

Por que lidar com dívidas imensas é tão difícil

Martin Wolf
28/01/2009

Quanta dívida é dívida demais? Ninguém sabe. Os governos de países de alta renda excessivamente endividados, como Estados Unidos e Reino Unido, no entanto, pensam que sabem a resposta: é mais do que a dívida atual. Desejam que ainda mais crédito flua para seus atribulados setores privados. Será que é uma ambição alcançável e, caso seja, como pode ser atingida?

Vamos começar com alguns fatos. A razão de endividamento público e privado dos EUA em relação ao PIB chegou a 358% no terceiro trimestre de 2008. É a maior na história dos EUA. O pico anterior, de 300%, data de 1933, durante a Grande Depressão.

Quase todas essas dívidas são privadas. Chegaram a um recorde de 294% do PIB em 2007, um aumento de 105 pontos percentuais em relação à década anterior. O mesmo ocorreu no Reino Unido, em uma escala ainda mais impressionante. Foi uma expansão gigantesca do crédito e do endividamento.

A composição do aumento do endividamento é particularmente notável. No início dos anos 30, a maior parte das dívidas privadas dos EUA era devida por empresas fora do setor financeiro: portanto, houve deflação no balanço patrimonial das companhias, como também foi o caso do Japão na década de 90. Desta vez, contudo, o grande aumento na dívida sucedeu-se entre as pessoas físicas e o setor financeiro.

Nas últimas três décadas, as dívidas do setor financeiro dos EUA cresceram seis vezes mais do que o PIB nominal. Os conseqüentes aumentos em sua escala e alavancagem explicam por que, em seu auge, o setor financeiro supostamente gerava 40% dos lucros de empresas dos EUA. Algo decididamente nocivo estava ocorrendo: as finanças, em vez de agirem como um servo da economia haviam se tornado seu mestre. Em um breve relato soberbo sobre a calamidade atual, lorde Turner, presidente da Autoridade de Serviços Financeiros (FSA, órgão regulador do mercado financeiro britânico), refere-se explicitamente a "lucros ilusórios".

As dívidas dos grupos familiares - em grande parte associadas à habitação - também subiram rapidamente: de 66% do PIB dos EUA, em 1997, para 100%, em 2007. No Reino Unido, ainda foi possível ver um salto ligeiramente maior no endividamento das famílias.

O que tais aumentos no endividamento pressagiam? A resposta poderia ser: nada. Afinal, contando o mundo inteiro, a conta final da dívida é zero. Em princípio, a capacidade de transferir poder de compra de financiadores para captadores é altamente desejável: como certa vez sustentou uma campanha publicitária britânica, com crédito é possível "satisfazer os desejos sem ter de esperar". As pessoas, contudo, podem cometer grandes erros, particularmente quando confundem bolhas com o que acham ser preços permanentemente altos. O setor financeiro é particularmente propenso a tais disparates. Nas palavras de Carmen Reinhart, da University of Maryland, e Kenneth Rogoff, de Harvard, "crises sistêmicas bancárias são tipicamente precedidas por bolhas no preço dos ativos, grandes influxos de capital e fortes expansões de crédito, tanto em países ricos como pobres".

Uma vez que essas bolhas estouram, torna-se difícil encontrar captadores e financiadores que estejam dispostos a tal ou sejam dignos de crédito. Em vez disso, os que estão excessivamente endividados começam a pagar as dívidas, como ocorre agora. O volume desejado de poupança aumenta. A poupança concretizada, contudo, pode não aumentar: em vez disso, a renda pode desmoronar. É o que John Maynard Keynes chamava de "o paradoxo da poupança". O resultado seria um tombo, causado pelo colapso dos balanços patrimoniais, em vez de tentativas de controlar a inflação elevada.

Então, o que deve ser feito?

Alguns recomendaram a "liquidação". Uma seqüência de falências, de fato, eliminaria o excesso de dívidas, como ocorreu nos anos 30. Porém, com grande parte da economia enredada em falências e o setor financeiro implodindo, o resultado seria uma depressão. Escolher essa opção seria insanidade.

Menos desagradável seriam falências em massa organizadas. As propostas de uma troca organizada de dívida por patrimônio de instituições financeiras quebradas ou enfraquecidas cai nesta categoria. Também caem, portanto, as de permitir que tribunais modifiquem contratos hipotecários. Essas idéias são atrativas, se executadas de forma eficiente e expeditiva. Os custos recairiam sobre os acionistas e credores, em vez dos contribuintes, e, dessa forma, se sustentariam os princípios da responsabilidade privada.

Uma abordagem oposta é sustentar os atuais níveis de endividamento, cortando seu custo para os captadores e tentando sair disso ao longo de vários anos. É o que as atuais políticas monetárias buscam. É uma boa idéia, por mais desagradável que seja para os credores. No entanto, não geraria muita captação adicional, nem novos gastos; não impediria os endividados de tentar reduzir suas dívidas; e não recuperaria a saúde do setor financeiro.

Outra abordagem é substituir as dívidas privadas por dívidas públicas. É o que recapitalização dos bancos significa agora. Ao longo do tempo, a dívida do setor privado deveria cair, enquanto a do setor público, explícita e implícita, subisse. Socializar as dívidas aumenta a chance de livrar-se delas. Isso já ocorreu antes, mais notavelmente, no caso da dívida pública do Reino Unido ao longo do século XIX.

Por fim, está a inflação. Quando os bancos centrais e governos são agressivos o suficiente, podem gerar inflação, reduzindo assim os encargos com o endividamento. A idéia, contudo, colocaria em risco - se não é que exterminaria - o experimento com moeda fiduciária sem lastro (ou feita pelo homem) iniciado em 1971.

Então, qual é a melhor abordagem?

No geral, em grande medida seria sair do excesso de dívida, com a socialização de uma parte dela como elemento essencial. Recair na inflação seria uma imensa falha política. Também é necessário um plano para lidar com os apuros de muitas famílias e de um setor financeiro excessivamente extenso e insuficientemente capitalizado.

O setor financeiro, como um todo, não pode desalavancar-se por meio da venda de ativos. Seria útil se as declarações das instituições financeiras mundiais pudessem ser calculadas em valores líquidos, embora isso exigisse cooperação internacional. O governo Obama também precisará lançar em breve uma recapitalização do setor bancário dos EUA, mas não com a compra de "ativos tóxicos" a preços acima do mercado. Seria preferível uma troca de dívida por patrimônio. Se isso for politicamente impossível ou desestabilizador demais, será inevitável uma recapitalização com financiamento público. Só não ouse chamar isso de estatização.

Seja lá o que for feito, não se pode fugir de uma verdade premente. Será muito difícil gerar captações líquidas suficientes pelas pessoas físicas e empresas fora do setor financeiro, nos países de alta renda e elevado endividamento interno. É inimaginável que voltem aos níveis de captação, gastos e expansão de dívidas do setor privado que caracterizaram esses países por tanto tempo. Países com grandes superávits em conta corrente há muito demandavam o fim das captações e gastos libertinos dos clientes de quem dependiam. Eles deveriam ter sido cuidadosos com o que desejaram: agora o conseguiram. Aproveitem!

Martin Wolf é colunista do "Financial Times".