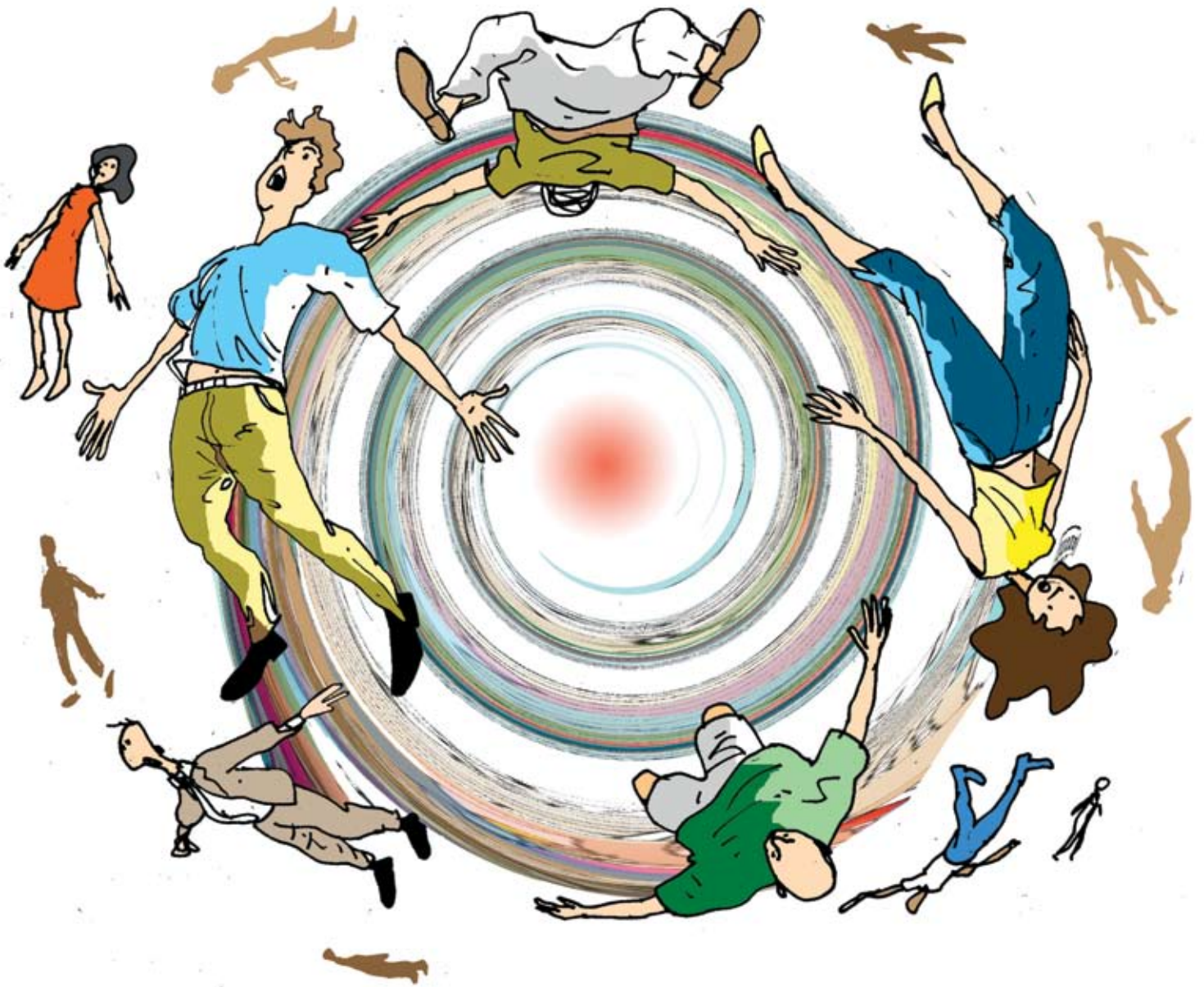


# CRISE DO *SUBPRIME*, UMA BOMBA DE FRAGMENTAÇÃO

Décio Garcia Munhoz

Economista, Professor Titular do Departamento de Economia da UNB até 1996



*Mecanismos de interligação explicam os grandes prejuízos de bancos e outras instituições americanas e europeias que detinham papéis emitidos pelos bancos hipotecários dos EUA. Generalizou-se a desconfiança nas instituições financeiras, que fecharam-se para novos empréstimos ao setor real da economia, e a crise de liquidez alcançou as empresas do setor produtivo. Estas passaram a enfrentar queda da demanda interna e das exportações para um mundo que já refletia o desarranjo americano. A crise do subprime, ao multiplicar as perdas em uma sucessão de operações, tem o efeito destrutivo de uma bomba de fragmentação*

**N**ão é preciso possuir poder premonitório para prever que, no futuro, a crise do *subprime* será lembrada por um lado como tempos difíceis de cegueira política e administrativa diante do óbvio, e de outro pela incapacidade analítica revelada pelos responsáveis pela gestão das economias centrais. O que impediu, no primeiro caso, uma ação preventiva do governo dos Estados Unidos, evitando o agravamento da crise que ali se iniciaria; e, no segundo, fez com que a intervenção do governo, além de tardia, apalpassse no escuro sem reconhecer a silhueta do animal indomável em que se transformaram os mercados financeiros mundiais.

A crise surpreendeu a todos,

num momento raro em que se presenciava rápido e continuado crescimento da economia e do comércio internacional, que marcavam a primeira década do milênio como algo mágico, impensável quando o último século — o século dos milagres tecnológicos — caminhava para o seu final.

A economia chinesa crescendo vigorosamente já por mais de dez anos, abrindo-se amplamente para o comércio internacional. A economia americana surgindo como o grande mercado para produtos chineses, e se beneficiando (ou talvez apenas se iludindo) pelo aumento de renda (elevação do poder de compra da população) proporcionada pelos baixos preços dos produtos chineses que invadiam as prateleiras das lojas e supermercados. O resto do

