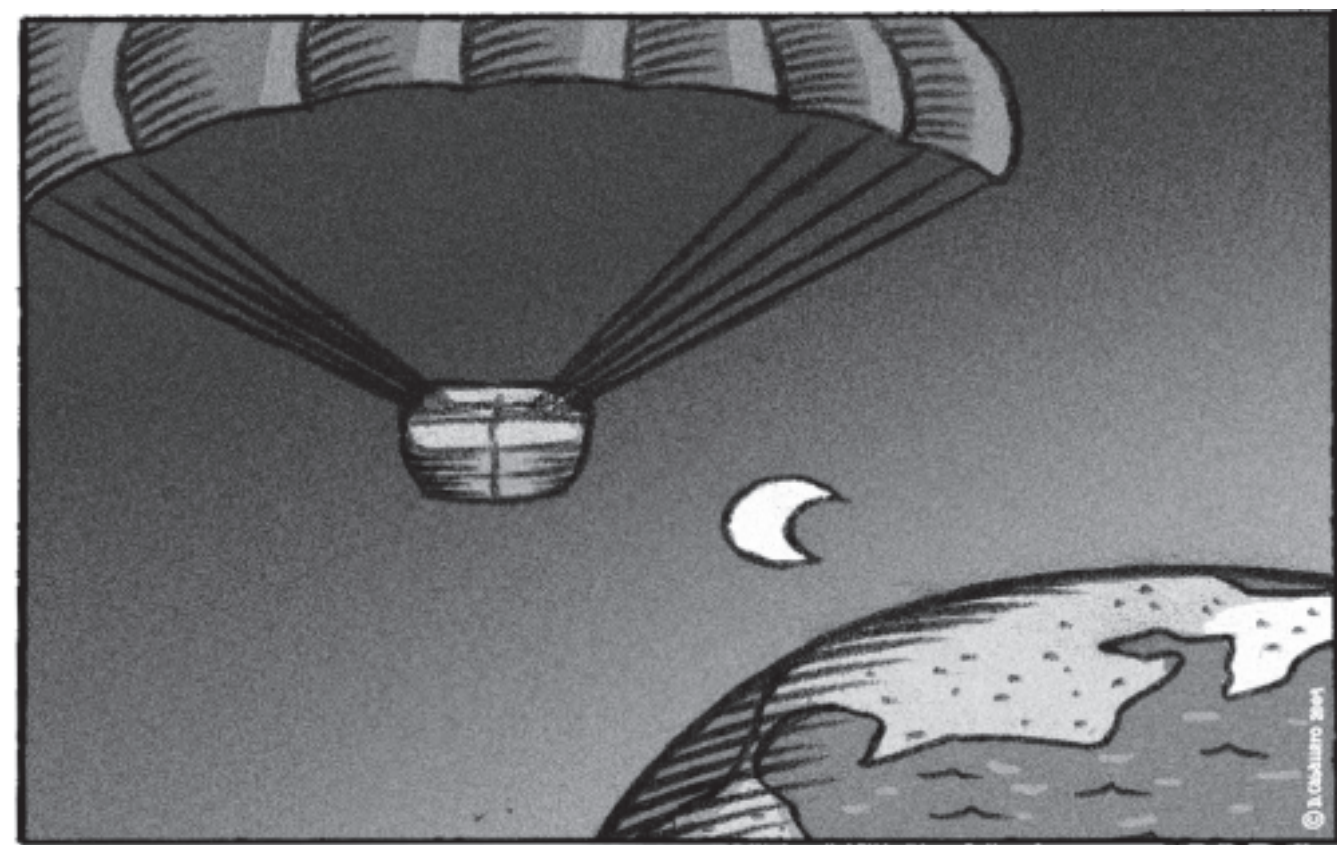
Estou cada vez mais preocupado. Nunca esperei muito dos europeus ou dos japoneses. Mas esperava, de fato, que os EUA, sob o comando de um novo presidente popular, fossem mais decisivos do que vêm sendo. Em vez disso, o Congresso deixa-se cair num frenesi populista e o governo fica só esperando pelo melhor.

Caso alguém ainda duvide dos perigos, basta apenas ler as análises mais recentes do Fundo Monetário Internacional (FMI). Projetam contrações entre 0,5% e 1% na produção mundial de 2009, e entre 3% e 3,5% na dos países com economias mais avançadas. Sem dúvida, é a pior crise econômica no mundo desde a década de 30.

