

2009: Reações à Crise

Rubens Penha Cysne

Um primeiro ponto a observar-se relativamente a 2009 é que, dentre os motivos subjacentes para o surgimento da crise atual, centrada no sistema financeiro internacional, apenas um foi revertido: a concessão desenfreada de empréstimos sem garantias suficientes. De fato, de forma contrária ao que anteriormente se observava, relativamente a muitas instituições, os sistemas financeiros em vários países utilizam agora extrema cautela na concessão de novos créditos. Trata-se de estratégia inteligível do ponto de vista individual, ainda que nociva do ponto de vista coletivo e macroeconômico.

Permanecem, entretanto, alguns fatos subjacentes à crise: instituições financeiras potencialmente insolventes; carência de instituições multilaterais capazes de gerar ações mundiais rápidas e ordenadas; e falta de regulação adequada. Embora haja hoje em dia uma necessidade muito mais clara de enfrentar estes desafios, o continuado não encaminhamento satisfatório dos mesmos deve constituir permanente sinal de alerta sobre a possibilidade de novos infortúnios. O ano de 2009 se inicia sem que a crise esteja ainda debelada.

Na prática, como já advogada por alguns economistas, uma solução a gerar economias em termos de recessão mundial poderia se dar através de: i) garantia ilimitada (ainda que temporária) e coordenada, entre os países, da liquidez de depósitos à vista e de curto prazo; ii) identificação das instituições financeiras de maior importância e capitalização das mesmas através de suporte dos respectivos Tesouros Nacionais; iii) renegociação das dívidas de tais instituições, com troca compulsória das mesmas por ações e; iv) acompanhamento regulatório estrito das mesmas.

O primeiro ponto acima restauraria a confiança dos depositantes e, no limite, evitaria o fantasma das corridas bancárias, o grande estopim da crise dos anos 30; o segundo ponto é importante para resolver o problema, ainda em aberto, de insolvência potencial de várias instituições financeiras; o terceiro, para que o peso do ajuste recaia sobre acionistas em primeiro lugar e credores em segunda lugar, mas não sobre depositantes; o quarto, para impedir jogatinas com o dinheiro do contribuinte.

Garantias ilimitadas para depósitos foram dadas em alguns países como, por exemplo, na Irlanda e na Alemanha. A falta de coordenação internacional neste sentido, entretanto, fez com que na verdade aqueles que assim agiram apenas exportassem seu problema para o vizinho. Por exemplo, quando a Irlanda garantiu a totalidade de depósitos, o Primeiro Ministro irlandês recebeu uma ligação de seu aflito colega britânico porque depositantes em bancos ingleses ameaçavam migrar seus depósitos para bancos irlandeses.

No que diz respeito ao item (ii), a identificação das instituições mais relevantes em termos de possível propagação da crise, seguida da tentativa de capitalização das mesmas, tem de certa forma sido levada a cabo nos Estados Unidos com o Plano Paulson. Claro é (e alguns economistas da Universidade de Chicago apressaram-se em passar um abaixo-assinado para sedimentar este ponto) que uma capitalização através da compra de ações é mais defensável do ponto de vista da boa teoria econômica do que uma capitalização através da compra de ativos podres cujo preço de mercado, além de desconhecido, é função do tipo de plano de resgate que se faz.

Tesouros de outros países (Inglaterra e Alemanha, por exemplo) fizeram também capitalizações de parte de seu sistema financeiro, ainda que, em geral, através de procedimentos diferentes daqueles anunciados pelo Plano Paulson (no caso, com capitalização direta, através da compra de participações preferenciais). Além de contornar o problema de precificação, a vantagem da compra de ações sobre a compra de ativos podres é que cada unidade monetária alocada com esta primeira finalidade gera capitalização de mesmo valor; ao passo que unidades monetárias alocadas na compra de ativos podres geram capitalização inferior ao total empregado, a menos do caso limite em que o valor de mercado de tais ativos é igual a zero.

Talvez a maior dificuldade no receituário acima, entretanto, resida no ponto (iii), o caráter desejadamente obrigatório de operações de “debt-equity swap” das instituições com dificuldades potenciais, em particular daquelas a serem capitalizadas pelo governo. O princípio da ação é simples, mas sua implementação complicada do ponto de vista legal e político: se alguém tem um negócio (como uma padaria) e assumiu dívidas que não consegue pagar, faz-se o dono pagar com seu próprio negócio (entrega a parte ou o todo da padaria para o credor para saldar sua dívida).

Embora tal procedimento seja definido no Capítulo 11 da lei de falências americana, o que se precisa aqui vai bem além do que define tal lei: as trocas de dívida por ações teriam que se dar de forma compulsória e com um horizonte temporal fortemente inferior àquele que costuma caracterizar as operações efetuadas com base no Capítulo 11. De preferência, também sem apelo explícito a tal legislação (o Capítulo 11 demanda a decretação de concordata temporária com o objetivo de recomposição da saúde financeira da firma).

