

Recessão Americana e Reforma Regulatória: mais inflação e menor desconfiança?

O agravamento da crise financeira mundial no último mês tem confirmado o quadro que traçamos no editorial de fevereiro. De um lado, as autoridades em final de governo abrem as comportas dos cofres públicos para impedir a quebra de bancos de investimentos. De outro lado, os cuidados com que o assunto tem sido mantido fora do foco da disputa eleitoral abrem espaço para que o governo Bush faça o que julgar necessário para evitar o pior. No Congresso americano, entretanto, batalhas longas devem ocorrer em torno do Plano Paulson.

Bernanke perdeu a cerimônia ao admitir que a economia americana já está em recessão, e que esta pode ser prolongada. O presidente do Fed bem que tentou ser explícito com relação aos custos da combinação de políticas adotadas pelos EUA. Mas em meio às acusações diretas de incompetência, mal conseguiu expor seu argumento acerca da necessidade da modernização regulatória proposta no Plano Paulson.

O diagnóstico é que os que administram recursos de terceiros para consumo futuro não têm incentivos corretos para avaliar corretamente os riscos a que expõem seus depositantes e ser remunerados em função da competência desta avaliação.

Do ponto de vista macroeconômico, os EUA precisavam hoje de um Paul Volker. Em vez disso, Ben Bernanke tentou ser uma reedição de Alan Greenspan.

No Brasil, o Banco Central expôs, com clareza, o aumento dos riscos inflacionários.

O agravamento da crise financeira mundial no último mês tem confirmado o quadro que traçamos no editorial de fevereiro. Ao início de abril, o potencial de danos para a economia americana é suficientemente assustador para que as medidas de socorro não sejam dificultadas pelo calendário eleitoral e para que levassem o secretário Henry Paulson a enfrentar as acusações de proteger banqueiros ao propor um plano de reforma de longo alcance para o sistema de regulação financeira. De um lado, as autoridades em final de governo abrem as comportas dos cofres públicos para impedir a quebra de bancos de investimentos, como aconteceu com o Bear Stearns. Segundo o testemunho de Bernanke no Senado, a absorção do Bear pelo J.P.Morgan não resultou simplesmente de uma boa motivação privada (o que não quer dizer que não tenha sido um bom negócio) mas sim como solução de mercado com o apoio do Fed para evitar que um recurso traumático à concordata para se proteger dos credores (no jargão americano, "*Chapter 11*") provocasse uma crise sistêmica. De outro lado, os cuidados com que o assunto tem sido mantido fora do foco da disputa eleitoral abrem espaço para que o governo Bush faça o que julgar necessário para evitar o pior. No Congresso americano, entretanto, batalhas longas devem ocorrer em torno do Plano Paulson.

A essas alturas, Bernanke perdeu a cerimônia ao admitir que a economia americana já está em recessão, e que esta pode ser prolongada caso o sistema de crédito bancário tenha dificuldade de rolar a dívida das famílias, por falta de apoio das instituições não bancárias, que até recentemente absorviam os títulos derivados dos empréstimos: a preferência pela inflação parece clara. O presidente do Fed bem que tentou, no diálogo embaraçoso que travou com os senadores em 2 de abril, ser explícito com relação aos custos da combinação de política adotadas pelos EUA, que não tardarão a aparecer: inflação maior para os próximos anos e estímulos ao comportamento ousado das instituições financeiras que tomam risco com o dinheiro alheio. Mas em meio às acusações diretas de incompetência, mal conseguiu expor seu argumento acerca da necessidade da modernização regulatória proposta no Plano Paulson. De fato, se forem preservadas as práticas que levaram à presente situação, não há porque esperar-se um comportamento mais prudente dos gestores financeiros do que o revelado no passado recente.

O diagnóstico é que os que administram recursos de terceiros para consumo futuro, no frígido dos ovos, não tem incentivos corretos para fazer o dever de casa que lhes cabe: avaliar corretamente os riscos a que expõem seus depositantes e ser remunerados em função da competência desta avaliação. O sistema atual é condescendente com a corrida por rendimentos a curto prazo, o que não apenas desvaloriza a idéia de prudência, mas contribui para deseducar os poupadores. A correção dessas distorções, que estamos em vias de vivenciar é penosa. E quanto mais dinheiro público for destinado a proteger os que perderam sem uma reforma de incentivos, maior a probabilidade para termos, no futuro, mais do mesmo.

