

## O que os EUA têm de fazer ou não diante da crise?

*Peter Coy*

Wall Street encheu-se de esperança na semana retrasada. Exultante com as medidas do Federal Reserve (Fed, o banco central dos EUA) para estancar a crise de crédito, o mercado acionário do país teve seu maior avanço diário em cinco anos, com o índice Dow Jones em alta superior a 400 pontos. Mas as autoridades do Fed são as primeiras a reconhecer que a iniciativa ataca apenas um problema, a falta de liquidez dos grandes bancos. Não faz nada sobre o risco central para a economia dos EUA: a depressão, sem precedentes, no valor dos imóveis residenciais, que drena o patrimônio e a confiança das famílias e deixa o sistema bancário sob enorme pressão.

Quão desastrosa poderá ficar a situação? Ninguém pode saber, porque nunca passamos por um declínio tão desenfreado no mercado residencial - e isso ocorre em um momento no qual seu atual valor, de US\$ 20 trilhões, representa a maior parte da riqueza das famílias nos EUA. Atualmente, a maioria dos economistas supõe que o país passará por uma recessão moderada e breve em 2008. Mas há uma possibilidade de um declínio mais acentuado, contra o qual os antídotos tradicionais anti-recessão - um corte de juros aqui, alguns gastos públicos deficitários acolá - não seriam capazes de combater.

O que deveria ser feito: para as autoridades em Washington - o presidente do Fed, Ben Bernanke, o secretário do Tesouro, Henry Paulson, e os líderes no Congresso -, o caminho sensato é garantir-se contra a pequena mas assustadora possibilidade de que o desenrolar da situação possa ser muito ruim. As possíveis "apólices de seguro" são medidas governamentais que implicam um custo real, mas atenuam o risco de uma recessão moderada tornar-se algo pior. O Fundo Monetário Internacional (FMI) respaldou essa abordagem quando o primeiro vice-diretor-gerente da instituição, John Lipsky, instou as autoridades monetárias mundiais a "imaginar o inimaginável e proteger-se contra uma espiral de crédito descendente".

Em termos gerais, as autoridades têm três opções para criar uma rede de segurança sob a economia. Cada uma tem seus prós e contras, sendo que estes últimos ficam mais aparentes quando as medidas são levadas ao extremo. Por isso, uma abordagem de três frentes, que avance em cada opção de forma moderada, poderia ser a melhor trilha a seguir.

A primeira opção dependeria, essencialmente, de medidas agressivas do Fed para inundar a economia de liquidez, o que já está em andamento. Em 11 de março, o banco central anunciou um programa inovador, para emprestar US\$ 200 bilhões em títulos do Tesouro a grandes bancos comerciais e de investimento. Permitirá que dêem como garantia pelos empréstimos ativos bastante valiosos, mas difíceis de negociar, como "certificados lastreados por hipotecas" (MBS, na sigla em inglês) com alta classificação de crédito. A medida poderia permitir-lhes começar a fornecer e receber créditos de novo. Os contras: não há auxílio direto para os proprietários residenciais que não estão aptos para conseguir refinanciamentos.

Uma segunda opção seria algum tipo de pacote de resgate do governo para os donos de casas. A idéia seria reduzir os encargos sobre eles e limitar as execuções hipotecárias dos imóveis. A terceira opção seria auxiliar as instituições de crédito e detentores de MBS, para tentar descongelar os mercados de crédito. O problema é que estas duas últimas opções são vistas como injustas pelos que não precisam de resgate. Fica no ar, sem resposta, quem teria que arcar com a maior parte das perdas relacionadas aos imóveis: proprietários, investidores ou contribuintes?

É inegável, no entanto, o que não é possível resolver. Não há forma de estancar a queda de preço dos imóveis residenciais; eles subiram demasiado e a atual crise não acabará até que caiam a um patamar que o mercado conclua ser sustentável. Também não é prudente tentar evitar uma recessão. Quando um setor tão gigantesco como o residencial entra em queda livre é quase inevitável que o resto da economia seja afetado. "Vimos uma alta nos preços residenciais, daquelas que ocorrem uma vez a cada cem anos, e, agora, estamos vendo um colapso dos que

ocorrem uma vez a cada cem anos", observa o economista Kenneth S. Rogoff, da Universidade Harvard. "É bem, bem difícil fazer muito a respeito."

As ondas de rádio e TV e a internet estão repletas de pessoas a favor de que não se faça nada. Sustentam que intervir agora apenas adiar a liquidação inevitável dos excessos alimentados pelo crédito fácil. "Sob os resgates propostos, as pessoas responsáveis saem perdendo e têm de dar seu dinheiro a apostadores, mentirosos e credores vulgares", assevera o Patrick.net, blog bastante popular sobre o setor residencial.

