

O Vórtice do Crédito

Dionísio Dias Carneiro
Economista, diretor da Galanto Consultoria e do IEPE/CdG
18 de dezembro de 2008

Os bancos centrais de todo o mundo se esforçam para reverter o rodado que se formou nos mercados de crédito. O processo de encolhimento que está em andamento caracteriza um vórtice, definido pela interação cumulativa da contração do crédito, que provoca o declínio da atividade econômica e da renda de empresas e famílias, que piora a qualidade do crédito e que provoca maior contração.

Poderão as quedas de juros interromper este processo cumulativo?

É útil ter em mente duas idéias simples. A primeira é que a oferta de crédito é produto da base de capital dos que emprestam (que servem apenas para suprir as perdas eventuais), pelo grau de alavancagem do sistema como um todo (definida pelos débitos dos emprestadores junto ao público não financeiro). Inovações financeiras podem permitir uma alavancagem maior por diminuir a necessidade de capital por real emprestado. A segunda idéia é que em caso de extrema incerteza, os mercados de crédito ficam racionados, no sentido técnico do termo, ou seja, o preço do crédito não consegue equilibrar oferta e procura, e assim, convivem o excesso de oferta em alguns segmentos com excesso de demanda em outros. Mercados segmentados ficam sujeitos ao fenômeno que se denomina “empoçamento” da liquidez. No caso presente, essa incerteza deveu-se à constatação de que apesar das inovações, o grau de exposição de bancos e depositantes às perdas era muito maior do que se imaginava.

A partir dessas idéias, podemos arguir que há uma diferença essencial entre as contrações de crédito que decorrem de política monetária restritiva e as contrações de crédito originadas de um choque negativo de natureza sistêmica. As primeiras podem ser exemplificadas pelas recessões mais comuns, como a do início dos anos oitenta, que resultou da decisão de Paul Volcker de aumentar os juros para combater a inflação americana. A diminuição da alavancagem do sistema bancário interrompeu um ciclo de expansão inflacionária. Apesar do efeito catastrófico sobre os bancos que estavam excessivamente expostos aos riscos de países emergentes e aos riscos imobiliários, aquela contração destruiu relativamente pouco capital bancário. Mais importante, a contração pôde ser revertida, quando os juros baixaram depois que a inflação respondeu à política monetária. “A Grande Moderação” que se seguiu foi caracterizada por movimentos suaves dos juros e pequenas oscilações do nível de atividade. Isso estimulou uma variedade de inovações financeiras e níveis de alavancagem extremos, alimentados pelo otimismo da era Greenspan.

Os surtos de otimismo que resultam dos recentes anúncios de baixa de juros e de medidas para aumentar a liquidez bancária são consequência do pressuposto de que a contração atual de crédito é semelhante à que é gerada pela política monetária contracionista.

Parecem injustificados, porque o caso agora é outro. A contração atual começou com a perda de capital gerada pelos prejuízos resultantes da alavancagem excessiva alimentada pelo otimismo e pelo dinheiro barato. A queda do crédito é fruto da combinação dessa diminuição da base de capital do sistema com uma forte desalavancagem não só do

sistema bancário, mas também dos fundos de poupança de diferentes modalidades, e que atinge empresas e famílias em todo o mundo.

O resultado prático é que, apesar da injeção de capital e de liquidez, a custo praticamente zero, o sistema ainda continua sugado pela força do vórtice provocado pela fuga ao risco. Na prática, as curvas de juros, que mostram as diferenças entre as taxas longas e as taxas curtas, ainda se mostram pouco estimulantes para a transformação de maturidades que é a característica da oferta de crédito em condições normais: captar a prazo menor do que o prazo a que empresta. Os juros baixos na ponta curta não são suficientes para compensar os prêmios de risco que ainda estão elevados diante da piora esperada para a qualidade dos devedores.

Em suma, além dos juros, precisa cair o prêmio de risco, o que requer tempo e mais do que simples ato de vontade dos bancos centrais e dos governos. A cicatrização dos danos às empresas, às famílias e à confiança nos intermediários consumirão os próximos cinco a seis trimestres, antes que o redirecionamento dos investimentos possa sinalizar os novos rumos para o crescimento econômico.