Do ponto de vista macroeconômico, os EUA precisavam hoje de um Paul Volker que restaure a solidez da economia. Em vez disso, Ben Bernanke tentou ser uma reedição de Alan Greenspan. O resultado é que os mercados financeiros enxergam sinais de "restauração da liquidez" onde há apenas esforços de autoridades, e os economistas tendem a ficar mais pessimistas com a inflação diante das pressões de custos e da disposição dos bancos centrais para concentrar-se nos processos de amparo aos mais ousados em detrimento da restauração da prudência.

No Brasil, o Banco Central expôs, com clareza, no primeiro Relatório Trimestral de 2008, o aumento dos riscos inflacionários. A velocidade das vendas da indústria não é acompanhada pelo aumento da produção, as importações avançam e o saldo comercial diminui, aumentando o déficit em conta-corrente. Prevalecem, entretanto, nos mercados, dúvidas quanto à necessidade de iniciar, o quanto antes, um novo ciclo de aperto monetário. De um lado, prevalece a fé nas respostas da oferta ao aumento das despesas

Prevalecem, entretanto, nos mercados, dúvidas quanto à necessidade de iniciar, o quanto antes, um novo ciclo de aperto monetário.

Contra o aumento dos juros, permanece a visão de que a capacidade de oferta da economia não está saturada.

A defesa da posição externa brasileira continua a ser reforçada pelas compras de reservas internacionais, mas foi o crescimento do déficit em conta-corrente que fortaleceu a posição dos proponentes, dentro do governo, de uma reformulação da política macroeconômica. Os heterodoxos da Fazenda voltam a propor a substituição do regime de metas de inflação por um regime de metas para o câmbio.

de governos e famílias. De outro, não se podem ignorar os sinais claros de insustentabilidade na expansão da demanda impulsionada pelo endividamento das famílias. A aceleração da demanda doméstica evidenciou-se de forma particularmente notável no quarto trimestre do ano passado, quando o consumo das famílias aumentou 3,7% em relação ao trimestre anterior, e as importações cresceram 5,6%.

Contra o aumento dos juros, permanece a visão de que a capacidade de oferta da economia não está saturada, graças à maturação de investimentos no *pipeline*. Considerando diferentes medidas de produto potencial para a economia brasileira, entretanto, o [Primeiro Artigo](#) desta Carta mostra que as defasagens entre o crescimento do investimento e o aumento da capacidade produtiva não recomendam otimismo quanto à inflação em 2008 e 2009, mesmo quando se admite um crescimento potencial muito elevado em comparação com as hipóteses mais usuais.

A defesa da posição externa brasileira continua a ser reforçada pelas compras de reservas internacionais, que atingiu mais de US\$ 1,5 bilhão adicionais em março, mas foi o crescimento do déficit em conta-corrente que fortaleceu a posição dos proponentes, dentro do governo, de uma reformulação da política macroeconômica. Os heterodoxos da Fazenda, ajudados agora por economistas cuja opinião o Presidente tem ouvido, ainda que não necessariamente tenha seguido em outros momentos, voltam a propor a substituição do regime de metas de inflação por um regime de metas para o câmbio, o que significa, na prática, maiores intervenções direcionais no mercado cambial. Este assunto tem sido recorrente nos artigos da Carta Galanto, em seus múltiplos aspectos, tais como os riscos envolvidos na fixação de metas para o câmbio e a eficácia dos controles sobre os fluxos de capitais. O [Segundo Artigo](#) desta Carta examina alguns aspectos da experiência internacional recente com controle de capitais, em busca de lições úteis para o caso brasileiro.

Economia Internacional continua a ser a principal fonte de preocupações

Na prática, apesar das medidas tomadas e dos novos instrumentos que vêm sendo usados desde dezembro pelos principais bancos centrais, a liquidez bancária internacional continua cara. Aos níveis atuais de *spreads* (de 0,65% ou mais entre a Libor – custo do interbancário – e a taxa de Fed funds, em comparação com 0,15 a 0,20 em tempos normais), as perdas dos bancos com os derivativos de crédito vão continuar, o que força a redução da exposição ao risco de crédito e prolonga o processo de queima dos títulos lastreados em operações de crédito.