mundo, surfando sobre gigantescas ondas de crescimento econômico, vivia a euforia do aumento das exportações e importações — todos compravam mais porque vendiam mais; e com isso um grande número de economias emergentes comemorando os preços astronômicos alcançados por *commodities* agrícolas e minerais, insuflados pelo aumento generalizado da demanda, com a presença do gigante chinês como ator principal.

É forçoso lembrar que, como pano de fundo, Estados Unidos e Europa prosseguiram na sustentação de um modelo de absorção de mão-de-obra barata, via migrações, que teve grande impulsão a partir dos anos 1960 e foi colocado em xeque pela primeira vez em meados dos anos 1970, com a crise do pe-

tróleo. Um processo enganoso porque consolida uma sociedade dual — de nativos prósperos e migrantes pobres, refletindo em enfraquecimento do mercado, de programas de previdência social e dos planos de assistência médica.

A crise surge, portanto, quando presente a euforia da expansão. E dá um corte profundo, definitivo, entre duas eras, causando perplexidade em todos os continentes.

## POR QUE OS SINAIS DA CRISE FORAM DESCONSIDERADOS

*A incapacidade de operacionalizar instrumentos de intervenção não surpreende tanto, quando se considera que os órgãos do governo americano chamados a agir, FED e Tesouro, são especializados em finanças, enquanto desde o início seriam necessários gestores dotados de ampla visão macroeconômica*

O governo americano, observador privilegiado com domínio das informações do mercado, revelou extrema inaptidão primeiro para agir preventivamente para evitar a crise que se alastraria a partir

do seu sistema bancário, afetando toda a economia mundial. E, em seguida, já no meio do furacão, não conseguiu programar medidas corretivas e compensatórias adequadas para conter o seu aprofundamento.

