

CAPA

John Taylor, ex-subsecretário do Tesouro americano, diz que ações dos governantes foram a causa principal da crise que se tornou global e têm contribuído para prolongá-la de forma dramática. Por **Ricardo Balthazar**, de Washington

A culpa é do governo

No início de fevereiro, quando o governo dos Estados Unidos apresentou ao mundo as diretrizes do seu novo plano de estabilização do sistema financeiro, o secretário do Tesouro americano, Timothy Geithner, concluiu seu discurso com uma nota espantosa: "Teremos que adaptar nosso programa se as condições mudarem. Teremos que tentar coisas que nunca tentamos antes. Vamos cometer erros. Vamos atravessar períodos em que as coisas ficarão piores e o progresso será irregular e descontínuo."

Dito e feito. Passou um mês e ainda não ficou pronto o programa com o qual Geithner promete limpar os balanços dos bancos e ajudá-los a se capitalizar. Duas instituições em apuros, o Citigroup e a seguradora AIG, tiveram ajuda extra do governo mesmo assim. Um plano para renegociar dívidas no setor imobiliário foi recebido com ceticismo. Detalhes sobre a operação de uma linha de crédito criada para reativar empréstimos a empresas e consumidores só foram definidos há poucos dias.

Ninguém ignora as dificuldades enfrentadas pelas autoridades ao tentar conter uma crise de proporções tão avassaladoras quanto a atual. Mas um coro crescente, re-

forçado pelo mau humor dos investidores e por um punhado de economistas de inclinação conservadora, tem ampliado a pressão sobre o governo americano ao responsabilizá-lo diretamente pelos problemas existentes no setor financeiro. O professor John Taylor, um ex-subsecretário do Tesou-

"As autoridades deveriam abandonar a ideia de que grandes intervenções do governo são a melhor resposta aos problemas", diz Taylor

ro que hoje dá aulas na Universidade Stanford, apresenta a tese de maneira concisa e impiedosa num livro que acaba de sair do prelo, "Getting off Track" (Hoover Institution Press, US\$ 14,95), ainda sem previsão de publicação no mercado brasileiro.

"Ações do governo foram a causa principal da crise que enfrentamos e têm contribuído para prolongá-la de forma dramática", disse Taylor em entrevista ao **Valor**. Muita gente acredita que a crise ocorreu por que um grupo de banqueiros gananciosos deu as cartas em Wall Street por tempo demais, mas essas pessoas não encontrarão conforto no livro de Taylor. "Sem dúvida, muitos erros também foram cometidos no setor privado, mas em geral eles foram amplificados por diversos equívocos do governo."

O agravamento da crise tem gerado apelos para que o sistema financeiro seja vigiado com maior rigor e renovou em muitos países a fé na capacidade que os governos teriam de consertar os estragos causados pela desregulação dos mercados. Mas Taylor acha que a lição da crise é outra. "As autoridades deveriam abandonar a ideia de que grandes intervenções do governo são a melhor resposta aos problemas atuais e perceber que muitas vezes podem piorar as coisas ao fazer isso", diz o economista.

Taylor culpa o Federal Reserve, o banco central americano, por ter relaxado excessivamente a política monetária no início da década e com isso assoprado o balão que inflou os preços dos imóveis nos Esta-



Corretores da bolsa de Nova York: "Muitos acham que o que disparou o pânico foi a falência do Lehman Brothers, mas acho que o fator mais importante foi a resposta confusa do governo", diz Taylor

dos Unidos. Depois que a bolha estourou, diz ele, o Fed e o Tesouro erraram ao demorar demais para perceber que havia problemas mais sérios nos balanços dos bancos. Quando finalmente resolveram atacar essa questão, agiram de maneira confusa, ampliando a insegurança dos investidores.

Taylor deve sua celebridade no meio acadêmico à chamada Regra de Taylor, fórmula matemática que ele propôs em 1992 com o objetivo de calcular o que seria a taxa de juros ideal para manter os preços sob controle e a economia americana crescendo de forma sustentável. A fórmula é uma referência importante em qualquer discussão sobre política monetária e o atual presidente do Fed, Ben Bernanke, é membro do seu fã-clube.