A liquidez bancária internacional continua cara. Este quadro tem elevado o reconhecimento das perdas de bancos grandes. Permanece a dúvida de sempre: como julgar a cautela de quem mostra tanta deficiência na avaliação e no controle da exposição a riscos?

Este quadro tem elevado o reconhecimento das perdas de bancos grandes, sendo o exemplo extremo, mas não isolado, as perdas de US\$ 37 bilhões do UBS, que tem US\$ 3,1 trilhões em ativos, e cujas ações caíram 52% em um ano. O Banco anunciou, em meio a debates nada elegantes em torno da disparidade entre os riscos e a capacidade técnica da administração para medir e controlar os próprios riscos a que expôs seus acionistas, uma reformulação estratégica que implica na redução ou eventual eliminação de seu braço de banco de investimentos e da administração de fundos de *hedge*, símbolos da americanização do Banco, para tentar salvar a marca suíça de administrador cauteloso de fortunas que atingiam um total de mais de US\$ 2 trilhões antes da crise. Permanece a dúvida de sempre: como julgar a cautela de quem mostra tanta deficiência na avaliação e no controle da exposição a riscos?

A falta de disposição para bancar operações que envolvam risco de crédito prolonga o encolhimento da oferta de financiamento e espalha a recessão.

A falta de disposição para bancar operações que envolvam risco de crédito prolonga o encolhimento da oferta de financiamento e espalha a recessão. O aumento da demanda por liquidez por parte dos próprios bancos devido à desalavancagem agrava a redução da oferta de liquidez disponível para o financiamento dessa demanda no mercado interbancário por causa da aversão ao risco. No mercado americano, a sobra de títulos tem de ser crescentemente absorvida pelo Fed, e fomenta a desconfiança sobre os efeitos fiscais que, a médio prazo, afetam a qualidade da dívida pública americana.

O fenômeno não se restringe aos EUA, onde o governo está absorvendo tanto risco de crédito que precisa agir com o cuidado necessário para manter o Congresso solidário com as autoridades fiscais e monetárias.

A configuração proposta pelo Tesouro aumenta o papel do Fed no sistema de regulação financeira.

No mercado internacional, os preços das ações do G3 reagiram bem e interromperam a queda. Além do aumento esperado da correlação em tempos de crise, razões adicionais são a perspectiva de menores lucros, a incerteza sobre as perdas dos bancos e os efeitos que a contração do crédito possa a vir a ter sobre as empresas nos próximos meses.

Está havendo, além disso, uma migração de recursos dos fundos de ações para Fundos de *Money Market*.

Finalmente, a queda do dólar continua a contribuir para a melhoria do desequilíbrio da conta-corrente americana, mas a velocidade tem agravado as tensões nos mercados financeiros. A novidade principal do mês foi a decisão chinesa de aceitar valores mais altos para o yuan. A segunda novidade importante nessa área é a perspectiva de diminuição da exposição ao dólar, de fundos asiáticos e do oriente médio.

Nesse quadro, o real apresenta uma fonte adicional de variância por causa da incerteza local sobre os movimentos das taxas de juros, e mostra resistência diante do dólar, em parte porque o Brasil se beneficia quando se leva em consideração uma cesta de moedas.

O fenômeno não se restringe aos EUA, onde o governo está absorvendo tanto risco de crédito que precisa agir com o cuidado necessário para manter o Congresso solidário com as autoridades fiscais e monetárias. As propostas de reforma englobadas no chamado Plano Paulson servem ao propósito de ao mesmo tempo dar respaldo ao Fed para absorver riscos e estender a fiscalização a instituições financeiras não bancárias (corretores e bancos de investimentos) que estavam fora de sua jurisdição e tiveram de ser abrigadas nos recursos de redesconto. Em maior profundidade, propõe-se reformular o sistema regulatório que se tem mostrado ineficaz na ação preventiva que é necessária como parte da regulação prudencial de instituições financeiras.

