

A CRISE ACABOU ? E QUEM PAGA A CONTA ?

RELATÓRIO SILCON RS066 OUTUBRO DE 2011*

Claudio R. Contador

*“We reap just what we sow”
Ditado anglo saxão (esquecido)*

Intróito

Os sinais são contraditórios, as vezes apontando alívio – geralmente breve – e outras vezes, a descoberta de mais um foco de deterioramento. Atentando para a tendência destes altos e baixos nos humores dos mercados, percebe-se claramente que a crise internacional ainda está longe do fim.

Para entender até onde vai a crise e qual o seu custo em termos de produção e emprego, três questões precisam ser consideradas : a ótica do analista; a referência do início da crise; e as diferenças estruturais com as grandes crises anteriores.

Se olharmos para o curto prazo, os sinais de alívio – como uma leve recuperação da produção industrial ou das Bolsas internacionais - podem até prevalecer. Os poucos investidores que conseguem recuperar as perdas de patrimônios consideram que a crise – no seu ponto de vista – está encerrada. A grande maioria, porém tem que viver da esperança de que entrará neste clube de poucos felizardos.

As origens, erros e acertos de medidas, e principalmente a repartição das perdas da crise ainda serão um debate – inconclusivo - de economistas, políticos e historiadores, e o máximo que podemos fazer – como atores, coadjuvantes ou mero espectadores – é formular interpretações. Esta é apenas mais uma das muitas que estão surgindo. Tem o defeito desculpável de ter sido formulada com informações ainda incompletas.

* Agradecemos os comentários de Paulo dos Santos e Daniel Ribeiro que melhoraram o encadeamento do texto.

Capítulo 1 – Os anos 70-80

Sob o ponto de vista histórico, as sementes da crise atual foram plantadas nos anos 60, ou seja, há meio século. Duas mudanças foram fundamentais, e uma terceira teve papel coadjuvante.

- A primeira mudança foi no modo de encarar o comportamento dos mercados, com os fundamentos teóricos surgidos nos anos 60 e 70, quando diversas universidades americanas – o principal centro foi a Universidade de Chicago - voltaram sua atenção para o que ficou conhecido como a racionalidade dos mercados. Até os anos 50, o ensino da Economia adotava fundamentos baseados no comportamento de um indivíduo racional (o *homo economicus*).¹ Gary Becker num artigo seminal em 1962 mostrou que mesmo o comportamento irracional dos indivíduos gera mercados que se comportam como se fossem racionais.² Nos anos 70, ainda na Universidade de Chicago, este argumento foi aprofundado com a teoria dos mercados eficientes, onde agora evidências empíricas endossavam a hipótese de que os mercados financeiros eram eficientes, desde que não houvesse restrições regulatórias e que a liberdade de transações imperasse.³ Como consequência, se os mercados financeiros são racionais, eles são infalíveis e não precisam de intervenção ou conselhos de governos. Estes fundamentos nortearam o fantástico desenvolvimento dos mercados financeiros, com a criação de uma enorme variedade de instrumentos e instituições financeiras. Derivativos, securitização de dívidas, opções, swaps etc. se tornaram a coqueluche de analistas financeiros, operadores e professores de finanças. Esta foi a semente teórica para a crise financeira atual. Poucos profissionais – tachados de ultrapassados – desconfiaram das consequências.⁴

¹ O maior exemplo é a inclinação negativa para a curva de demanda em relação ao preço, obtida a partir de uma função utilidade e a restrição de renda de um consumidor racional.

² Becker, Gary, "Irrational behavior and economic theory", Journal of Political Economy, vol.70, fev.1962, pp.1-13. Becker simplesmente ignora a curva de utilidade e a racionalidade e obtém bem comportadas demandas de mercado negativamente inclinadas, com consumidores irracionais de todos os tipos.

³ A literatura é muito abundante. Um excelente texto crítico - uma leitura imperdível para entender a construção pelo lado financeiro da crise atual – é o de Fox, Justin, The myth of the rational market, New York, 2009.

⁴ Bernard Lasker, presidente da Bolsa de Nova York, em 1970 declarou “... *posso sentir que está chegando uma nova onda especulativa, com todas as suas conhecidas etapas – boom das ações, seguida por um crash inevitável. Não sei quando virá, mas posso sentir que está chegando. E, maldição, eu não sei o que fazer a respeito*”. Lasker foi considerado alarmista e demitido. Faleceu antes de ver a crise dos anos 2000.

- A segunda mudança surgiu de forma independente da primeira – mais tarde ficaram fortemente entrelaçadas – e ocorreu no funcionamento do sistema monetário e das instituições financeiras. Até o início dos anos 70, o sistema financeiro internacional estava dividido entre os bancos privados que financiavam as operações de crédito e de investimento das empresas privadas, e as agências internacionais, encarregadas de financiar os desequilíbrios de contas externas (caso do FMI), ajuda e implantação de projetos nos países em desenvolvimento (caso do BIRD e BID). Os valores dos desequilíbrios nas contas externas eram em grande parte modestos e o apoio financeiro e as prescrições do FMI cumpriam o seu papel. Os bancos privados tinham um papel reduzido no financiamento dos desequilíbrios dos balanços de pagamentos. Era mais fácil tratar isoladamente de cada crise. O risco sistêmico só ocorria nas grandes crises.
- Como coadjuvante, medidas com boas intenções estimularam o endividamento de classes de renda mais baixa, com o afrouxamento da análise de risco e a redução de garantias reais.

Desde os anos 40, o dólar americano era a moeda conversível em ouro, o que garantia a sua credibilidade como meio internacional de valor. Em março de 1971, o governo Nixon aboliu a conversibilidade e gerou incerteza e potencial de maior volatilidade nos mercados de moeda. Esta medida foi um choque nos meios financeiros internacionais, mas modesto perante o que viria a seguir. O mundo simples mudou com a primeira crise do petróleo, detonada pela OPEP em 1973 e em 1979. Os efeitos do choque no Brasil são sintomáticos: em 1971, as importações de petróleo custavam US\$ 330 milhões, que em 1974 haviam pulado para US\$ 2.840 milhões, ou seja, mais de oito vezes.

