

O Sétimo Selo

Dionísio Dias Carneiro

Economista, diretor da Galanto Consultoria e do IEPE/CdG

26 de março de 2009

Visões nada animadoras acerca das ações do governo Obama para conter a crise, nos remetem aos pesadelos visionários de São João, quando este se refugiava na ilha de Patmos. As mensagens aos êfesos que resultaram dessas visões formam o que é conhecido como o Apocalipse. Há alguns meses, o prof. Brad DeLong, de Berkeley, historiador econômico e ex-subsecretário do Tesouro de Bill Clinton previu que haveria sete tentativas de políticas para lidar com esta crise. Serão os sete selos?

A primeira foi a oferta de liquidez interbancária em agosto de 2007, quando se tentou impedir que a crise que atingiu os bancos europeus chegasse aos EUA. A segunda foi a queda de juros, dois meses depois, para combater as expectativas de deflação, seguida do afrouxamento quantitativo. A terceira foi o envio de cheques de devolução de impostos para estimular o consumo. Segundo Martin Feldstein, apenas 19% da devolução virou consumo. A quarta foi a administração federal das aquisições e fusões, como a que permitiu a absorção do Bear Sterns pelo J.P.Morgan, a confirmação do caráter estatal de Fannie e Freddie, a nacionalização *de facto* da AIG. O movimento foi interrompido pela quebra da Lehman, segundo Tim Geithner, por falta de base legal. Uma base legal ampla e irrestrita foi tentada na quinta tentativa, o Plano Paulson, segundo o qual o Congresso lhe daria US\$700 bilhões de munição sem questionar seu julgamento. Não funcionou nem pela base legal nem pela estratégia de diminuir a oferta de ativos podres na praça de modo a encorajar os investidores privados a comprar o resto. A sexta tentativa foi a decisão de recapitalizar, à européia, os bancos americanos com dinheiro público. O capital sumiu, empurrando o governo para enfrentar o verdadeiro tamanho do abismo. Finalmente, a sétima tentativa foi o programa “keynesiano” de gastos devidamente empacotado por Obama como reformas estruturais para permitir a economia americana sair da recessão mais competitiva e tentar evitar a desmoralização do dólar. A tarefa é hercúlea, pois a trajetória da dívida pública de um governo sem restrição de gastos aponta para uma saída inflacionária que pode decretar o fim da moeda internacional de emissão soberana, como sugerem os chineses.

Os economistas mostram-se divididos quanto às possibilidades de abreviar a recuperação sem a estatização das principais instituições financeiras. Mas o governo americano se esforça para preservar o papel dos mercados na precificação dos ativos podres. Não fosse a indignação pública provocada pelos bônus pagos com dinheiro público, talvez o ceticismo quanto ao Plano Geithner de 23 de março fosse menor.

O que virá depois do sétimo selo? No Apocalipse de São João, as trombetas fazem tremer a terra, mas anunciam a chegada do Paraíso. O Paraíso anunciado pelo Apocalipse é uma boa imagem para a tentativa de separar o passado pecaminoso de um futuro virtuoso e lucrativo. No caso presente, a novidade veio na forma de um novo tipo de qualificação “*legacy assets*”. Isso requer achar preços “justos” para os ativos sem preço que pesam nas asas dos bancos e impedem a decolagem da oferta de crédito, sob nova regulamentação (que ainda não veio) e sob nova confiança (ainda a ser restaurada).

Programas deste tipo geram dois temores (o que não significa que não devam ser tentados). Um, é que não ressuscitem a oferta de crédito, a exemplo das outras tentativas

de fazer o sistema pegar outra vez. Ou seja, falte fé. Outro temor é que os subsídios sejam tamanhos que impliquem transferências impalatáveis de dinheiro público para os acionistas dos bancos, um desafio político para Obama. Ou seja, sobre indignação.

O programa é um esforço engenhoso para gerar preços de mercado, e evitar a solução deselegante de estatizar totalmente os bancos atingidos, o que dispensaria o governo de ter de avaliar ativo por ativo, antes de absorvê-los. O primeiro teste: os mercados de ações reagiram bem aos primeiros anúncios. O segundo teste depende dos resultados práticos dos leilões. Para mim, não é claro que o novo plano restaure a funcionalidade do sistema financeiro. Não há seguro de crédito disponível, nem atratividade para a capitalização privada das instituições sobreviventes. Ou seja, pode requerer mais quebras ou estatização. Além disso, o aumento da inflação esperada não costuma aumentar a oferta de crédito, mas a demanda. O caminho do Paraíso requer *spreads* em baixa dos títulos privados. Não há sinal disso no horizonte.