

## A CRISE E A DAMA DE ESPADAS

Ubiratan Iorio

John B. Taylor, professor da Universidade de Stanford, acaba de publicar um instigante artigo, “The Financial Crisis and the Policies Responses: an Empirical Analysis of What Went Wrong” (Working Paper 14631, <http://www.nber.org/papers/w14631>, National Bureau of Economic Research, janeiro de 2009). Taylor é um respeitado economista especializado em Economia Monetária e pode ser classificado como um *keynesiano* competente, moderno e moderado. No entanto, o fato de ser *keynesiano* não o impede de afirmar categoricamente que o intervencionismo governamental do Fed não apenas foi a principal causa da crise financeira que se abateu sobre o mundo em 2007-2008, mas também que é o responsável por seu prolongamento e por sua gravidade. Segundo o Prof. Taylor, tudo começou após o abandono, depois de duas décadas (período que denomina de “Grande Moderação”), de certos princípios de condução da política monetária para a fixação da taxa de juros pelo Fed; o prolongamento deve-se a um diagnóstico incorreto – o da “falta de liquidez”, quando o problema não estava nisto, mas em um agravamento do *risco de contraparte* –, o que levou o Fed a adotar respostas inapropriadas; e o agravamento foi provocado pela adoção de medidas como o suporte a certas instituições financeiras e seus credores (como nos casos de *Fannie e Fred*), enquanto outras foram abandonadas pelo governo (como a Lehman Brothers), isto é, a um comportamento *ad hoc*, que só teria feito crescer o risco e a incerteza.

O *risco de contraparte* refere-se ao perigo de que, em um contrato de compra e venda, o vendedor corre o risco de o comprador não pagar e o comprador o risco de não receber o bem ou serviço que adquiriu. No artigo de Taylor o risco de contraparte é o risco de que um pagamento não seja honrado ou de que a entrega do título (ou pagamento de juros e cupons) não seja cumprida. Então quem empresta dinheiro no interbancário (compra títulos) exige um retorno maior (cobra um *spread* maior em relação à *Libor*) e quem toma dinheiro emprestado (vende títulos) é obrigado a pagar uma taxa maior.

Em geral, as câmaras de compensação e liquidação assumem o papel de contraparte central em alguns tipos de contrato. Por exemplo, no Brasil a BM&F assume o papel de contraparte central nos contratos de derivativos que oferece.

Assim, se o vendedor não entregar a mercadoria para o comprador, a BM&F é obrigada a entregar e, se o comprador não pagar ao vendedor, a BM&F também é obrigada a arcar com o pagamento. Isso reduz o risco de quebra geral. O Banco Central controla os mecanismos de controle de risco (chamados de margens, exigência de garantia dos participantes) da BM&F, para que tenha condições de assumir o papel de contraparte central.

É sempre reconfortante quando um respeitado economista, tido como *keynesiano*, escapa ao lugar comum da maioria de seus colegas (como, por exemplo, Paul Krugman, para não falarmos dos que assessoram o ministro Mantega), que insistentemente vêm atribuindo a crise às “falhas de mercado”. Taylor, em seu *paper* deixa claro que a origem dos sérios problemas que a economia mundial atravessa está nas falhas de governo! É também motivo de satisfação para mim, que passei a me interessar pela Escola Austríaca de Economia depois de anos de teoria e prática de Análise Macroeconômica pura, encontrar um diagnóstico semelhante (ver, por exemplo, meus Artigos do Mês de outubro e de novembro de 2008, bem como a seção de vídeos em meu *site*), emitido por um afamado colega estrangeiro que usa um instrumental teórico bastante diferente daquele sugerido por Mises, Hayek, Garrison e outros (desconhecidos, infelizmente, pela maioria dos economistas).

A orgia que o Fed promoveu nos juros fica patente no gráfico abaixo, extraído da revista *The Economist* de 18 de outubro de 2007, que descreve a trajetória da taxa de juros observada (linha azul) e que mostra também a taxa de juros que deveria ter sido praticada, caso a regra que conduziu o período da “Grande Moderação” – conhecida como “regra de Taylor”- fosse mantida (linha vermelha). Com efeito, a taxa de juros estabelecida pelo Fed caiu para menos de 2% em 2002, chegou a 1% em 2003 e aí permaneceu até meados de 2004, quando passou a subir até 2006, quando deveria, entre 2002 e 2004, ter sido estipulada, na média, entre 4% e 5% ao ano.