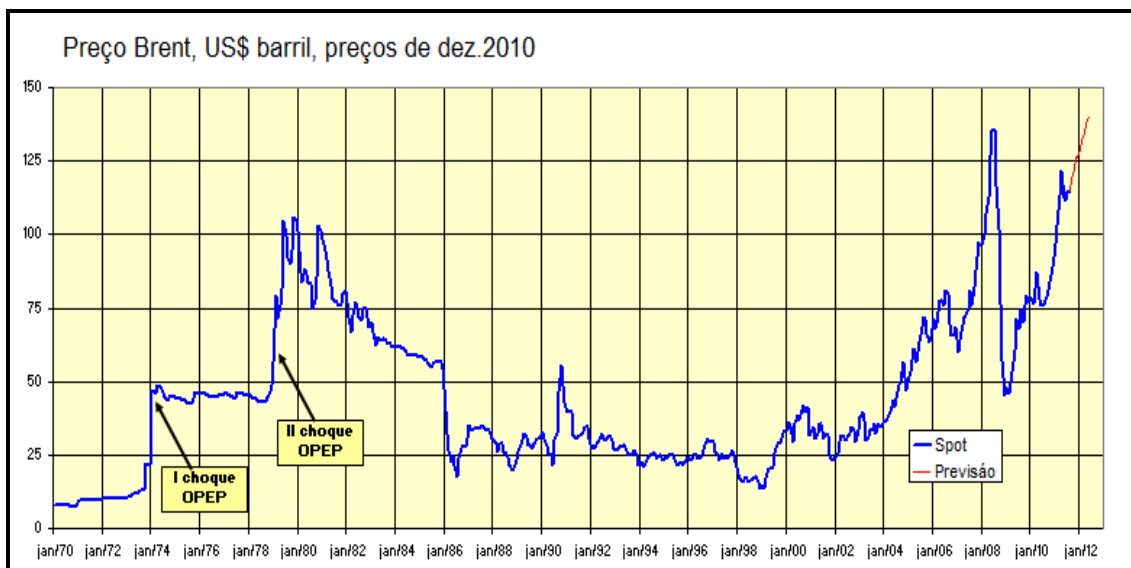
Agora o FMI já não tinha capacidade financeira de financiar os desequilíbrios das contas externas, nem um receituário correto para enfrentar um choque de oferta, na magnitude do aumento do preço do petróleo.⁵ Como consequência, a banca privada – com a sustentação teórica de racionalidade - assumiu papel crescente no financiamento dos desequilíbrios das contas externas, naturalmente seguindo critérios privados de avaliação de riscos e de liberdade de juros. Os petrodólares

⁵ Os fundamentos da política de estabilização do FMI foram baseados na visão de que os distúrbios dos balanços de pagamento e inflação eram causados pelo excesso de demanda. Se um país enfrentava um déficit em conta corrente, significava que estava com excesso de demanda, e o FMI, seguindo a curva de Phillips tradicional, preceituava medidas de controle de gastos públicos e da liquidez, e a desvalorização da sua moeda. Pode servir no caso de um excesso de demanda, mas no caso de um choque de oferta, este receituário aprofunda a recessão e o desemprego. O choque do petróleo de 1973 desnudou a simplicidade da cartilha do FMI.

depositados e ociosos nos bancos privados precisavam ser reciclados para os países endividados com condições de saldar os empréstimos. A taxa de juros internacional atinge 20 % em 1980 (contra 5 %, antes do choque do petróleo). O risco de insolvência nos países em desenvolvimento aumenta, mas isto não afeta o modo de pensar da banca privada com a sua arrogante crença dos mercados racionais. Mercados racionais – justificava-se - não devem funcionar abaixo do equador, e, portanto os seus problemas não arranham os argumentos dos mercados eficientes dos países que efetivamente tinham importância !

Como parte das inovações, surge o canal de transferência de recursos denominado O&D (organizar e distribuir) : a invenção moderninha em que a instituição que concede o crédito primário e emite o ativo correspondente já o faz com o objetivo de passar adiante o título via securitização e venda no mercado secundário. Com este instrumento, a responsabilidade pela avaliação do risco do devedor, do banco emissor do título, das demais instituições que realizam as transações secundárias e da agência que concede o *rating* do título fica pulverizada e minguate a cada negociação. O canal O&D seria um dos responsáveis pela crise dos subprimes dos anos 2008-10.

Figura 1 – Evolução do preço do petróleo



Nos meados da década de 70, surgem sinais de que alguma coisa não andava bem nos mercados maduros – imaginados como vacinados contra as idiosincrasias financeiras terceiro-mundistas. Uma regra diz que a moeda de países com déficits em conta corrente tende a depreciar-se, enquanto a dos países superavitários, a se valorizar. Com a rapidez dos fluxos de capitais entre países, as moedas passam por forte volatilidade, na época difícil de ser prevista. Operando com transações cambiais entre

mercados em diferentes fusos horários, o até então sólido (e um dos exemplos de racionalidade e adesão às novas idéias) banco alemão Bankhaus Herstatt quebra em 1974. O mercado de moedas se ressentia da perda de conversibilidade do dólar em 1971, o que agravava potencialmente o problema. O contágio do Herstatt a outras instituições financeiras é modesto, mas serve – ou deveria servir - como alarme. No novo mercado financeiro, as agências internacionais – FMI, BIRD etc. – não tem qualificação para atuar nas crises financeiras e bloquear novos contágios – que seriam mais amplos e rápidos, devido ao processo em andamento da globalização financeira. Os bancos centrais e governos – sempre dos países desenvolvidos - buscam uma solução integrada e criam o BIS (Banco de Compensações Internacionais), o Concordat (um acordo sobre supervisão dos bancos internacionais) e o Comitê (ainda não era um Acordo) de Basileia, em 1974/75. Os objetivos eram nobres: evitar as crises sistêmicas, melhorar a estabilidade e solvência do sistema financeiro global, estimular a regulamentação prudencial e a transparência de informações. A prática e os acontecimentos mostraram que tudo era um blefe.

Enquanto isto, nos Estados Unidos, com as melhores das intenções, a administração Carter implantou o Community Re-investment Act – CRA em 1977 para facilitar o acesso ao crédito, o emprego da securitização de hipotecas, e a valorização artificial dos colaterais. Um pouco de conhecimento da história das crises teria advertido que tentativas anteriores de securitização de hipotecas nos anos 1880s e nos anos 1920s fracassaram e agravaram as crises financeiras. Como a historia foi ignorada, os anos 2000s mostrariam mais um desastre.

Capítulo 2 – Os anos 80-90

O segundo choque do petróleo em 1979 traz novos distúrbios e cria mais oportunidades para expansão do mercado financeiro. Juros internacionais explodem, dívidas externas são realimentadas pelos encargos e pelos novos empréstimos externos para projetos duvidosos (programa nuclear para o Brasil, rearmamento militar para a Argentina etc). Sem supervisão decente e avaliação de riscos adequada, o estoque de ativos financeiros continua em expansão e com qualidade duvidosa. Em 1960, o estoque mundial de ativos financeiros era de US\$ 720 bilhões, ou 53 % do PIB mundial. Em 1980, o estoque já era de US\$ 12 trilhões, ou 110 % do PIB. E os derivativos – como as hipotecas securitizadas : os sub-prime - e outros instrumentos exóticos estavam apenas engatinhando.

Países endividados entram em desespero : a Argentina provoca uma guerra com a Inglaterra, México e Brasil entram em default. Os mercados financeiros internacionais permaneceram indiferentes – afinal os países emergentes em crise não eram importantes suficientemente para arranhar a

crença nos mercados racionais. Mais instrumentos exóticos são lançados e crises esporádicas continuam pipocando.

Em 1988, surge a grande - e imaginava-se - derradeira inovação : o Acordo de Basiléia, agora com propostas mais severas : regulamentação do risco de crédito, exigência de maior capital para os bancos, regras contábeis mais rígidas e transparência de informações. Com estes pilares, o sistema financeiro internacional ficaria protegido de crises nacionais, do contágio e mais solvente. Talvez desse certo se as regras fossem aceitas e respeitadas. E os ofertadores de crédito – os bancos e instituições financeiras - tivessem se lembrado de combinar com a demanda constituída pelos consumidores e países endividados.