Essa incapacidade de operacionalizar instrumentos de regulação/intervenção é surpreendente quando se trata da maior economia do mundo. Mas não tão surpreendente quando se considera que na estrutura do governo americano os órgãos chamados a agir — o Federal Reserve e o Departamento do Tesouro — são especializados em questões ligadas ao sistema financeiro e às finanças públicas, *enquanto desde o primeiro momento a situação requeria gestores dotados de uma visão macroeconômica mais ampla, e domínio de instrumentos de política econômica eficientes na intervenção de um mercado que girava sem norte.*

O que ocorreu aparentemente foi fruto da presença dominante, em governos de diferentes países, em diferentes instituições financeiras internacionais, e ainda nos chamados mercados de capitais, de uma nova classe de tecnocratas embevecidos com a própria sapiência que julgavam superior. Surgindo como produto natural de uma academia onde o pensamento único, que pretensiosamente se procurava impor, resultava muito mais de uma aliança silenciosa com o capitalismo predatório, do que de avanços da ciência econômica.

Era o triunfo do neoliberalismo financeiro, sufocando a discussão sobre a economia real, sobre po-

lítica industrial, sobre a conveniência da presença estatal para garantir a infra-estrutura econômica a custos suportáveis, sobre política social e previdenciária. Tudo isso passou a ser tratado como se fora apenas um arcaísmo nostálgico de alguns, desprezados como intervencionistas ou estruturalistas saudosos. *Resulta que essa nova classe, cega pelo sectarismo e feliz com os proveitos da aliança natural com o pior do capitalismo financeiro, não conseguiu perceber a tormenta que se aproximava.*

*A crise do subprime de fato não surgiu de forma repentina.* Quando desde o início do milênio multiplicavam-se nos Estados Unidos os financiamentos hipotecários a famílias de duvidosa capacidade de pagamento, sem necessidade de comprovação de renda e ainda com cláusula matreira de juros mais baixos nos primeiros anos de contrato, *impossível não se perceber o que viria pela frente.* Afinal, os empréstimos *subprime* dos bancos americanos, que em meados dos anos 1990 alcançavam em torno de US\$ 40 bilhões anuais, no início do novo século já chegavam a US\$ 180 bilhões anuais, saltando rapidamente para US\$ 550 bilhões em 2004 e US\$ 700 bilhões estimados em 2006. Multiplicados por vinte em apenas dez anos, os novos empréstimos de retorno incerto, que na metade dos anos 1990 representavam aproximadamente 3% do total de financiamentos hipotecários nos Estados Unidos, em 2006, vésperas da recente arrancada, superavam 25% dos novos contratos.

Passada a primeira fase contratual de enganosas condições de pagamento, e consequentemente reajustadas as prestações das casas com o aumento dos juros regrados pelas agora temidas ARM's (Adjustable Rate Mortgages), a inadimplência e a retomada de habitações passou a registrar ritmo acelerado desde o final de 2006.

## INCAPAZES DE PREVER A CRISE E INCAPAZES DE CONTÊ-LA

*É enorme a fila de novos devedores incapazes de pagar as prestações. Em 2008 foram iniciados mais de 2 milhões de execuções hipotecárias, e não seria exagero prever 1 milhão de novas retomadas em 2009 — o que deverá engolir outros US\$ 200/250 bilhões dos bancos hipotecários*

O efeito mortífero da explosão da inadimplência afetaria logicamente os bancos financiadores — pois não se tratava de atrasos eventuais dos mutuários, mas simplesmente da incapacidade de um grande número de devedores de arcar com os novos valores. E o processo de retomada de um núme-

ro crescente de imóveis tinha duas implicações: os bancos viam em cada caso duzentas ou mais prestações futuras de um financiamento transformar-se num ativo podre, e recebiam de volta um imóvel depreciado dada a quantidade de casas abandonadas por devedores em dificuldades. Como os bancos americanos haviam emitido títulos próprios para buscar recursos junto a terceiros para assim lastrear seus empréstimos, as grandes perdas dos bancos hipotecários nos Estados Unidos desvalorizavam seus títulos que se achavam em mãos dos aplicadores.