Taxas de juros (Federal Funds, USA)  
(observadas e contrafactuais)

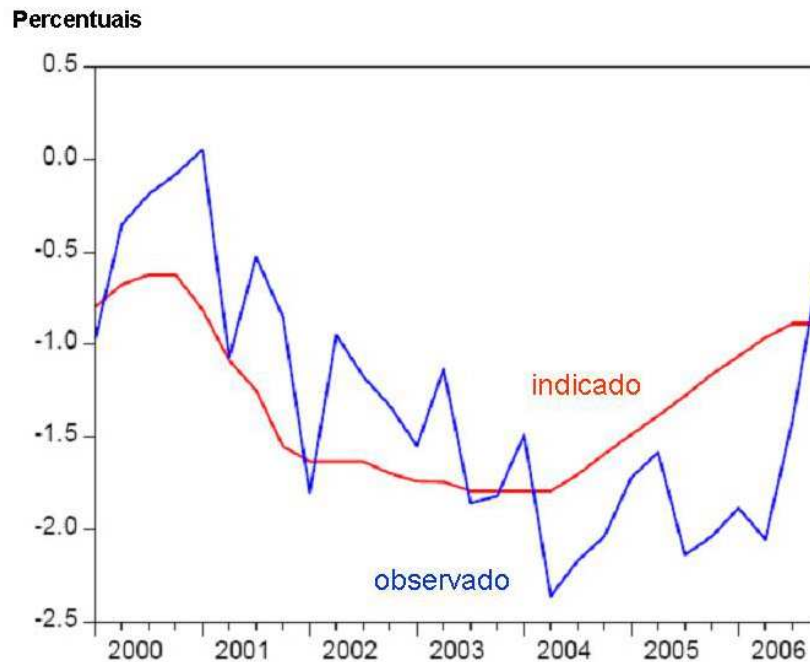


Fonte: John Taylor, "Housing and Monetary Policy", Sept. 2007

A linha azul caiu para menos de 2% em 2002, chegou a 1% em 2003 e aí permaneceu em 2004, quando passou a subir até 2006. A linha vermelha mostra a trajetória que deveria ter sido adotada pelo Fed, caso a "regra de Taylor" tivesse sido observada. A regra pode ser resumida em uma equação simples:

$$i_t = \pi_t + r_t^* + a_\pi(\pi_t - \pi_t^*) + a_y(y_t - \bar{y}_t), \text{ em que}$$

$i_t$  é a taxa de juros nominal de curto prazo, considerada como alvo pelo Fed;  $\pi_t$  é a taxa de inflação medida pelo deflator implícito do PIB;  $\pi_t^*$  é a meta de inflação;  $r_t^*$  é a taxa real de juros considerada como "de equilíbrio";  $y_t$  é o PIB real observado e  $\bar{y}_t$  é o PIB potencial ou tendência). A equação apenas nos diz que o Fed deve levar em conta, ao estabelecer a taxa nominal de juros de curto prazo básica: (1) a inflação corrente, (2) a taxa de juros real que equilibraria a demanda e a oferta de fundos e (3) os desvios da inflação observada em relação à inflação desejada e do PIB observado em relação à tendência de longo prazo do PIB. Quanto maiores forem a inflação, a taxa de juros real de equilíbrio e os desvios para mais da inflação observada em relação à meta de inflação e do PIB corrente em relação à sua tendência, maior deve ser a taxa de juros a ser fixada pelo Fed. Mas as autoridades monetárias americanas, para manter a economia aquecida, não seguiram esta boa praxe, especialmente entre 2002 e 2004 e, a rigor, até 2006, preferindo adotar uma política monetária excessivamente frouxa. O gráfico seguinte, extraído do artigo de Taylor, mostra que o mesmo comportamento foi seguido pelas autoridades monetárias da Europa, com um retardo, desde o final de 2003 até 2006. Observem os fortes desvios da taxa de juros observada em relação à indicada pela "regra de Taylor", ocorridos especialmente em 2004 e do segundo semestre de 2005 até o final do primeiro semestre de 2006.