As crises permanecem e as perdas são cobertas, em parte pela expansão dos ativos financeiros – em 1990 já atingiam US\$ 44 trilhões, ou 205 % do PIB mundial – e em parte pelas transferências de governos e de famílias. A partir daí a socialização das perdas ficaria mais visível e desavergonhada. O mito dos mercados racionais e infalíveis começa a ruir nos meios acadêmicos, mas permanece valendo em prol dos lucros e dos bônus generosos. Romper com o processo seria mais danoso e com perdas maiores, dizia-se. O alerta dos economistas e professores – os mesmos que criaram os fundamentos de mercados racionais - é repellido pelos executivos financeiros.⁶ Afinal economistas acadêmicos estão distante da realidade e da luta diária dos mercados financeiros !

Capítulo 3 – Os anos 90-2005

Os anos 90 seguem com os mercados financeiros acumulando e mascarando crises de solvência com novos empréstimos e reestruturação mal feita de dívidas. E lançamento de mais ativos exóticos. Surge uma mudança gradual importante pelo lado da demanda: os bancos internacionais dirigem seus interesses para produtos voltados para o setor privado e famílias, mais propensos a aceitar as novas formas de ativos (ou de securitização de suas dívidas), e se desinteressam das complicadas negociações de dívidas externas, dos planos tipo Brady. Em 2000, o estoque de ativos financeiros atingia 292 % do PIB mundial, ou US\$ 93,5 trilhões. A experiência do Japão - com um mercado financeiro inchado e de má qualidade que lançou o país numa estagnação de onde não saiu até hoje - em nenhum momento foi lembrada.

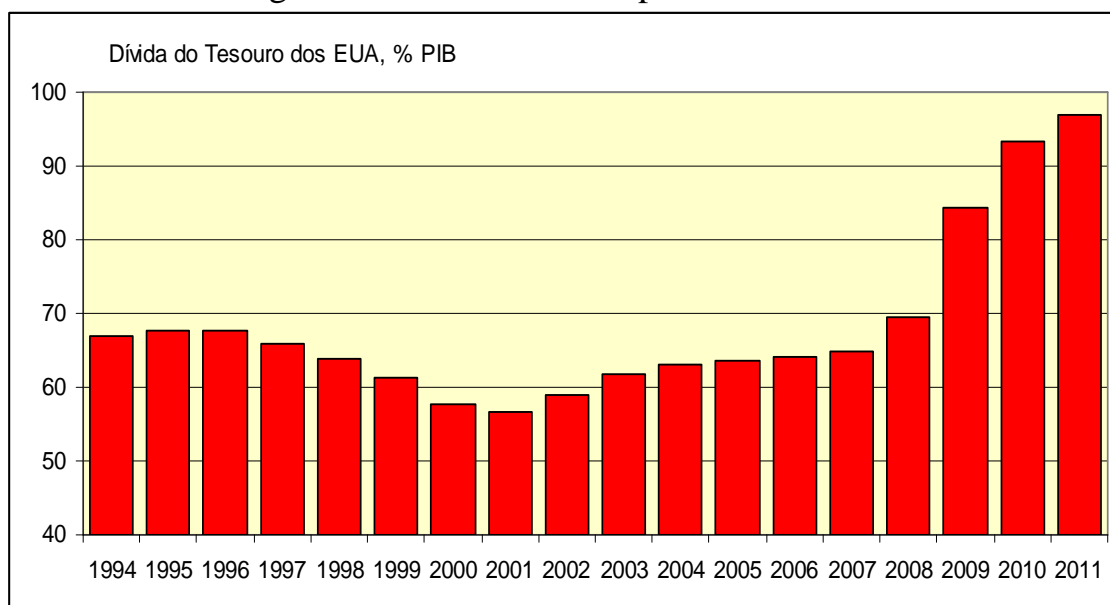
A era Clinton – com Greenspan na frente do Fed., de 1987 a 2006 - foi pródiga na expansão dos ativos exóticos, como os sub-primés de hipotecas de valor duvidoso securitizadas.⁷ No início tudo correu bem, com

⁶ Fox, *op.cit.*

⁷ Uma descrição (não isenta) está em Greenspan, Alan, *A era da turbulência*, (Rio de Janeiro, Elsevier, 2008)

otimismo e reverências à fase de exuberância (como declara Greenspan, “... a exuberância é a celebração da vida”) nos mercados financeiros. É o triunfo dos mercados livres. Sinais e avisos de turbulências futuras se acumulam, mas continuam sem atenção. O próprio Greenspan alerta para a “exuberância (agora) irracional”, irônica e igualmente desconsiderada. A “exuberância” se converteria em medo e desesperança quando a realidade chegou.

Figura 2 – Endividamento público dos EUA



O Acordo de Basiléia de 2004 propõe mais supervisão pelas agências nacionais especializadas e mais regulamentação prudencial. Os bancos centrais e governos concordam, apóiam e ... ignoram! Perante mercados financeiros perfeitos, com tantas oportunidades e futuro brilhante, os governos descobriram que também podiam participar na expansão do crescimento do mercado. A dívida pública cresce com o lançamento de títulos, justificado agora como forma de criar ativos sem risco (o que teoricamente permitiria a diversificação e a redução do risco); financiar o aumento e gastos para programas sociais, guerras e combate ao terrorismo, e tentar contornar os limites traçados pelo Acordo de Basiléia. A dívida pública americana assume uma tendência preocupante, com fonte básica para cobrir novos gastos com a guerra e os programas sociais prometidos na campanha.

Capítulo 4 – O presente ...

Os sinais mais fortes da crise emergem após 2005, quando o mercado financeiro percebe a supervalorização dos imóveis nos EUA. É interessante observar que os preços de imóveis residenciais – que serviam de colateral

para as hipotecas - já estavam em queda, e ainda assim securitização de hipotecas foi estimulada.

Com o descolamento do valor de mercado do título e o valor dos imóveis, a verdade aparece. A “bolha” estoura! Primeiro, o Deutsche Bank alerta outros bancos sobre o risco dos subprimes e detona uma seqüência de quebras. A New Century Financial, maior financiadora de títulos subprime, é excluída da Bolsa de New York em março de 2007 e em abril de 2007 vai à falência. Justiça dos EUA intima bancos Bear Stearns e UBS a explicar por que fizeram avaliações favoráveis da New Century Financial. Em março de 2008, o Banco Bear Stearns é socorrido pelo Fed., comprado pelo JPMorgan, e em junho de 2008, seus diretores são presos por fraude nos empréstimos imobiliários. Em setembro de 2008, as agências estatais Fannie Mae e Freddie Mac são socorridas por pacote de US\$ 200 bilhões. Setembro de 2008 é pródigo em péssimas notícias : o Banco Merrill Lynch é vendido para o Bank of America; o Banco Lehman Brothers vai a falência e a AIG – American International Group pede socorro de US\$ 85 bilhões ao Fed.