Taylor acredita que o ex-presidente do Fed Alan Greenspan foi longe demais ao baixar as taxas de juros no início da década. Greenspan queria reanimar a economia americana depois do fim da bolha da internet e dos atentados terroristas de setembro de 2001, e estava preocupado com o risco de uma deflação que poderia esfriar ainda mais a atividade. Com base em sua fórmula, Taylor acredita que o Fed teria alcançado esses objetivos mesmo se tivesse mantido os juros num patamar mais elevado.

“Os juros baixos aceleraram a especulação no mercado imobiliário de várias maneiras, reduzindo as taxas cobradas pelas companhias hipotecárias e encorajando os participantes do mercado a assumir riscos excessivos”, diz o economista. “Muitos excessos cometidos por banqueiros e investidores não teriam ocorrido se os juros não fossem tão baixos e não estivessem todos em busca de

rendimentos maiores. Os governos não têm como evitar que as pessoas tenham surtos de euforia como o que tivemos antes da crise. É da natureza humana. Mas os governos podem evitar alimentar a euforia, adotando políticas mais claras e previsíveis.”

Cálculos que Taylor apresenta em seu livro, baseados num modelo matemático que procura estimar os efeitos das taxas de juros sobre a construção habitacional, sugerem que a expansão do mercado imobiliário americano na primeira metade da década teria sido muito mais moderada se o Fed tivesse praticado taxas de juros mais elevadas entre 2002 e 2004, seguindo a política que era recomendada pela aplicação da Regra de Taylor.

“Não dá para reescrever a história”, ele reconhece. “Mas o que estou dizendo é que era possível ter feito coisas diferentes com a informação disponível naquela época. Havia evidências claras de que as taxas de juros estavam baixas demais e era possível antes que isso criaria problemas. É importante entender isso, para assegurar que outros não repitam esse mesmo erro no futuro.”

A bolha do mercado imobiliário começou a murchar no segundo semestre de 2006, quando os preços dos imóveis caíram em vários pontos do país e pessoas que haviam se endividado em anos anteriores passaram a ter problemas para manter em dia os pagamentos de suas hipotecas. Bancos e investidores que haviam adquirido títulos associados às hipotecas e feito outras apostas arriscadas começaram a sofrer prejuízos, e a oferta de crédito entrou em queda.

A crise financeira tornou-se aguda em agosto de 2007, quando as taxas de juros cobradas pelos bancos no mercado inter-

bancário saltaram dramaticamente. Foi nesse momento que as autoridades americanas cometeram outro equívoco importante, na avaliação de Taylor, diagnosticando a aflição dos mercados como um problema de falta de liquidez e não como um indício de que a saúde das maiores instituições financeiras do país era mais frágil do que seus balanços pareciam sugerir.