É preciso avaliar os planos de estímulo à demanda e resgate de sistemas bancários levando em conta este pano de fundo lúgubre. De forma inevitável, o foco está nos EUA, epicentro da crise e maior economia mundial. O que emergiu no país foi uma hostilidade explosiva ao setor financeiro. O Congresso discute uma tributação retrospectiva penal dos bônus não apenas da imensa seguradora AIG, mas de todos os receptores de dinheiro do governo sob o programa governamental de recuperação de ativos problemáticos (Tarp, na sigla em inglês). E o procurador-geral do Estado de Nova York, Andrew Cuomo, defende identificar pelo nome os que receberem bônus nas empresas socorridas. Isto, claro, é um convite a um linchamento.

Está evidente por que isso ocorre: a crise quebrou o contrato social dos EUA: as pessoas eram livres para ter sucesso ou fracassar, sem auxílio. Agora, em nome do risco sistêmico, os planos de resgate despejaram sombras desconcertantes em instituições falidas que derrubaram a economia. A resposta parlamentar é desastrosa. Caso essas ideias sejam aprovadas, levarão a um êxodo de funcionários de alta capacitação dos bancos dos EUA, minarão a disposição para expandir-se o crédito, destruirão a confiança em acordos assinados com o governo e ameaçarão o Estado de Direito. Presumo que quase ninguém — certamente o Tesouro também não — acredita que este programa acabará com a subcapitalização crônica das finanças dos EUA. Poderia, é verdade, deixar um pouco mais claro quanto ainda precisa ser revisado para baixo no valor dos ativos nos livros de longo prazo dos bancos.

Por que este programa poderia atrapalhar o caminho da recapitalização necessária? Há dois motivos: primeiro, o Congresso pode decidir que o programa torna a recapita-



lização menos importante; segundo e mais importante, este plano provavelmente tomará a recapitalização pelo governo ainda mais impopular. Caso o esquema funcione, vários dos gestores de fundos ganharão grandes retornos. Temo que isto convenceria o americano comum de que seu governo está em uma empreitada de distribuição de privilégios a benefício de Wall Street. Agora, imagine o que aconteceria se, depois de os "testes de estresse" dos maiores bancos do país ficarem prontos, o governo concluir — surpresa! — que precisa fornecer mais capital. Como persuadirá o Congresso a pagar?

O perigo é que este programa alcançará, na melhor hipótese, algo não particularmente muito importante — tornar os créditos anteriores mais líquidos — ao custo de dificultar algo que é essencial, a recapitalização dos bancos. Isto é importante porque o governo descartou a única forma de reestruturação das finanças dos bancos que não custaria nenhum dinheiro público adicional: a troca de dívida por patrimônio, ou seja, uma falência de verdade.

Economistas que respeito, como Willem Buiter, por exemplo, condenam esta relutância de imediato. Não há dúvida de que a decisão de bancar os credores de todas as instituições financeiras significativas para o restante do sistema cria receios quanto ao futuro: algo terá de ser feito a respeito do problema "grande demais para falir" que isto cria. Ante isto, o Tesouro insiste que hoje uma onda de falências minaria a confiança nas promessas passadas do governo e geraria novas incertezas. Infelizmente, esta não é uma visão maluca.

Temo, contudo, que a alternativa — uma recapitalização adequada do setor público — também se mostrará impossível. A provisão de dinheiro público a bancos é

inaceitável para uma população cada vez mais enfurecida, enquanto o controle dos bancos recapitalizados pelo governo é inaceitável para os banqueiros ainda influentes. Parece ser um impasse. A única saída, sobre a qual o sucesso do plano de segunda-feira poderia ser considerado, seria se a maior transparência trazida pelos novos fundos permitisse aos grandes bancos levantar capital suficiente nos mercados privados. Se isso fosse alcançado na escala necessária — e estamos falando de várias centenas de bilhões de dólares, se não trilhões — o novo programa seria um grande êxito. Mas, mesmo na hipótese de sucesso de definição do preço de ativos e créditos problemáticos, não creio que isso seja suficiente para assegurar esse objetivo. Num mau momento econômico mundial, será que os investidores estarão dispostos a aplicar as enormes quantias requeridas por instituições financeiras imensas e complexas, com histórico comprovado de má administração? A confiança, uma vez destruída, não retorna fácil.

A conclusão, infelizmente, é deprimente. Ninguém pode ter certeza de que os EUA já tenham uma solução viável para seu desastre bancário. Ao contrário, com o público enfurecido, o Congresso em marcha de guerra, o presidente tímido e uma política que depende da capacidade do governo em injetar dinheiro público em instituições subcapitalizadas, os EUA estão num impasse.

Cabe a Barack Obama encontrar uma saída. Quando ele se reunir no grupo de 20 líderes mundiais em Londres na próxima semana, não terá condições de declarar que já a encontrou. Se isto não é assustador, então não sei o que pode ser.

Martin Wolf é colunista do "Financial Times".