A quebra do Lehman Brothers desencadeia a crise sistêmica: Morgan Stanley, T. Rowe Price, IndyMac, AIG, Washington Mutual, Citigroup A alta de *spreads* em geral e em particular os *spreads* dos créditos *credit-default swaps* (seguro contra inadimplência) intensifica insolvência. O secretário do Tesouro Henry Paulson apresenta o “Programa de Ajuda para Ativos Problemáticos – TARP”, aprovado pelo Congresso com suporte de US\$ 700 bilhões para estabilizar os mercados financeiros. Até hoje os mercados continuam instáveis, apesar dos subsídios e intervenções.

O ano 2008 termina com o socorro do Fed. ao Citigroup (US\$ 45 bilhões), e a prisão do mega-especulador Bernard Madoff. O estoque de títulos financeiros, exclusive derivativos, atinge US\$ 240 trilhões, ou 388 % do PIB mundial. Os derivativos e ativos exóticos valem – se existe conceito de valor - outros US\$ 531 trilhões (contra US\$ 106 trilhões em 2002).

Como precaução, os bancos cancelam empréstimos, apertam a liquidez e trancam o mercado financeiro, principalmente nos EUA. O governo americano responde com relaxamento do redesconto, redução da taxa básica de juros para zero e 0,25 % (patamar que permanece até hoje), um pacote de compra de ativos desvalorizados e podres (sem valor), a encampação ou transferência de instituições insolventes para outras instituições, e com capitalização direta de bancos. Isto não impede que o setor real seja atingido: construção civil, montadoras de veículos (GM, Chrysler) e siderúrgicas pedem socorro.

A dívida pública americana assume uma tendência preocupante a partir do Governo Bush, e em 2006, o governo envia ao Congresso um pedido de aumento do endividamento para US\$ 9 trilhões, obtido apesar da oposição pesada. O atual presidente Barack Obama, na época senador pela

oposição, discursa que “... o fato de que estamos aqui hoje para debater o aumento do limite da dívida americana é um sinal de fracasso das nossas lideranças. É um sinal de que o governo dos Estados Unidos não pode pagar suas próprias contas. É um sinal de que agora dependemos da assistência financeira de países estrangeiros para financiar as políticas fiscais irresponsáveis do nosso governo... O aumento do limite da dívida nos enfraquece nacional e internacionalmente. Liderança significa responsabilidade pelas próprias decisões. Em vez disso, Washington está jogando o ônus de suas más escolhas de hoje nas costas dos nossos filhos e netos. A América tem um problema com a dívida e uma falha de liderança. Os americanos não merecem isso. Eu, portanto, sou contra o aumento do limite da dívida.” Obama em 2011 mudaria de opinião, esqueceria o discurso e solicitaria um novo aumento no limite da dívida pública ! Em 2010, a dívida pública superaria os 90 % estimados por Rogoff e Reinhart, do Instituto Peterson de Economia Internacional, como limite para evitar os efeitos negativos sobre a taxa de crescimento econômico potencial.

Tabela 1 - Detentores da dívida pública dos EUA, 2010

	US\$ bilhões	% do total externo	% do total
China	1.160,1	26,1	
Japão	882,3	19,9	
Reino Unido	272,1	6,1	
Exportadores de petróleo	211,9	4,8	
Brasil	186,1	4,2	
Outros	715,9	16,1	
Os 10 maiores	3.428,4	77,2	
Estrangeiros	4.439,6	100,0	31,0
Setor privado doméstico	5.340,4		37,2
Setor público doméstico	4.560,0		31,8
Total geral	14.340,0		100,0

Fonte : FMI

O que o governo americano fará com a sua dívida pública ? Esta pergunta feita a um país latino-americano nos anos 80 encontraria uma pronta resposta : um calote, parcial ou total, ou uma renegociação forçada, goela abaixo dos credores, nacionais ou estrangeiros. A diferença sutil é que os principais credores da dívida pública americana são as próprias instituições americanas. Os detentores estrangeiros detêm apenas 31 % do estoque da dívida (o Brasil tem 4 % da dívida pública e a China, 26 %). Ou seja, seria um “tiro-no-próprio-pé” num ambiente interno já próximo a hostilidade ao Presidente Obama. E seria a pá de cal sobre o enfraquecido

mercado financeiro. Seguradoras e fundos de pensão perderiam suas reservas.

O que o governo americano fará com a sua dívida pública ? Esta pergunta ao um país latino-americano nos anos 80 encontraria a resposta : um calote, parcial ou total, ou uma renegociação forçada, goela abaixo dos credores, nacionais ou estrangeiros. A diferença sutil é que os principais credores da dívida pública americana são as próprias instituições americanas. Os detentores estrangeiros detêm apenas 31 % do estoque da dívida (o Brasil tem 4 % da dívida pública e a China, 26 %). Ou seja, seria um “tiro-no-próprio-pé” num ambiente interno já próximo a hostilidade ao Presidente Obama. E seria a pá de cal sobre o enfraquecido mercado financeiro. Seguradoras e fundos de pensão perderiam suas reservas.

Tabela 2 - Dívida pública bruta, % do PIB

	2005	2011 (estimado)	2016 (projeção)
Japão	191,6	229,1	250,5
Grécia	100,3	152,3	145,5
Itália	105,9	120,3	118,0
Estados Unidos	61,7	99,5	111,9
Portugal	62,8	90,6	106,5
França	66,4	87,6	86,7
Reino Unido	42,1	83,0	81,3
Alemanha	68,0	80,1	71,9
Zona do Euro	70,0	87,3	86,3
Espanha	43,0	63,9	75,9
Brasil	69,1	65,7	58,6
China	17,6	17,1	9,7
Índia	78,8	68,2	59,9
Rússia	14,2	8,5	15,9
Argentina	85,3	40,7	31,4
Chile	7,3	10,9	8,0
G-7	86,0	118,2	124,2
Emergentes	41,6	33,6	28,0

Fonte : FMI, agosto 2011. Elaboração : SILCON

O rebaixamento pela Standard & Poor's do crédito e da dívida pública americana foi mais uma ducha fria na administração Obama. A Standard & Poor's já havia retirado a classificação de grau de investimento da Grécia e a Moody's em julho rebaixou Portugal e a Irlanda, mas os EUA se julgavam a salvo (*too-big-to-fail*). Perda de popularidade doméstica, um custo direto de US\$ 2 trilhões com as guerras no Afeganistão e Iraque e outros US\$ 1,2 trilhões indiretos com medidas de prevenção ao terrorismo,

a perda de apoio de aliados (Canadá, França, Alemanha, Conselho de Segurança da ONU) nas aventuras militares, e nenhum resultado positivo. As medidas de proteção dos EUA contra o terrorismo no seu território tiveram o efeito de transferir os ataques para países aliados : Bali, em 2002; Madri, em 2004; e Londres, em 2005.

Infelizmente, maus exemplos são copiados. O endividamento público irresponsável está alastrado e novas crises acontecerão. Países e governos tidos como responsáveis geraram endividamentos públicos insustentáveis. Os PIIGS – Portugal, Itália, Islândia, Grécia - e outros mais saudáveis da Zona do Euro – França e Alemanha - têm o agravante da restrição imposta pela moeda única. Vale lembrar que o risco sistêmico ignora fronteiras, principalmente quando a irresponsabilidade e a fraude são recompensadas.

