

EUA: fatos recentes e alguns marcos institucionais

Não é difícil argumentar que na origem da crise atual dos empréstimos de segunda linha financiadores do setor de construção civil nos EUA estaria o problema do crescente desequilíbrio entre despesas e receitas públicas. Basta admitir que a elevação dos juros ocorrida a partir de 2001 teria vindo na esteira do crescente déficit do governo americano.

Embora os EUA não sigam explicitamente uma política de metas de inflação, na prática opera como se assim fosse. Isto posto, ao déficit fiscal teria se contraposto a elevação das metas de taxas básicas de juros determinadas pelo Federal Reserve. Tratando-se de um país que opera com câmbio flexível e elevada mobilidade de capitais, o controle da inflação fica bastante facilitado pela valorização cambial e pela entrada líquida de bens e serviços de outros países daí decorrente. A contrapartida é um imenso déficit na conta corrente do balanço de pagamentos. O



Rubens Penha Cysne

Professor da Escola de Pós-Graduação
em Economia da FGV
(<http://www2.fgv.br/professor/rubens/>)

processo repete o que já ocorreu com os Estados Unidos em meados dos anos 80, mas agora dificultado em função da guerra com o Iraque e do combate interno ao terrorismo.

Como os empréstimos de segunda linha (*subprime*) costumam operar com juros pós-fixados e ter como alvo mutuários de baixa renda, uma consequência

da elevação imprevista das taxas de juros passa a ser a inadimplência sistêmica; e, num próximo passo, os grandes e graves prejuízos das instituições financeiras que embarcaram nesta forma mais fácil (porém sabidamente arriscada) de fazer dinheiro.

O quanto esta linha de argumento fiscal explica a crise é questão em aberto. Por um lado, o atual nível do déficit fiscal e da dívida líquida interna americana pode ser realmente vislumbrado como um “fato novo”. De fato, ao final do governo Clinton previa-se um superávit do governo em constante elevação até 2010. Talvez se pudesse prever, nesta época, o corte de impostos efetuados ao início do governo Bush (no que faz seu governo assemelhar-se ao governo Reagan); mas não os atentados de 2001, as guerras do Iraque e do Afeganistão, os novos custos do combate interno ao terrorismo, bem como as novas despesas do Medicare/Medicaid.

Embora os EUA não sigam explicitamente uma política de metas de inflação, na prática opera como se assim fosse

Por outro lado, entretanto, seria de se esperar que o estado atual das teorias de avaliação de risco, bem como a existência, hoje em dia, de uma poderosa indústria de *ratings*, colocasse freios automáticos a qualquer trajetória de ação individual não mais suportada pela evolução macroeconômica subjacente. O fato de isto não ter ocorrido intriga todos os observadores da crise, em particular aqueles que devido à mesma perderam parte substancial do valor acumulado de suas poupanças.

No que diz respeito a esta falha conjunta da indústria de avaliação de risco e de parte não trivial da indústria de empréstimos, há várias teorias explicativas. Alguns alegam que os conselhos de administração de muitos bancos preocuparam-se mais com a nomeação de profissionais de renome em qualquer área do que com profissionais que realmente entendessem como funciona o setor de empréstimos e derivativos. Outros lembram também que, em muitos casos, teria havido interseção demasiada grande e/ou conjunção de interesses demasiada perigosa entre conselhos de administração e os braços executivos de diferentes instituições financeiras.

Avaliação imprecisa — A indústria de *ratings*, por sua vez, uma vez mais não teria sabido avaliar a tempo e com a precisão necessária os efeitos da crise de confiança que emana do risco sistêmico. Aqueles investidores que desprezaram as avaliações de tal indústria e fizeram aplicações em títulos públicos brasileiros, ainda hoje em dia avaliados como abaixo do grau de investimento (*investment grade*), saíram-se bem melhor do que aqueles que investiram em empréstimos de segunda linha no mercado de construção civil americano.

Os Estados Unidos apresentam-se sempre como um ponto fora da linha nas análises usuais de avaliação de *rating*. Suas avaliações costumam situar-se em posições bem mais favoráveis do que fariam sugerir o nível de sua dívida pública interna, do seu déficit fiscal e do seu déficit em conta corrente. A explicar tal

fato, evidentemente, estão várias variáveis subjacentes usualmente não levadas em consideração em modelos puramente macroeconômicos, tais como o poderio militar e o inigualável estoque de capital físico e humano deste país.

Embora nem sempre funcione a contento, como mostra a situação atual, reside também nas instituições parte da razão da pujança deste país do norte. Tracemos um rápido paralelo com o Brasil na questão de independência entre os Poderes.

Mais próximo à linha imaginada por Charles de Montesquieu, nos Estados Unidos o Executivo e o Legislativo são pró-ativos, cabendo apenas o Judiciário esperar que os fatos sejam-lhe apresentados para que se dê início a sua ação. No Brasil o Legislativo compartilha em demasia com o Judiciário esta qualificação de passividade.

Um primeiro exemplo é o conhecido fato de, em nosso país, mais de 85% das novas leis terem origem no Executivo, ao invés de no Legislativo. Um segundo exemplo é dado pela inexistência, no Brasil, no seio da Comissão de Orçamento, de sugestões de modificações legislativas que impliquem redução das despesas compulsórias (ou seja, aquelas decididas fora da discussão orçamentária anual, como as despesas da Previdência) sempre que estas desloquem em demasia as despesas discricionárias (ou seja, aquelas se decidem efetivamente no contexto da Lei Orçamentária Anual). Nos Estados Unidos, dá-se a este procedimento, de iniciativa do Legislativo, o nome de *Reconciliation Bills*.

Em boa parte, tal atrofiamento do Legislativo no Brasil se explica em função da baixa razão existente entre as despesas discricionárias e as despesas compulsórias (de forma otimista, algo da ordem de 5 para 95, enquanto que nos Estados Unidos e na maior parte dos países da OCDE tal proporção se situa em torno de 35 para 65). Tal rigidez se dá em função do excesso de despesas obrigatórias e vinculações.

Outro fator de enfraquecimento do Legislativo no Brasil é a política de contingenciamentos praticada anualmente pelo Executivo. Este tipo de problema foi resolvido nos Estados Unidos em 1974, através do *Impoundment Control Act*. Foi neste ponto também que se criou o *Congressional Budget Office*, conferindo ao Legislativo mais independência (do Executivo) na previsão de receitas e despesas, ponto fundamental para uma efetiva discussão orçamentária.

Isto não seria má idéia para o caso brasileiro. A previsão independente de estatísticas de receitas fiscais por vários órgãos técnicos, da forma como implementada também na Alemanha, tenderia a permitir a redução de vieses políticos nas previsões de receitas.

Nos Estados Unidos os chamados “triângulos de ferro” (*Iron Triangles*) [McConnell (1966)], caracterizam a decisão sobre a despesa pública americana como determinada em função das discussões envolvendo o Executivo, o Legislativo, e um ou mais grupos de interesse (caracterizando-se, desta forma, os três vértices independentes do triângulo). No Brasil, em função do pouco escrutínio sobre a despesa que realiza o Legislativo (o que se entende também, em parte, em função do contingenciamento), a figura geométrica subjacente, em muitos casos, talvez esteja mais para um segmento de reta. ▀

Referências

McConnell, Grant 1966, “Private Power and American Democracy”, New York, Random House.