Entretanto a filosofia do "fique aí, não faça nada!" é pessimista demais. As autoridades monetárias têm a obrigação de se certificar de que a virada de tendência não ganhe velocidade e se torne algo no estilo da longa e profunda recessão de 1973 a 1975. É de extremo perigo que haja milhões de proprietários de casas com claras vantagens financeiras para abrir mão de suas casas, já que valem menos do que as hipotecas que lhes resta pagar por essas propriedades. Já surgem sinais de que o estigma de abandonar as residências perde força, uma vez que os proprietários aglomeram-se em sites com nomes como walkwayplan.com e youwalkaway.com (algo como, planodeabandono.com e vocêabandona.com). "As pessoas odeiam os bancos", diz Paul J. Herbert, analista sênior e co-proprietário do Walk Away Plan, em Glendale, Arizona. Todo o capital do sistema bancário dos EUA seria apagado várias vezes, se todos que estivessem atolados até o pescoço em uma hipoteca entregassem as chaves a seus credores.

Também há a questão social. Um volume de execuções hipotecárias muito concentrado, voluntárias ou não, poderia destruir bairros porque o abandono eleva o crime e a decadência. E a crise residencial corrói o pacto social. "A questão de rico versus pobre foi, até certo ponto, amortecida pela alta dos preços residenciais. Agora, tudo o que resta fazer é fitar o contracheque e seu patrimônio imobiliário (valor de mercado do imóvel menos os pagamentos restantes da hipoteca) negativo", alerta o economista Raghuram G. Rajan da Universidade de Chicago.

A tarefa mais premente é assegurar que o sistema financeiro não fique tão incapacitado pelas perdas que deixe de desempenhar sua função crucial, de transferir capital de quem o detém para quem o precisa. A deflação de ativos é prejudicial ao sistema financeiro. Para complicar ainda mais, a securitização e os derivativos tornam quase impossível descobrir quem está vulnerável a uma grande perda até que a situação imploda.

O Fed já está trabalhando, intervindo pesadamente sob o comando de Bernanke, que ganhou seus galões acadêmicos estudando os erros de política monetária que levaram à Grande Depressão.

A abordagem do Banco Central americano concentra-se em dois pontos. O Fed poderia baixar os juros talvez até a 1,5% ou mesmo ao nível de 1% visto em 2003 e 2004. Juros mais baixos permitem aos bancos reconstruir seus golpeados balanços patrimoniais pagando menos pelas dívidas que possuem. Também faz com que os bancos reduzam os juros do mercado, estimulando a economia com créditos mais baratos para proprietários de residências e empresas.

A segunda tática do Fed é aliviar a escassez de crédito convencendo os participantes do mercado de que ativos sob suspeita, de fato, valem algo. Leva a idéia a cabo fornecendo aos bancos comerciais e de investimento novas formas de garantir seus créditos. A decisão do Fed é a de ajudar as operadoras primárias - 20 instituições gigantescas que negociam diretamente com o Fed e compõem o centro do sistema financeiro dos EUA. Estas poderão usar uma maior variedade de garantias, incluindo MBS com alta classificação de crédito, em troca de papéis do Tesouro. E os créditos serão de 28 dias, em vez de apenas um dia.

Mas o Fed não tem condições de fazer isso sozinho. Juros mais baixos não ajudam os proprietários residenciais que não se qualificam a receber novas hipotecas porque suas casas perderam muito valor. Além disso, cortes profundos nos juros aumentam os riscos inflacionários,

o que, em contrapartida, eleva as taxas de longo prazo e neutraliza, em parte, os esforços do Fed. O pacote de estímulo econômico do governo Bush de US\$ 152 bilhões ajudará um pouco, mas economistas acreditam que o impulso desaparecerá por volta do fim do ano, não muito depois das eleições de novembro.

É por isso que muitos analistas afirmam que o governo federal precisará intervir diretamente no mercado residencial. "Há um ou dois meses, eu diria que o crucial era estimular a economia", observou o economista Martin Feldstein, da Universidade Harvard, que foi principal assessor econômico do ex-presidente Ronald Reagan. "Mas acredito que a natureza anômala dos mercados de crédito, particularmente dos ativos residenciais, é agora de importância preponderante."

A "intervenção necessária" nas palavras de alguns, no entanto, é um "resgate ultrajante" para outros. Quando o governo intervém, começa a batalha sobre quem ganha e quem perde. Os financiamentos residenciais representam 44% das dívidas não financeiras, o que as torna um dos principais pilares do mercado de dívidas. Se o valor do patrimônio imobiliário de uma família cair 25%, declínio considerado plausível por muitos economistas, haveria uma perda de riqueza de US\$ 5 trilhões. Qualquer tipo de plano de resgate bancado pelo governo alterará a distribuição de perdas entre proprietários e investidores.

A forma mais direta de resgatar proprietários seria forçar os credores a reduzir o volume devido pelos que receberam o crédito. Essa "revisão" poderia ser concretizada por decreto legislativo ou, mais provavelmente, alterando-se a Lei de Falências federal, para permitir aos juízes reduzirem as dívidas hipotecárias da mesma forma que podem fazer com outros tipos de dívidas. Projetos de lei para alterar a Lei de falências estão paralisados no Congresso, mas poderiam ganhar força se as execuções continuarem aumentando.