Soluções ?

Existem soluções ? Certamente ! São politicamente viáveis ? Dificilmente nas condições atuais ! Todas as medidas adotadas pelos EUA e outros países mais ricos procuraram salvar a solvência dos bancos privados e sistemas financeiros nacionais. Ainda assim a reestruturação dos bancos insolventes foi parcial, sem interesse em atacar as causas centrais. Foram incapazes de implantar um programa decente nos moldes do PROER brasileiro. Até o final do primeiro semestre de 2011, os governos e bancos centrais gastaram US\$ 12,4 trilhões para restaurar a solvência das instituições financeiras e retomar o crescimento econômico. Os principais bancos responsáveis pela crise e contágio estão bem e lucrativos novamente. Os bancos Bank of America Merrill Lynch, BNY Mellon, Citigroup, Goldman Sachs, JPMorgan Chase e Morgan Stanley tiveram um lucro de US\$ 42,4 bilhões em 2010. Os bônus aos executivos financeiros irresponsáveis estão de volta.⁸ Ou seja, pouca coisa mudou. Só que agora a conta da crise foi transferida para os governos nacionais. Em décadas passadas, as perdas eram transferidas para outros países.

Enquanto salvavam o sistema financeiro privado – e seus interesses – as famílias e trabalhadores insolventes ficaram desprotegidos, com ausência de redes sociais, saúde pública e programas de renda indireta. O governo Obama salvou dez bancos, mas gerou 25 milhões de novos desempregados. Nada foi feito pelos NINJAs (**No Income, No Job No Assets**) nos EUA. Na Europa, os emigrantes, descendentes de antigas colônias e pobres foram excluídos dos benefícios da fase exuberante do

⁸ O bônus ao presidente do banco Goldman Sachs aumentou US\$ 3,6 milhões em 2010 e o banco lucrou US\$ 8,3 bilhões. Os executivos que forjaram a distribuição de lucros fictícios não foram punidos. A SEC multou o banco em US\$ 550 milhões e encerrou o caso.

mercado e de qualquer proteção pública. Surge a geração IPOD – Insecure, Pressured, Oppressed, Debt-ridden.

Tabela 3 - Crescimento do PIB, %

	2010	2011	2012
Estados Unidos	3,0	1,8	2,4
China	10,3	9,6	9,5
Reino Unido	1,4	1,3	2,0
França	1,4	1,9	1,7
Grécia	-4,4	-4,0	-0,5
Portugal	1,3	-2,0	-2,0
Alemanha	3,6	3,4	1,9
Itália	1,2	0,8	0,8
Japão	4,0	-0,7	3,1
Espanha	-0,1	0,7	1,1
América do Norte	3,0	1,8	2,4
Europa Ocidental	1,8	1,8	1,6
União Européia	1,8	1,9	1,7
Zona do Euro	1,7	1,9	1,5
Ásia/Pacífico	7,0	4,6	5,8
Europa Oriental	4,3	4,4	4,2
América Latina :	6,3	4,4	4,1
Argentina	9,2	7,0	4,5
Brasil	7,5	3,9	4,1
Venezuela	-1,5	2,7	3,0
Mundo	4,2	3,1	3,5

Fonte : Consensus Forecasts. Elaboração SILCON

À medida que os mercados financeiros ficavam mais integrados, exuberantes e permissivos, a distribuição de renda nos EUA e nos países da Europa ficou mais concentrada ao longo das três últimas décadas. Manifestações populares sacodem capitais europeias e os governos confessam não saber como proceder, além da repressão, que por sua vez vai gerar mais insurreição.⁹ Grupos neonazistas, xenofóbicos e racistas sacodem a tranquilidade de diversos países. Faltam oportunidades de

⁹ No auge das manifestações em Londres, entrevistaram um emigrante jamaicano – ilegal, negro, sem emprego, e sem acesso ao crédito e aos programas sociais – de nome Dowe. Ele explicou numa linguagem simples e direta as razões dos conflitos, toda a desesperança, preconceito, perseguição policial, falta de empregos formais, racismo e descaso que os jovens estão sofrendo. As declarações de Dowe chocaram as autoridades municipais londrinas, que nada fizeram para reparar os erros e desenvolver um programa mínimo de inclusão social. O assunto está esquecido, até a próxima manifestação popular violenta.

emprego e de vida digna para os jovens. As lições da história das crises anteriores parecem esquecidas.¹⁰

A falta de credibilidade de governos e de propostas convincentes impede a recuperação das economias e o retorno do crescimento econômico estável. As perspectivas de crescimento do PIB e do emprego se deterioram a cada previsão. O boletim de agosto passado da Consensus Forecasts, de Londres, aponta uma taxa média de crescimento do PIB de 1,8 % para os EUA, e recessão na Grécia, Portugal e Japão. A cada levantamento as previsões se tornam mais sombrias. Para 2012, espera-se uma recuperação que pode ser abortada com o desenrolar da crise.

E como se não bastasse, as expectativas de mais inflação estão de volta !

Brasil : um caso diferente ?

A tormenta da crise financeira arrastou todos os países, independente se tinham ou não os tais bons fundamentos macroeconômicos. No Brasil, o crescimento econômico cai de 5,1 % em 2008 para -0,6 em 2009, acelera para 7,5 % em 2010 e deve ter uma expansão de 3,4 a 3,7 % em 2011. A taxa de desemprego seguiu uma tendência decrescente : 7,9 % em 2008; 8 % em 2009; 6,7 % em 2010; e deve ser uns 6,1 % em 2011. Ou seja, na comparação internacional, os efeitos da crise não parecem ter sido tão perversos como em outros países.

O governo alega que as medidas foram corretas. Desde o início da crise em 2008, a conta para sustentar a atividade econômica e o sistema financeiro alcança R\$ 530 bilhões na forma de gastos diretos, desoneração tributária e capitalização do BNDES e Caixa Econômica. Na verdade, o fortalecimento da economia brasileira começou bem antes, inclusive por outros governos. O programa PROER, os programas de inclusão social, a lei de responsabilidade fiscal com critérios mais eficientes de orçamentação e de despesas (que não impedem a corrupção e as fraudes, mas as tornam mais visíveis e fáceis de constatar), além do suporte de um agronegócio moderno impulsionado pela tecnologia da EMBRAPA. O governo soube aproveitar politicamente estes ativos gerados por administrações anteriores e pelo boom dos preços das commodities.

¹⁰ Há 24 séculos, no século IV a.C., o Templo de Delos na Grécia (o mítico local de nascimento de Apolo) deu o primeiro grande calote registrado na história. Nos séculos XIX e XX, a Grécia deu outros calotes. Outros países ditos civilizados – Inglaterra, EUA, França - também já fizeram parte do clube dos caloteiros. O problema é que as conexões entre governos, agências reguladoras e supervisoras, mercado financeiro, e empresas globalizadas são maiores e mais complexa do que antes.