O projeto de mudança regulatória anunciado por Henry Paulson prevê a oficialização do poder do Fed de socorrer instituições não bancárias (bancos de investimentos e *broker dealers*) e propõe uma fusão entre a SEC e a Comissão que regula os negócios com futuros (CFTC), com o objetivo de aumentar o poder de regular o mercado de derivativos em nome da prudência financeira. Propõe também a criação de um órgão de supervisão da conduta dos bancos e instituições financeiras, com caráter preventivo. A configuração proposta pelo Tesouro aumenta o papel do Fed no sistema de regulação financeira, tentando dar ênfase ao caráter preventivo e manter a crença na auto regulação que caracteriza a filosofia americana na área financeira, que ficou abalada desde os escândalos da Enron e dos abusos debitados à crença no poder de defesa dos seguros de carteiras baseados nas estratégias de *hedge*. Como resultado, o Fed ficaria no topo do sistema, absorvendo no processo funções regulatórias que ampliam a base legal para o socorro às instituições em caso de risco sistêmico (Ver o sumário das medidas no [Apêndice](#)).

No mercado internacional, os preços das ações do G3 reagiram bem e interromperam a queda praticamente contínua desde o pico de *Halloween* até o final de março. A extensão das perdas dependem mais das moedas em que são medidas, mas os números já são impressionantes para as carteiras que refletem os índices. Em ienes, as quedas estão em torno de 24%, entre 12 e 13% em dólares e, em euros em torno de 20%. Além do aumento esperado da correlação em tempos de crise, razões adicionais são a perspectiva de menores lucros, a incerteza sobre as perdas dos bancos e os efeitos que a contração do crédito possa a vir a ter sobre as empresas nos próximos meses. Os dados revistos para o PIB americano mostraram que os lucros das empresas já caíram 3,3% no último trimestre de 2007, sem incluir as perdas e provisões devidas aos problemas nos mercados de hipotecas. No ano como um todo, os lucros corporativos cresceram 2,7% em comparação com 12,6% em 2006, mas as perdas dos bancos reveladas no primeiro trimestre de 2007 explicam porque as projeções de preços de ações estão tão voláteis.

Está havendo, além disso, uma migração de recursos dos fundos de ações para Fundos de *Money Market* que administram um total de US\$3,5 trilhões e receberam no primeiro trimestre algo como \$140 bilhões, - comparado com \$240 bi durante todo o ano de 2007, segundo estimativas divulgadas pelo Financial Times. Os beneficiários dessa migração foram alguns mercados emergentes (principalmente Rússia, Índia, Taiwan) e fundos de commodities que receberam US\$ 3 bilhões – o triplo de um ano antes. Os preços das *commodities* agrícolas continuam a receber análises favoráveis. Apesar do susto de meados de março, ainda se beneficiam das projeções favoráveis do consumo chinês. O [Artigo de Conjuntura](#) examina a questão dos preços das *commodities*, seu comportamento no ciclo e avalia a importância para a balança comercial brasileira.

Finalmente, a queda do dólar continua a contribuir para a melhoria do desequilíbrio da conta-corrente americana, mas a velocidade tem agravado as tensões nos mercados financeiros. Os movimentos cambiais ainda não encontraram os limites para as mudanças. A novidade principal do mês foi a decisão chinesa de aceitar valores mais altos para o yuan, diante das pressões inflacionárias locais. A segunda novidade importante nessa área é a perspectiva de diminuição da exposição ao dólar, de fundos asiáticos e do oriente médio.

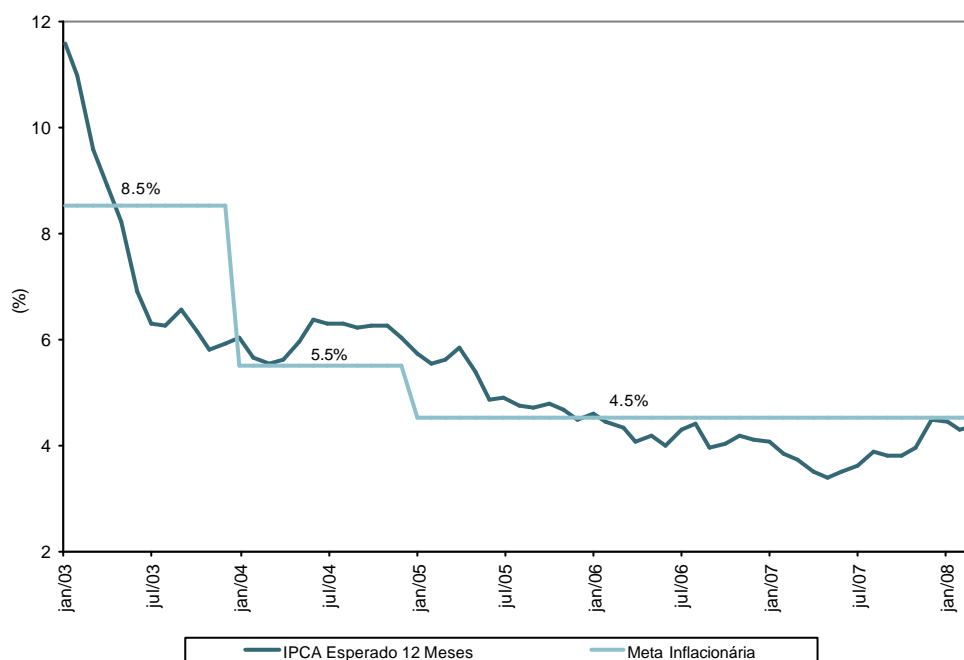
Nesse quadro, o real apresenta uma fonte adicional de variância por causa da incerteza local sobre os movimentos das taxas de juros, e mostra resistência diante do dólar, em parte porque o Brasil se beneficia quando se leva em consideração uma cesta de moedas.