São esses mecanismos de interligação que explicam os grandes prejuízos de bancos e outras instituições americanas e européias que detinham papéis emitidos pelos bancos hipotecários dos Estados Unidos; generalizando-se então a desconfiança nas instituições financeiras, que, na defensiva, fecharam-se para novos empréstimos ao setor real da economia, numa crise de liquidez que colocava em dificuldades as empresas do setor produtivo. E estas, no pior dos cenários, ainda passaram a enfrentar queda da demanda interna e dificuldades para manter as exportações para um mundo que já refletia o desarranjo americano. *Donde se percebe que a crise do subprime, ao multiplicar as perdas em uma sucessão de operações, tem o efeito destrutivo de uma verdadeira bomba de fragmentação.*

Como agir nessas circunstâncias? O Federal Reserve americano inicialmente decidiu comprar créditos (podres) dos bancos hipotecários — representativos dos ca-

lotes dados pelos compradores de casas; em seguida passou a falar na compra de ações dos bancos, e mais recentemente em adquirir títulos emitidos pelos bancos hipotecários que se achavam em mãos de outras instituições financeiras — aplicadores locais. No primeiro caso o banco hipotecário necessariamente ficaria menor — menos ativos (créditos) para ajustar-se à perda de passivo (capital corroído pelos prejuízos registrados); no segundo caso, uma ação para recompor o passivo dos bancos — mais recursos de terceiros (reforço do passivo) compensando a parcela do capital que havia sido engolida pelos prejuízos; e, no terceiro caso, o governo evitando que as instituições que haviam adquirido títulos emitidos pelos bancos hipotecários enfrentassem novas perdas com a desvalorização dos papéis.

Ora, essa é uma típica operação de enxugar gelo, pois tudo surgiu pelo fato de que, em cada calote, antecipadamente se vencem duzentas ou mais prestações ainda devidas pelo morador inadimplente. E é enorme a fila de novos devedores incapazes de pagar as prestações. Como em 2008 foram iniciados mais de dois milhões de execuções hipotecárias, **não seria exagero prever que no mínimo um milhão de novas retomadas venha a ocorrer em 2009** — do que resulta que as novas perdas deverão engolir outros US\$ 200 bilhões ou US\$ 250 bilhões do capital dos bancos hipotecários. E o governo, mantida a atual estratégia, vai ter de repetir seguidamente as operações de socorro, recompondo o passivo

dos bancos com dinheiro oficial. Empréstimos governamentais que jamais retornarão, pois os tais bancos não têm capacidade de conter a sangria; e se o **socorro do governo seguir via compra de ações dos bancos, inevitavelmente se chegará à total estatização do sistema financeiro dos Estados Unidos.** Nem o maior crítico do capitalismo americano poderia um dia admitir tal desfecho.

Ora, os bancos só pararão de perder — preservando o capital ainda existente e restabelecendo a confiança dos aplicadores/depositantes — se a ação governamental impedir novas inadimplências, novos calotes, e novas casas desocupadas. Com o que todo o processo no circuito financeiro se restabeleceria. Mas isso só pode ser conseguido subsidiando as famílias financeiramente incapazes, e com um programa de reocupação das casas abandonadas. O que inclusive é mais racional. Custa muito menos doar mil ou mil e quinhentos dólares por mês a um devedor, durante duzentos e cinquenta meses futuros, que a alternativa de entregar ao banco de imediato algo como US\$ 250 mil por financiamento “apodrecido”. Um milhão de residências que devem estar sendo retomadas em 2008 custarão ao Tesouro americano em torno de US\$ 250 bilhões apenas para socorrer os bancos de primeira linha (os que financiam as hipotecas), afora as perdas das demais instituições afetadas, e inclusive seguradoras, que o governo vem socorrendo numa autêntica operação *tapa abismos*. E para 2009, outras centenas de bilhões de dólares,

na hipótese otimista. Enquanto a alternativa do subsídio às prestações mensais de um milhão de famílias teria um custo anual inferior a US\$ 20 bilhões anuais — com a vantagem de que cláusulas apropriadas poderiam prever a redução paulatina dos subsídios ao longo do tempo, sob certas circunstâncias. E possivelmente a partir de 2010 o “estoque” de novos financiamentos implodíveis por aumento dos juros já estaria em fase de forte redução.