Tabela 4 - Deterioração das expectativas de inflação, IPC, %

	2010		2011		2012
	Previsão em maio 2009	Efetivo	Previsão em maio 2010	Previsão em março 2011	Previsão em agosto 2011
Estados Unidos	2,0	1,6	1,5	3,1	2,1
Reino Unido	2,0	3,3	2,6	4,4	2,6
França	1,1	1,5	1,5	2,1	1,8
Grécia	1,9	4,7	1,1	2,9	0,9
Portugal	1,0	1,3	1,1	2,8	1,4
Alemanha	0,9	1,1	1,4	2,3	2,0
Itália	1,4	1,5	1,7	2,7	2,1
Japão	-0,9	-0,7	-0,3	0,3	0,2
Espanha	1,3	1,3	1,4	3,0	1,7
America do Norte	2,0	1,6	1,5	3,1	2,1
Europa Ocidental	1,3	1,7	1,7	2,7	2,0
União Européia	1,1	1,8	1,7	2,8	2,1
Zona do Euro	1,1	1,6	1,6	2,6	1,9
Ásia/Pacífico	1,9	2,5	2,3	3,4	2,8
Europa Oriental	6,2	6,4	5,7	6,6	5,8
America Latina	6,7	7,3	6,1	6,8	6,3
Argentina	10,5	11,3	11,8	10,5	13,1
Brasil	4,6	5,1	4,9	6,2	5,0
Venezuela	25,4	31,2	30,2	29,5	28,4
Mundo	2,5	2,7	2,6	3,7	3,0

Fonte: Consensus Forecasts, diversos números. Elaboração: SILCON Estudos Econômicos

Figura 3 – Preço de commodities em mandatos presidenciais

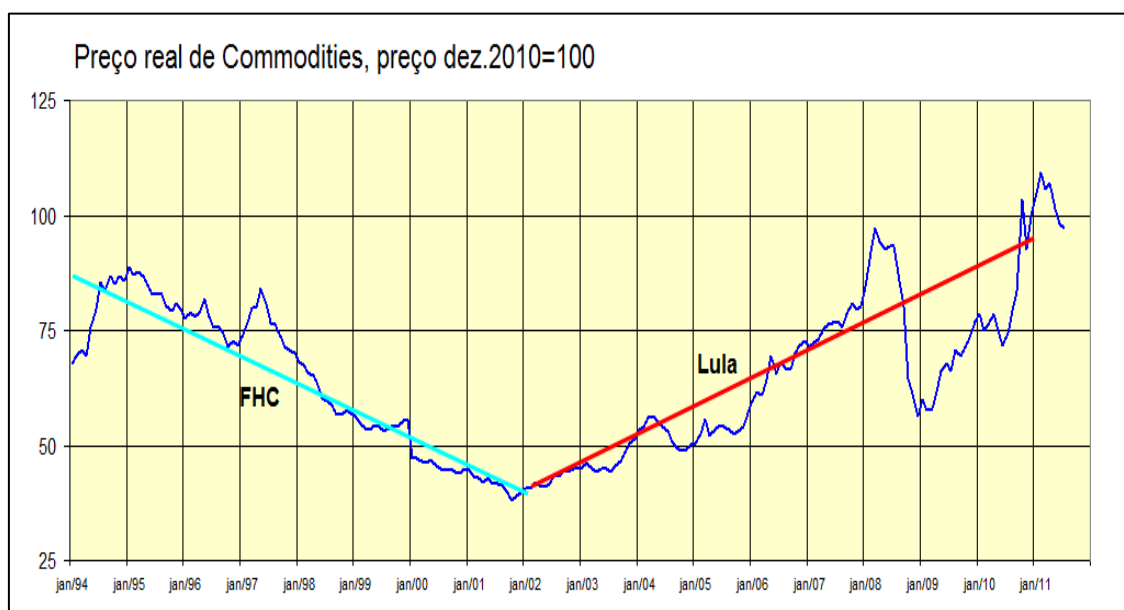
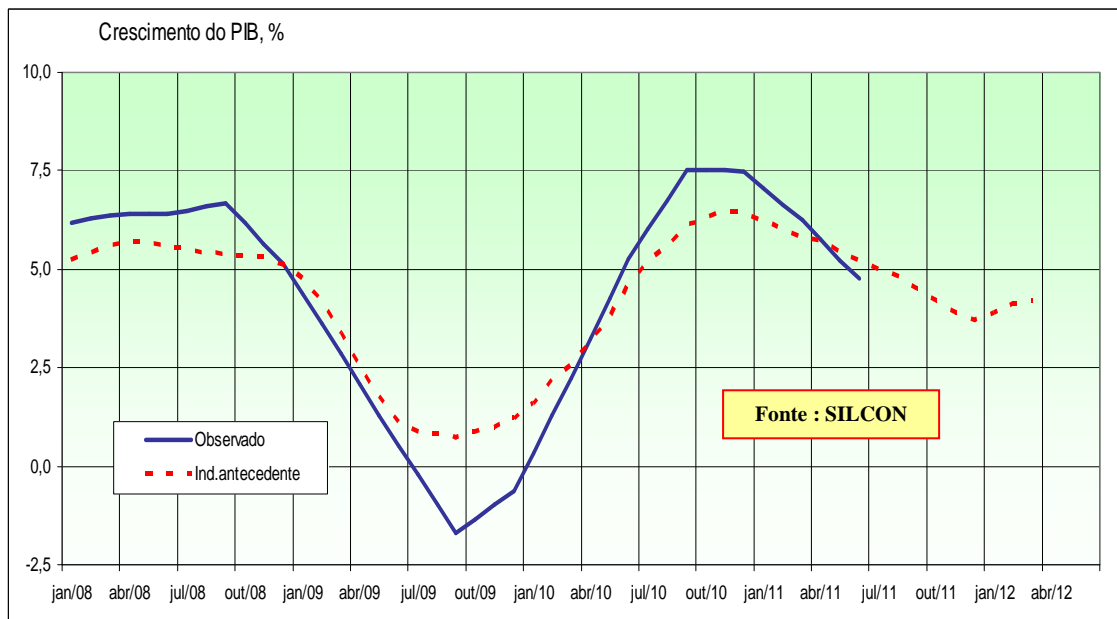
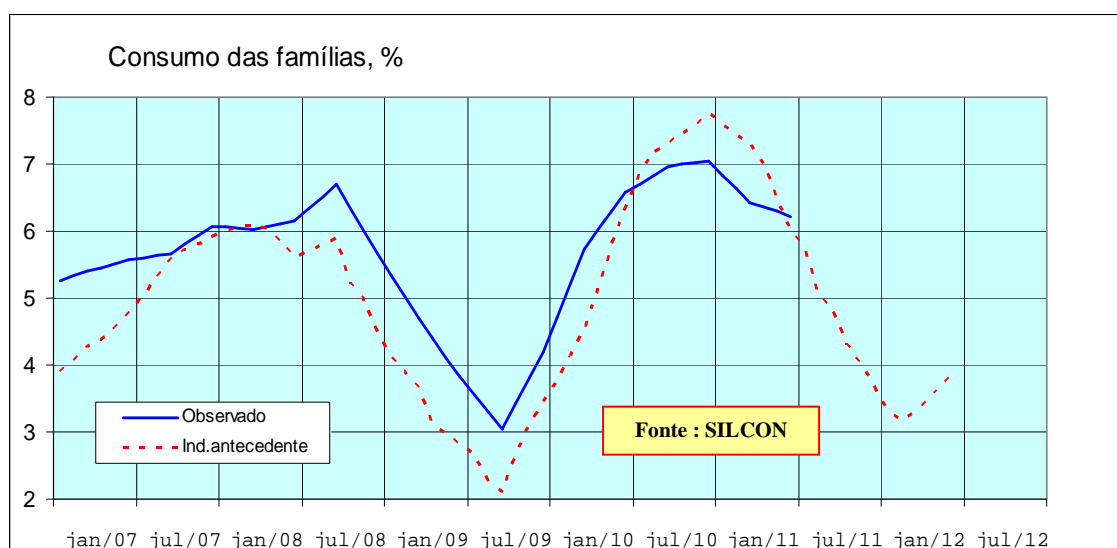