O Relatório de Inflação sanciona aumento da inflação projetada

O Relatório de Inflação do Banco Central para o primeiro trimestre confirmou nossa análise de que a economia brasileira continua em ritmo de aquecimento propellido pelo aumento da oferta de crédito, e que a inflação brasileira medida pelo IPCA deve continuar a acelerar em 2008. O Banco Central tem uma tarefa complicada: alertar para os riscos de rompimento da meta, que ficam cada vez maiores, e ao mesmo tempo evitar que esse alerta contamine as expectativas e torne mais custosa a tarefa de reversão da tendência atual.

O Relatório de Inflação do Banco Central para o primeiro trimestre confirmou nossa análise de que a economia brasileira continua em ritmo de aquecimento propellido pelo aumento da oferta de crédito, e que a inflação brasileira medida pelo IPCA deve continuar a acelerar em 2008, a exemplo do que ocorreu em 2007, quando acelerou 1,3pp para 4,46%. Grande parte dessa aceleração de 2007 ocorreu no final do ano, e, durante o primeiro trimestre de 2008, a inflação continuou a acelerar-se. O Banco Central tem uma tarefa complicada: alertar para os riscos de rompimento da meta, que ficam cada vez maiores, e ao mesmo tempo evitar que esse alerta contamine as expectativas e torne mais custosa a tarefa de reversão da tendência atual. Até agora, durante a administração Lula, a confiança na manutenção da estratégia de metas ajudou a ancorar as expectativas de inflação, como se pode ver na [Figura 1](#). Isso fez, por exemplo, com que o aumento da inflação em 2004 fosse revertido em pleno ano eleitoral, e permitisse até mesmo que a meta fosse reduzida de 5 para 4,5% ao ano.

Figura 1: Expectativas de Inflação 12 Meses e Meta



Fonte de Dados: Banco central do Brasil e Focus

O Banco Central reconheceu que, em 2007, “a dinâmica inflacionária adveio do comportamento dos preços administrados, que pela primeira vez registraram variação no ano (1,65%) inferior à dos preços livres (5,73%)”. Pode-se contar com a mesma ajuda para 2008?

O governo recusou-se, no ano passado, a reduzir a meta para 4% e a inflação esperada, que estava em declínio, passou a acelerar-se ao longo do ano, em um movimento que acompanhou a aceleração da demanda global, impulsionada pelas taxas de juros menores, pelos gastos públicos em expansão e pelo extraordinário ritmo de crescimento da oferta de crédito ao setor privado. Até pouco tempo, como ilustrou o Relatório de Inflação do final do ano, os preços administrados (“monitorados”, no jargão oficial) desempenharam um papel importante no otimismo inflacionário. O Banco Central reconheceu que, em 2007, “a dinâmica inflacionária adveio do comportamento dos preços administrados, que desde a implantação do Regime de Metas para Inflação, em 1999, pela primeira vez registraram variação no ano (1,65%) inferior à dos preços livres (5,73%)”. Pode-se contar com a mesma ajuda para 2008? Particularidades nos contratos de energia elétrica e políticas de preços de combustíveis da Petrobrás eram os principais fatores do otimismo. Além disso, desempenhavam papel importante os preços dos produtos agropecuários, tanto pela recuperação da oferta do leite que atingiria os laticínios em geral, quanto pela fase favorável dos preços dos produtos agrícolas de exportação, beneficiados por correções dos exageros do ano passado e pela continuidade esperada do real forte.