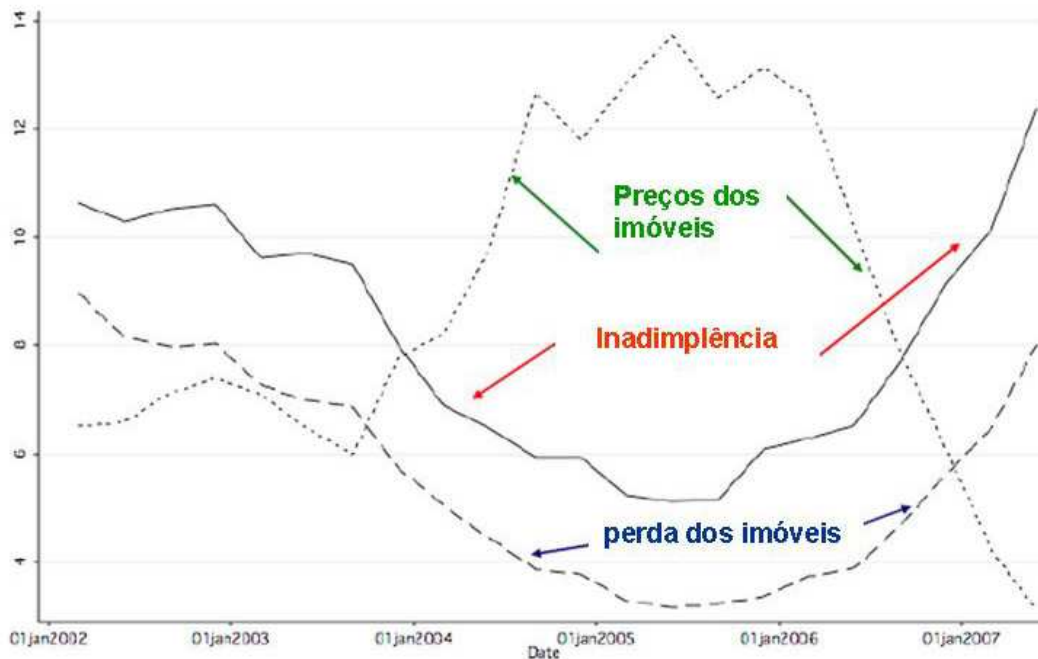


Para os economistas “austríacos”, estava plantada a semente da crise! Bastava que, a partir daí, o governo a regasse. Para os economistas da tradição de Chicago, também! E até mesmo para bons *keynesianos*, como Taylor, que, embora acreditando - por razões técnicas, que nada têm a ver com ideologia, em algum intervencionismo -, defendem estabilidade de regras. Mas as regras nada tiveram de estáveis, nem nos Estados Unidos, nem na Europa e, tampouco, na Ásia. A semente foi regada e de maneira irresponsável. Temo que, com as atuais pressões que o Banco Central do Brasil vem sofrendo para reduzir a taxa Selic por razões estritamente políticas, setoriais e ideológicas, fantasiadas sob o pretexto de “evitar que a crise se agrave no Brasil”, nosso governo embarque nessa autêntica canoa furada e repita aqui os erros cometidos nos países desenvolvidos, em que a farra não se restringiu a taxas de juros excessivamente baixas, mas a uma série de pajelanças de causar inveja aos economistas brasileiros que, a partir dos anos 80, fizeram pacotes e mais pacotes, com cinco congelamentos de preços, que arreventaram com a nossa economia. Temo mais ainda porque sabemos que, nas terras de nosso país, em se plantando, tudo dá e, sendo assim, bastam poucas gotinhas de heterodoxia para a crise deixar de ser uma “marolinha” e transformar-se em uma onda havaiana... Isto é preocupante, porque uma das poucas instituições públicas que vêm funcionando bem no atual governo brasileiro é o Banco Central, cuja política responsável é exatamente o alvo de críticos heterodoxos, de empresários gananciosos e de políticos para os quais não encontro no momento um adjetivo adequado, de tão afastados que estão em relação ao verdadeiro bem comum.