Figura 4 – Indicador antecedente para o crescimento do PIB



No curto prazo, a fase de aquecimento da atividade iniciada no último trimestre de 2010 encerra no primeiro trimestre de 2011, como apontam os indicadores antecedentes.¹¹ Para um prazo mais longo, a economia brasileira deve ter um crescimento do PIB na faixa de 4,1-4,3 % em 2012 e 4,5 % em 2013, se até lá não surgirem novos focos críticos.

Figura 5 – Indicador antecedente para o crescimento do consumo de famílias



¹¹ Análise mais completa é disponível gratuitamente no site www.silcon.ecn.br. “O que dizem os indicadores antecedentes”, Relatório 63, setembro de 2011.

Figura 6 – Indicador antecedente para o crescimento das vendas de autoveículos

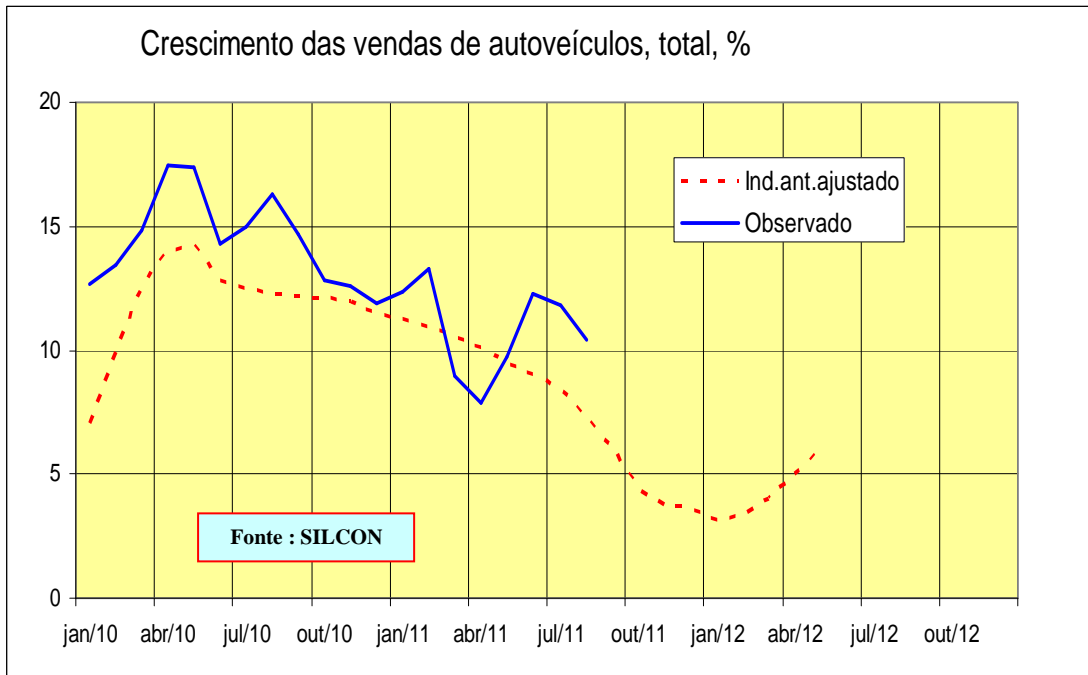


Figura 7 – Indicador antecedente para inflação mensal

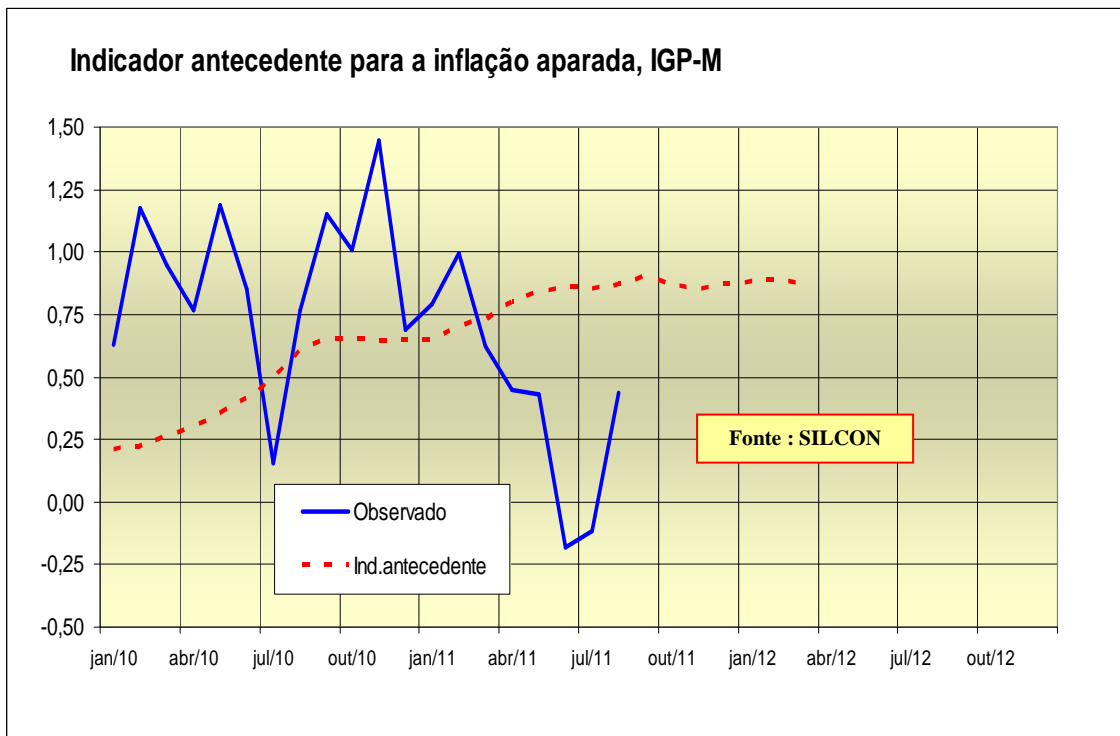


Tabela 5 - Previsões para o Brasil, agosto de 2011

Variável	Consensus Forecasts ^a		SILCON	
	2011	2012	2011	2012
Produto Interno Bruto, %	3,9	4,1	3,9	4,1
Consumo de famílias, %	4,8	4,4	4,5	4,5
Produção industrial, %	3,0	4,1	3,2	4,1
IPCA, %	6,2	5,0	6,3	5,3
Déficit nominal, % PIB	2,7	2,4	2,7	2,6
Exportações, US\$ bilhões	241,7	265,1	241,0	267,0
Importações, US\$ bilhões	221,3	253,1	223,0	259,0
Saldo conta corrente, US\$ bilhões	-59,5	-72,7	-60,0	-73,0

^a Instituições consultadas : Capital Economics; IHS Global Insight; BBVA; Datalynk; Rosenberg Consultoria; Citigroup; SILCON; Tendências; MCM Consultores; Eaton Co.; Banco Votorantim; Bofa-Merryl Lynch; LCA Consultores; e JP Morgan.