Ocorre que para isto seria necessária a votação de novas leis (com mesmo objetivo) em diferentes países, fato pouco provável de acontecer. Na prática, tal troca forçada de débitos por ações geraria perdas tanto os acionistas quanto para os credores das instituições em dificuldades. Em última instância, tal estratégia consiste em eleger os depositantes como prioritários quando de liquidação de passivos.

Claro é que a instituição forçada de um mecanismo deste tipo tornaria os credores mais avessos a emprestar no futuro. Mas este mal já esteja feito; a realização da operação em questão geraria apenas a materialização do prejuízo.

O Brasil e as Duas Faces de Keynes

Nada mais conveniente para aqueles que desejam aumentar gastos públicos, sejam este de consumo ou investimento, do que uma situação de baixa demanda agregada (relativamente ao pleno emprego) como aquela que no momento se configura no Brasil e em vários outros países. Esquecem os mais afoitos, entretanto, que há uma segunda face da teoria fiscal Keynesiana: demanda eleva-se não apenas com aumento de gastos, mas também com redução de impostos.

Qual caminho escolher, trata-se de uma pergunta cuja resposta pode variar de país para país. Não se podem justificar elevações de gastos em um país, com o objetivo de fomentar a demanda e o emprego de curto prazo, apenas porque outros países sujeitos ao mesmo tipo de crise ou problema assim procedem ou procederam. O parágrafo anterior nos lembra que demanda agregada também se majora elevando-se a renda disponível do setor privado.

Não há dúvida que o impacto sobre a demanda e o emprego decorrente de elevações diretas das despesas públicas é mais rápido e mais forte do que aquele decorrente da redução de impostos. No primeiro caso, cada Real gasto a mais pelo governo eleva a demanda agregada, no momento inicial, desconsiderando-se os conhecidos mecanismos da multiplicação Keynesiana, do mesmo valor (uma unidade de Real). No segundo caso, entretanto, uma redução dos impostos no valor de um Real, embora eleve a renda pessoa disponível do mesmo montante, eleva a demanda agregada total, no momento inicial, em um valor inferior à unidade (a rigor, no valor da propensão marginal a consumir 'c', onde $0 < c < 1$)¹.

No Brasil o ciclo político, antecipando as eleições presidenciais de 2010, deverá sujeitar o ano de 2009 a expansões de demanda, da parte do setor público, fomentadoras do crescimento de curto prazo. Num certo montante, que evidentemente nenhuma relação precisa guardar com o ciclo político, tal ação é justificável, tendo em vista que há uma crise mundial e que uma das funções que se espera de uma condução macroeconômica responsável é a amenização dos ciclos econômicos. Não se tem em nosso país, entretanto, considerado adequadamente o canal de redução de impostos; apenas o canal de aumento de gastos.

São várias as razões pelas quais no Brasil o estímulo à demanda através da elevação da renda pessoal líquida obtida através da redução de impostos indiretos pode ser preferível à elevação de gastos.

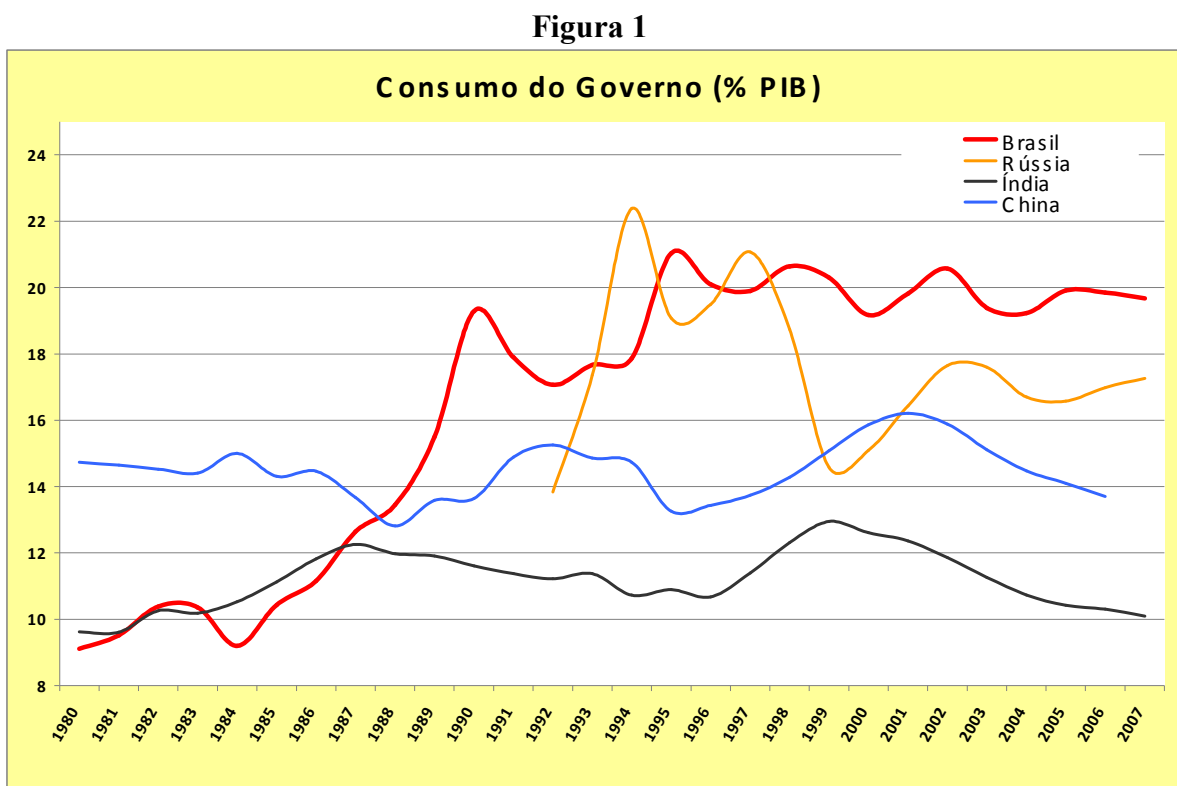
Primeiro, reduções de impostos indiretos levam diretamente à queda dos preços finais ao consumidor, o que pode amenizar o concomitante impacto altista de fomento à demanda (decorrente da majoração da renda disponível do setor privado).