Nos Estados Unidos, o governo encorajou a compra de casas próprias com hipotecas às quais se aplicava a *sub-prime*, o que contribuiu para aumentar fortemente a demanda por hipotecas e para elevar o risco de contraparte (*counterpart risk*): o *spread* entre a Libor e o OIS (Overnight Index Swaps) - que é uma boa medida para essa modalidade de risco - saltar de 10 pontos básicos (Bps) em agosto de 2007 para 120 Bps no restante de 2007 e para 400 Bps em 2008,

provocando o que Taylor e os analistas financeiros denominam de *black swan*. Em bom português, um cisne negro.

Existe uma correlação entre aumento do *risk taking* e taxas de juros artificialmente baixas, mostrada no gráfico abaixo (também extraído de Taylor), que mostra, em porcentagens, a “inflação” no mercado de imóveis acompanhada pela maior inadimplência e pela maior tomada de casas por parte dos credores:



Podemos verificar o forte aumento nos preços dos imóveis observado entre meados de 2003 até o início de 2006 (período em que a taxa de juros do Fed esteve excessivamente baixa) e o seu declínio posterior. Observamos também a correlação negativa existente entre as taxas de inadimplência e de perda com a os aumentos nos preços das residências. A explicação de Taylor para esse fenômeno é que os benefícios de possuir uma casa própria, talvez trabalhando mais horas para honrar as hipotecas, aumentam quando os preços dos imóveis estão em ascensão, mas, quando esses preços estão em queda, eles caem e podem tornar-se negativos se os valores dos imóveis ficarem menores do que os das hipotecas, tal como ocorreu a partir de 2006.

Sei que não escrevo apenas para economistas e por isso sugiro aos leitores que apenas tenham alguma familiaridade com o *economês*, ou que, pelo menos, não fujam espavoridos à vista da primeira equação ou gráfico, que leiam o artigo de Taylor, no *link* acima indicado. Não é difícil de entender e vale a pena.

Mas, a esta altura, você deve estar perguntando por que o título deste artigo refere-se a uma misteriosa Dama de Espadas... Bem, a metáfora é do próprio Taylor. Todos conhecem aquele joguinho que vem no Windows, o Jogo de Copas, em que nenhum dos participantes sabe com quem está a Dama de Espadas e quem “morrer”

com ela perde muitos pontos. Pois no jogo da crise financeira que vem sacudindo a economia mundial distribuiu-se não apenas uma dessas fatídicas cartas, mas muitas... Cada Dama de Espadas era uma modalidade de título lastreado em hipotecas “podres” incentivadas pelo governo americano e os agentes econômicos, tanto *bears* como *bulls*, não sabiam que existiam e muito menos com quem estavam. Detinham-nas, talvez, pensando tratar-se de Damas de Copas. Há mais de um ano, não se sabia que bancos detinham Damas de Espadas em suas carteiras e até hoje ainda não se sabe exatamente onde estão enfiadas. Por isso, para Taylor, o risco nos balanços das instituições financeiras, provocado pelo excesso de liquidez, deve ser considerado como o coração da crise. O problema não é de falta de liquidez, mas de excesso de risco, provocado por excesso de liquidez. Portanto, aumentar a liquidez, baixar os juros e aumentar gastos públicos não vai resolver. A crise de hoje é bem diferente da que ocorreu na chamada Grande Depressão. Naquele tempo, não havia Damas de Espadas penduradas nos balanços de instituições financeiras.

Teremos que esperar algum tempo – a rigor, ninguém pode dizer exatamente quanto – até que todas as Damas de Espadas existentes nos balanços do mundo sejam reveladas e a economia mundial possa voltar à normalidade. Nem mesmo Barack Obama – elevado, pelo que transparece na mídia, à condição de santo milagreiro pela esquerda mundial, poderá fazer milagres.

Só espero que nossas autoridades econômicas não executem aqui o que não deu, não está dando e não poderá dar certo no resto do mundo. Já nos bastam os muitos naipes completos de cartas de Espadas que temos aqui...