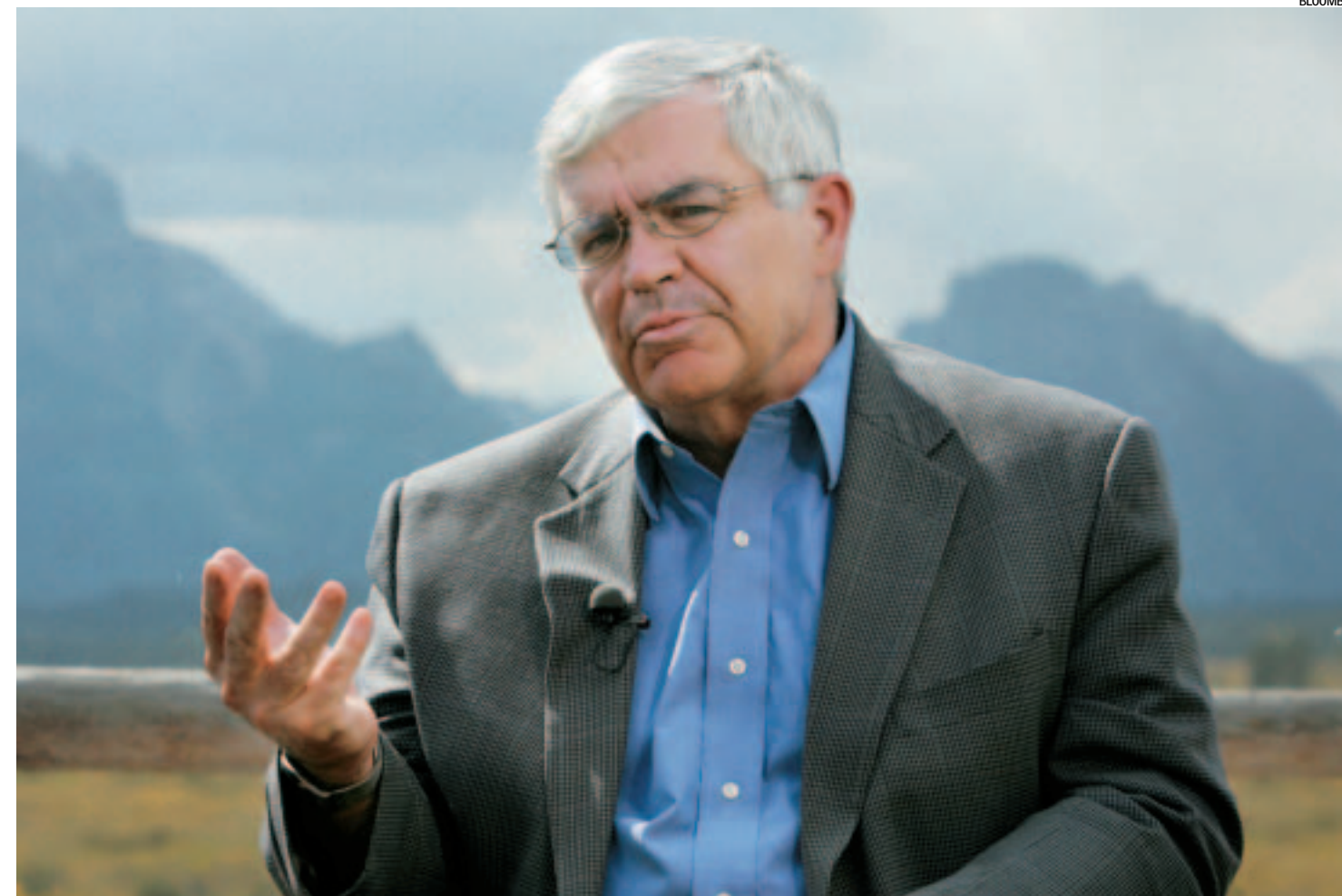
Taylor investigou o assunto em profundidade no calor da hora. Junto com um diretor do braço regional do Fed em San Francisco, na Califórnia, John Williams, Taylor entrevistou operadores do mercado e estudou o comportamento dos investidores. “Ficou claro para nós que não havia falta de liquidez, mas uma enorme insegurança diante da falta de informações sobre a extensão dos problemas nos bancos”, afirma Taylor. “Mas muitos operadores pensavam diferente e o governo aceitou esse diagnóstico equivocada, o que ajudou a prolongar a crise.”

Em vez de atacar a doença diretamente, o governo lançou nos meses seguintes diversos programas para aumentar a liquidez nos mercados, injetando centenas de bilhões de dólares na praça e facilitando o acesso de bancos e outras instituições financeiras aos cofres do Fed. Os juros do mercado interbancário caíram bastante assim que as primeiras medidas foram tomadas, mas voltaram a disparar em poucas semanas, indicando que o problema era outro mesmo.

O pânico tomou conta dos mercados em setembro, quando o banco de investimentos Lehman Brothers foi à lona sem que as autoridades socorressem seus acionistas. “Muitas pessoas acham que o que disparou o pânico foi a falência do Lehman Brothers, mas eu acho que o fator mais importante foi a resposta confusa do governo”, diz Taylor. “Quando o Bear Sterns quebrou e foi socorrido meses antes, ficou evidente que eles precisavam se preparar para a próxima vez em que algo assim acontecesse. Quando o Lehman Brothers quebrou, todo mundo viu que eles não tinham uma estratégia para lidar com a crise.”