¹ Admite-se, em geral, que a propensão marginal a consumir situe-se (para a média dos consumidores) entre 0,65 e 0,8. A teoria Keynesiana assume que, uma vez elevada a renda pessoal disponível, os consumidores consumam mais sem levar necessariamente em consideração possíveis elevações compensatórias de impostos a se materializarem no futuro.

Segundo, impostos indiretos menores compensariam também as recentes pressões altistas do câmbio sobre os preços. No jargão macroeconômico isto equivaleria a dizer que choques de oferta adversos (aumento do preço do dólar) combatem-se com choques de oferta positivos (redução de impostos). O que os empresários gastam a mais com insumos importados, ou com a elevação das demandas salariais daí decorrentes, compensam com menores transferências ao governo, sem necessidade de maiores elevações de preços.

Terceiro, a carga tributária nacional tem aumentado sobremaneira desde os anos 80 (de 26% do PIB para algo em torno de 35% do PIB), o que tem ocorrido a taxas superiores àquelas da OECD. A se manter a trajetória atual, em breve o Brasil estará alcançando os 36,5% da OECD. O problema com estes números não é apenas sua magnitude. Mas o fato de não se observarem, no Brasil, serviços públicos com a qualidade e amplitude daqueles providos, na média, pelos 30 países da OECD (que engloba Estados Unidos, Alemanha, França, e várias outras economias de liderança tecnológica mundial).

Quarto, porque no Brasil o pagamento de salários das três esferas da administração pública, somado à compra de bens e serviços a empresas, apresenta valores injustificadamente superiores àqueles de outras economias. A Figura 1 provê dados sobre estes gastos (usualmente denominados nas Contas Nacionais como “Consumo do Governo”) do Brasil e de outros três países emergentes (Rússia, Índia e China):



Observa-se claramente que o Brasil dobrou a fração do PIB relativa ao consumo do governo nos últimos 25 anos. Comparando-se o Brasil à Índia, China e/ou à Rússia, vê-se

que é o país com o maior percentual. Observa-se também uma relativa estabilidade de baixos gastos de consumo do governo tanto da Índia quanto da China, países com os quais competimos nos mercados mundiais. Fica implícito pelo gráfico que ou o Brasil está agora provendo bens públicos com qualidade e/ou quantidade duas vezes superior ao que fazia na década de 80, hipótese dificilmente defensável, ou houve forte queda de produtividade do setor público.

Juros, Inflação e Câmbio

Um outro mecanismo de fomento à demanda é a redução de juros. O problema é que tal política, contrariamente à redução de impostos indiretos aqui defendida, tem o inconveniente de fomentar a inflação. Primeiro, através da desvalorização que gera da moeda doméstica, em um ambiente de câmbio flexível; segundo, porque eleva a demanda sem reduzir significativamente os custos.

Em função do já elevado déficit em conta corrente do balanço de pagamentos previsto para 2008, não se poderá mais contar com uma continuidade do processo de valorização nominal do Real (além daquele que se deu entre 2002 e Agosto de 2008) como variável de fomento ao controle da inflação. Isto, a despeito do fato de que o déficit em conta corrente deverá elevar-se ainda mais em 2009 (também em função do ciclo político).

Por enquanto a queda de preço das *commodities* tem compensado parcialmente a desvalorização do dólar. Daqui para frente, entretanto, se o objetivo é fomentar a demanda, o ideal seria agir mais fortemente com uma ação que traz como subproduto uma salutar redução de custos: a redução de impostos indiretos.

Rubens Penha Cysne (<http://www.fgv.br/professor/rubens/>) é Professor da
EPGE/FGV