Nada que pudesse ser atribuído à gestão da demanda global, que continua voltada para a aceleração da despesa privada sem sinais de compensação da despesa pública.

Os sinais positivos nos resultados de 2007 aumentam a incerteza quanto aos juros.

Ou seja, nada que pudesse ser atribuído à gestão da demanda global, que continua voltada para a aceleração da despesa privada sem sinais de compensação da despesa pública.

Os sinais positivos nos resultados de 2007 aumentam a incerteza quanto aos juros. O robusto aumento do investimento bruto fixo de 13,4%, e o crescimento das importações de bens de capital em torno de 35% poderiam justificar projeções menos pessimistas para a inflação, se não fossem as defasagens entre os gastos de investimento e seu impacto sobre a capacidade produtiva. No mundo real, predominam no curto prazo os efeitos de uma demanda em expansão exagerada, que cumpre ser moderada.

Política

Com o apoio popular em alta, os aliados de Lula reabrem a discussão do terceiro mandato, os aliados do Presidente disputam seu apoio direto nas eleições e os exageros geram novos escândalos e trazem novos riscos para os investidores no Brasil. Ou seja, o Brasil continua a ser um investimento especulativo.

Com o apoio popular em alta, os aliados de Lula reabrem a discussão do terceiro mandato. Os partidos que formam a aliança governista no Congresso têm prestado relevantes serviços ao governo, ao bloquear iniciativas da oposição com potencial relevante de desgaste para Lula, como é o caso do uso abusivo dos cartões corporativos. Os aliados do Presidente disputam seu apoio direto nas eleições, o que o torna mais personalista, na medida em que seu prestígio resulta da combinação de carisma e identificação com a capitalização eleitoral da abundância de recursos públicos e propaganda permanente, sob o guarda-chuva do PAC e da Bolsa Família. Os exageros geram novos escândalos e trazem novos riscos para os investidores no Brasil. As necessidades de juros maiores representam, na prática uma aceitação de que o risco não caiu como se esperava, e os prêmios continuam suficientemente elevados para atrair capital mais arisco. Ou seja, o Brasil continua a ser um investimento especulativo, o que permite que o governo navegue sem temores a deterioração da conta-corrente, graças à acumulação de reservas. Com o passar do tempo e a visão de que a atratividade brasileira só diminui por força de desastre externo, voltam as propostas de um terceiro mandato, especialmente diante da ausência notória de um candidato que mereça o empenho efetivo do Presidente.

DONISIO DIAS CARNEIRO

Referências Bibliográficas

Perspectivas para a Inflação. Relatório de Inflação, v. 10, nº 1. **Banco Central do Brasil**. Mar. 2008.

BREWSTER, D. Investors pull almost \$100bn out of equity funds. **Financial Times**. Mar. 2008.

Apêndice

O Plano Paulson

- Nova Configuração: três novas agências que consolidam o grande número de órgãos reguladores:

- PFRA - Prudential Financial Regulator Agency
- CBRA - Business Conduct Regulator resulta da fusão da SEC e CFTC
- FIGC - Regulador nacional para Seguros – A FDIC reconstituída como

Federal Insurance Guarantee Corporation, FIGC, administraria não só o seguro de depósitos, como também o FIGF (Federal Insurance Guarantee Fund). FIGF: dar maior transparência e uniformidade ao sistema de garantias governamentais.

- Fed: mandato de “estabilidade do sistema financeiro”

O Mandato amplo implica que estão sob o “guarda-chuva” do Fed:

- Os dois novos órgãos reguladores: PFRA e o CBRA, o OCC (Office of the Comptroller of the Currency) e OTS (“Office of Thrift Supervision”), ambos do Tesouro. A OTS última será gradualmente extinta, ficando suas atribuições com o OCC, que passa a responder ao PFRA.

- A Regulação de hipotecas: criação do MOC (Mortgage Origination Commission), cuja principal função é dar o carimbo de aprovação para a securitização de hipotecas, cujo board do MOC fica constituído por 6 membros – Fed, OCC, OTS, FDIC, National Credit Union Administration e Conference of State Bank Supervisors.