A desvantagem: no curto prazo, as instituições de crédito poderiam deparar-se com perdas ainda maiores. No longo prazo, cobrariam juros mais altos por receios de novos descontos nas dívidas. E Keith Hennessey, diretor do Conselho Econômico de Bush, afirmou em 29 de fevereiro, que "injetar dinheiro do governo por meio dos tribunais em contratos preexistentes" dilataria a crise imobiliária ao desacelerar o processo de ajuste das dívidas.

No outro extremo, há idéias para resgatar as instituições de crédito sem tentar sustentar os preços. Feldstein, de Harvard, que divulgou seu plano em um artigo no "The Wall Street Journal", em 7 de março, propõe que o governo conceda empréstimos de baixo custo a pessoas físicas equivalentes a 20% de sua dívida hipotecária. Os proprietários que aceitassem a oferta teriam de usar todo o dinheiro para pagar as hipotecas. Isso, por tabela, daria uma imensa injeção de dinheiro aos credores e reduziria a probabilidade de que os devedores desistissem de continuar pagando suas casas, já que a dívida restante seria menor do que o valor de mercado da casa. No entanto, exporia os contribuintes a riscos, sem fazer nada para reduzir o endividamento total dos proprietários. E, ao permitir que os credores saíssem facilmente da complicada situação, talvez os encorajasse a pensar que poderiam voltar a emprestar de forma irresponsável, impunemente.

Desalentador, não? "Muitas pessoas se esforçaram nos últimos seis meses para encontrar formas efetivas de intervenção do governo e ficaram desapontadas com a parcimônia de boas opções", diz Douglas W. Elmendorf, da Brookings Institution. "Creio que o governo pode e deveria fazer mais", diz.

Elmendorf apóia uma reforma da Lei de Falências que ajude a reduzir a dívida dos proprietários, juntamente com medidas que ajudem o setor financeiro com a compra de créditos usando dinheiro do governo, embora a um preço com desconto.

Na corrida presidencial, o senador republicano John McCain não quer resgatar nenhum dos lados, preferindo acordos privados entre credores e devedores. Aqui está como ele resumiu suas idéias,

em 11 de março. "Não é papel do governo resgatar investidores ou instituições de crédito que não fizeram seu trabalho."

Os senadores democratas Barack Obama e Hillary Clinton inclinam-se para o lado dos proprietários, mas Clinton é mais agressiva. Defende um congelamento voluntário de cinco anos nas taxas de hipotecas de baixa qualidade e a suspensão de 90 dias nas execuções hipotecárias.

Uma idéia que ganha apoio tanto de conservadores como de liberais é a criação de uma versão moderna da Home Owners' Loan Corp., a agência dos tempos da Grande Depressão que comprava hipotecas com desconto e emitia novas, mais acessíveis. Alex Pollock, analista do American Enterprise Institute, em Washington, avalia que uma agência do tipo ajudaria a "evitar graves perdas excessivas em ciclos, que se auto-alimentam, de inadimplência, contração de crédito e queda de preços residenciais".

Entretanto, Hennessey, o assessor de Bush, compara a idéia à professora que dá mais tempo para os estudantes terminarem um trabalho porque alguém não o fez. "Os 'estudantes' que se mantiveram acordados toda a noite para acabar a tarefa estão, de fato, bastante irritados."

Mesmo se as partes divergentes concordassem com tal plano, haveria espaço de sobra para conflito. Credores e detentores de MBS buscariam ficar o mais próximo possível do valor de face de seus créditos, enquanto devedores e contribuintes procurariam um desconto maior, para que as novas hipotecas fossem confortavelmente menores do que o valor das casas. Cada lado, naturalmente, camuflaria seus argumentos sob o interesse público. As instituições de crédito tentariam livrar-se dos piores créditos junto ao governo e manter os melhores, destaca Elmendorf. E qualquer programa de abrangente inevitavelmente ajudaria muitos devedores e credores que não o merecem.

Um dos perigos é que as disputas políticas afastem o debate do que é melhor para a economia como um todo. Há muitas formas de errar. Nos anos 90, no Japão, por exemplo, empresas insolventes, mas poderosas politicamente, conseguiram que seus bancos as mantivessem à tona com créditos de baixos juros. Como resultado, estes bancos não tiveram dinheiro sobressalente para financiar novas empresas. Isso encaminhou o Japão a sua infame "década perdida", de baixo crescimento.

Dito isso, conflitos políticos e certa incompetência podem ser um preço aceitável a pagar por programas que atenuem o risco bastante real de um desastre financeiro sistêmico.



Fonte: Valor Econômico, São Paulo, 24 mar. 2008, Especial, p. A14.