## A FRAGILIDADE DA ECONOMIA BRASILEIRA

*No Brasil é preciso recuperar*

*o poder de compra das rendas do trabalho, aviltadas*

*desde os anos 1990. E reorganizar as finanças do*

*governo, desorganizadas a partir da descabida*

*autonomia concedida ao*

*Banco Central*

No Brasil a crise se introduziu sob duas vertentes: a fuga de capitais de curto prazo, provocando quedas substanciais na bolsa de valores e acentuada desvalorização do Real; dificuldades dos bancos em renovar operações de captação de recursos externos, desaguando numa crise de liquidez. E ambos os fenômenos se refletiram no setor real da economia.

A queda nos preços das ações provocou retração na demanda de bens de alto valor, como veículos e habitações de alto padrão, antes atrelada ao “enriquecimento” de investidores e aos ganhos de intermediação, com a euforia da bolsa e dos empréstimos consignados e financiamentos de veículos. As dificuldades dos bancos em manter o volume de recursos captados, especialmente na rolagem de empréstimos externos, passou a afetar o financiamento das exportações, e internamente as vendas de veículos e outros bens duráveis.

Na área bancária a crise se instalou via operações passivas das instituições financeiras — particularmente daquelas de menor porte. Como renovar empréstimos externos obtidos pelos bancos, e assim manter o nível de recursos captados (passivo) que lastreavam os empréstimos concedidos (operações ativas)? Como manter a confiança do público interno, renovando títulos vencidos ou colocando novos papéis no mercado, e assim mantendo o volume dos depósitos?

Aqui as autoridades foram ágeis no sentido de manter a liquidez da economia, preservando os bancos, ao liberar empréstimos compulsórios e ainda permitir que bancos maiores adquirissem carteiras de empréstimos de bancos menores; ajustando assim, para estes últimos, um quadro novo onde um volume de empréstimos menor ficaria compatível com um volume de recursos também menor.

O governo tem sido rápido ao intervir na área financeira, mas ao mesmo tempo tem revelado difi-



MARTINS/DA

cobertura de prejuízos do BC e subsídios ao banco ligados a emissões/meio circulante). O retorno dos mecanismos de controle dos capitais de curto prazo, removidos em 1991 e 1992 sob o rufar dos tambores do neoliberalismo, é condição essencial para que o país deixe de ser o grande centro de especulação financeira (com um ingresso líquido de apenas US\$ 45 bilhões de investimentos de carteira no acumulado entre 1995 e 2007, os estrangeiros detinham no país, em dezembro de 2007, mais de US\$ 500 bilhões de ativos financeiros — ações e títulos de renda fixa — deliciando-se com a facilidade de manipular livremente câmbio e bolsas, e ainda recebendo isenções fiscais sobre ganhos com títulos públicos.

culdades em entender os mecanismos que regem a economia real, deixando de introduzir — ao menos até o final de 2008 — instrumentos de política econômica que possam evitar, ou ao menos minimizar, os efeitos da crise sobre a demanda, a produção e o emprego. Não sinalizando sua disposição em alterar profundamente a gestão da economia, como meio de recuperar a capacidade de implementar uma política de rendas e de emprego, de contenção dos encargos financeiros do Tesouro e de controle do ingresso de capitais especulativos.

Uma política de rendas e de emprego exigiria a proteção aos salários e a recomposição de aposentadorias e pensões, a redução das taxas de juros e da carga fiscal sobre rendas do trabalho, um programa de investimentos na infra-estrutura urbana, o retorno do sistema de administração da taxa de câmbio. A contenção das despesas de juros do Tesouro requereria desvincular a remuneração dos títulos públicos da taxa Selic, reformulando totalmente as relações Tesouro/Banco Central (que custaram ao Tesouro em torno de R\$ 150 bilhões apenas em 2007 e 2008, na

Como síntese se pretende apenas enfatizar que todos os caminhos passam pela recuperação do poder de compra das rendas do trabalho, e reorganização das finanças do governo federal. Rendas aviltadas desde o início dos anos 1990, e reduzidas ainda mais a partir do Plano Real, o que se transformou em fator primordial do travamento da economia brasileira. E finanças desorganizadas especialmente a partir da descabida autonomia concedida ao Banco Central — entidade da maior importância, mas mero órgão auxiliar do governo central.