Desde a posse do presidente Barack Obama, em janeiro, o novo governo tem se esforçado para definir uma estratégia mais eficaz. Mas a ausência de detalhes sobre algumas iniciativas anunciadas por Geithner continua a alimentar a insegurança dos investidores. “Há muita preocupação com os sinais de que eles também não têm ainda um plano bem pensado”, afirma Taylor. “Existe um problema sério de comunicação entre o governo e os mercados, parecido com o que vimos no ano passado.”

Taylor já esteve no outro lado do balcão e sabe que é difícil governar. Como subse-



John Taylor, que criou uma fórmula para calcular o que seria a taxa de juros ideal para manter os preços sob controle e a economia americana crescendo de forma sustentável

cretário do Tesouro para assuntos internacionais de 2001 a 2005, no primeiro mandato do ex-presidente George W. Bush, ele ajudou a apagar incêndios na Argentina, no Iraque e no Afeganistão. “Não estou dizendo que o governo não deveria fazer nada”, afirma Taylor, que na campanha eleitoral do ano passado trabalhou para o senador republicano John McCain. “No entanto, as autoridades precisam reconhecer os seus limites e o risco de piorar as coisas com sua interferência.”

Ele vê com suspeição as propostas de estatização de bancos como o Citigroup e o Bank of America, que perderam a confiança dos investidores e não conseguem levantar os volumes de capital que precisam para manter-se à tona. “Acho a ideia muito confusa e até assustadora”, diz Taylor. “Será que o governo realmente teria condições de administrar adequadamente bancos desse porte? O governo tem bastante experiência com o processo de resolução de bancos menores, mas não com instituições tão complexas.”

Muitos economistas acreditam que transferir para o governo o controle dos bancos que estão descapitalizados seria a melhor para purgar o sistema financeiro dos excessos cometidos nos últimos anos,

passando por cima das resistências dos atuais acionistas e eliminando rapidamente as fontes de incerteza que continuam obstruindo os mercados de crédito. Mas os riscos de uma empreitada como essa seriam enormes também e o governo Obama já deixou claro que não quer esse caminho.

O Tesouro já gastou mais de US\$ 270 bilhões para reforçar o capital dos bancos, mas eles continuam à beira do abismo. Seu plano agora é criar um fundo com dinheiro do Tesouro, do Fed e do setor privado para comprar títulos associados a hipotecas e outros ativos problemáticos que corrompem as entranhas do sistema financeiro. Isso ajudaria a limpar os balanços dos bancos e permitiria que eles voltassem a captar recursos no mercado. Detalhes sobre a operação do novo fundo ainda estão em discussão no governo.

Taylor está preocupado com os efeitos que esse e os outros programas lançados pelo Tesouro e pelo Fed para combater a crise terão no longo prazo. Num debate recente com outros economistas, ele afirmou que o banco central americano abandonou a política monetária dos livros-texto para se dedicar a uma nova “política monindustrial”, em que o Fed imprime dinheiro para financiar intervenções do governo em di-

versas áreas e não apenas para regular a oferta de moeda na economia.

Desde setembro, o Fed emprestou mais de US\$ 2 trilhões para bancos e outras instituições financeiras. Muitos desses empréstimos são operações de longo prazo que o Fed não poderá desfazer facilmente, o que comprometerá sua capacidade de administrar a economia quando ele tiver que se preocupar com a inflação novamente. Junto com o plano de estímulo econômico proposto por Obama, os programas de estabilização do sistema financeiro têm aumentado o endividamento do governo, tornando os Estados Unidos mais vulneráveis diante de novos choques externos.

“O fato de a nossa dívida ser tão atrativa para tanta gente hoje em dia é providencial, por que nos permite obter os recursos necessários para financiar esses programas a um custo razoável”, diz Taylor. “Mas isso não é algo automático e precisamos nos precaver, para evitar problemas se um dia os investidores estrangeiros olharem para nossas dívidas com mais desconfiança do que hoje. Se as políticas adotadas pelo governo continuarem saindo do trilho por muito tempo, haverá motivos para preocupação com a dívida mais à frente.” ■

Timothy Geithner:
“Vamos cometer erros. Vamos atravessar períodos em que as coisas ficarão piores e o progresso será irregular e descontínuo”