Apesar da melhor situação relativa do Brasil, a crise nos afeta através de alguns canais. Pelo canal externo, os mercados europeus devem se fechar, com a adoção de medidas protecionistas no curto prazo. No longo prazo, a situação não está clara. A necessidade de cortes e maior racionalidade dos gastos públicos devem forçar a suspensão ou redução dos subsídios a agricultura, e reside aí uma oportunidade para o Brasil expandir as exportações de alimentos. Pelo lado do preço das commodities a questão chave está na economia da China, mas a visão é de que ela seguirá sendo o carro-chefe das importações e os efeitos sobre o preço das commodities serão modestos. Ainda no front externo, a oferta de crédito internacional deve diminuir, o que retrai a oferta de financiamentos das exportações brasileiras. A previsão de déficit em conta corrente na faixa de US\$ 60 bilhões em 2011 e US\$ 70 bilhões pode ser alterada para valores menores.

Problema maior está na política macroeconômica doméstica. A inclusão social e ascensão de 40 milhões de pessoas às classes mais elevada foram importantes para a expansão do mercado interno e politicamente como fator de estabilidade social. Se a inflação aumentar no Brasil, a renda real das famílias cai e pode deprimir as condições econômicas das novas classes, o que politicamente é indesejado. A taxa de câmbio tem sido um dos fatores de controle da inflação e se o fluxo de capitais externos diminuir – mais por efeito da deterioração dos países remetentes do que do aumento do risco Brasil – a inflação brasileira tem mais um foco de preocupação.

Epílogo ?

O epílogo da crise está longe de ser escrito. Os ingredientes são diferentes das crises anteriores e de maior complexidade. Enquanto o sistema financeiro privado e governos não se ajustarem de forma coordenada inclusive com a política fiscal e de endividamento, as eventuais fases de recuperação serão breves e seguidas de desalento mais longo.

Infelizmente, os governos e as lideranças políticas ainda não acordaram para estes compromissos. A incapacidade dos governos em transmitir mensagens de esperança acopladas à medidas efetivas e coerentes apenas adia o fim da crise e aumenta o seu custo.

Por enquanto, a crise permite escrever três lições:

- Reforçar a severidade de marcos regulatórios, com novos tratados, acordos de solvência e juras de respeito à seriedade, mostrou ser pouco produtivo. Pode até piorar a situação com a transferência de transações financeiras para balcões e bolsas não supervisionadas.
- A supervisão pode ser apontada como o principal responsável pela dimensão ampla e o contágio da crise pelas instituições financeiras. Não houve supervisão adequada por parte das agências governamentais e a supervisão interna, com os controles internos e a compliance, mostraram ser igualmente falhas. A qualidade da supervisão - tanto por parte do governo como interna nas próprias instituições – foi um diferencial importante do Brasil na crise.
- Alimentar o endividamento irresponsável e canais de transferência de recursos, com medidas de política pública, mesmo com boas intenções, acaba reforçando a crise e seus efeitos sociais.

A **SILCON** Estudos Econômicos Ltda/C.R.Contador & Associados produz duas séries de textos, distribuídos aos seus clientes:

-
- 1 - Carta Mensal - Cenários & Previsões, publicação mensal com análise de temas conjunturais e seus efeitos nos cenários macroeconômicos, e apresentação de previsões baseadas na técnica de indicadores antecedentes. Disponível apenas aos clientes da SILCON.
 - 2 - Relatórios SILCON (RS), com a divulgação de pesquisas sobre temas diversos, elaboradas pela equipe da Consultoria e consultores convidados. Alguns relatórios são distribuídos de forma reservada apenas para os clientes da SILCON.
-

RS043 – A Indústria de TV por assinatura: os fatores de demanda e as perspectivas no Brasil, dezembro de 1999

RS044 - Previsão com Indicadores Antecedentes, janeiro de 2000

RS045 – Eficiência, produtividade e tecnologia: avaliação do desempenho de empresas, março de 2000

RS046 – Metas inflacionárias e política econômica : o emprego de indicadores antecedentes, abril de 2000. Uma versão em inglês está disponível.

RS047 – Indicadores antecedentes : uma bibliografia básica, primeira versão: abril de 2000

RS048 - Economic activity in 2001 : what the leading indicators forecast, novembro de 2000

RS049 - Identificação e seleção de variáveis na montagem de indicadores antecedentes, fevereiro de 2001

RS050 - Cenários macroeconômicos 2001-02 : efeitos da restrição energética, junho de 2001

RS051 – Financing economic growth in Brazil : challenges and opportunities, agosto de 2003

RS052 – Mercado de embalagens e atividade econômica : um sistema de indicadores antecedentes, dezembro de 2005

RS053 – A conjuntura pós-eleição : o que dizem os indicadores antecedentes, setembro de 2006

RS054 – Juros e atividade econômica: evidências empíricas para reflexão, fevereiro de 2007

RS055 – Ambiente macroeconômico no início do segundo mandato : os anos 2007-2008, março de 2007

RS056 – Ambiente macroeconômico e a Construção Civil : os anos 2007-2008, março de 2007

RS057 – O futuro ao passado pertence, outubro de 2007

- RS058 – O horizonte da política monetária, outubro de 2007
- RS059 – Sistema de indicadores antecedentes para o setor de turismo : fluxo de passageiros do transporte aéreo, Pesquisa “Descrição de perfis e dinâmica da oferta e demanda de serviços turísticos”, Ministério do Turismo, dezembro de 2006
- RS060 – Potencial de consumo de mercados regionais, agosto de 2002
- RS061 – Atividade e inflação: o que esperar da política de juros, julho de 2005
- RS062 - Previdência e capitalização: previsão com indicadores antecedentes, maio de 2005
- RS063 – Eficiência das operadoras de Planos de Saúde, setembro de 2008
- RS064 - 2010-2013 : is the worst over ?, março de 2010 (disponível apenas em inglês)
- RS065 - Os mercados de seguro no Brasil: simulando cenários para o planejamento estratégico, agosto de 2010

SILCON Estudos Econômicos Ltda
C.R. Contador & Associados
Av. 13 de Maio, 23 – grupo 2029-31 Rio de Janeiro
CEP 20031-007 Rio de Janeiro
Para informações sobre as publicações e os serviços prestados pela
nossa empresa, acesse a *home-page* : www.silcon.ecn.br
ou nos contate pelos e-mails : diretoria@silcon.ecn.br ou
comercial@silcon.ecn.br
Tel/Fax : (0xx21) 2240 2656