

Risco Sistêmico e o Papel do Governo¹

John Taylor

ESTE ARTIGO TENTA RESPONDER à pergunta de qual é o papel do governo na redução do risco sistêmico no mercado financeiro. A crise financeira de 2008/2009 deu um novo sentido de urgência a essa questão.

Membros do governo dos Estados Unidos estão propondo uma legislação para expandir de forma expressiva o papel do governo não apenas no setor financeiro, como também em outras áreas da economia. Os líderes do Departamento do Tesouro, do Federal Reserve (Fed), da *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) e da *Securities and Exchange Commission* (SEC) propuseram conjuntamente a criação de um “regulador de risco sistêmico”, que pode ser uma nova agência, ou parte do Fed, ou mesmo uma espécie de conselho de órgãos reguladores já existentes.

Tal agência teria poderes abrangentes para revisar, regular e proibir o uso de inovações financeiras — tanto de instrumentos como de instituições — e receberia a incumbência de dispor de novos poderes acerca do destino de empresas privadas.

Propostas referentes ao futuro do governo nos mercados financeiros dependem criticamente das lições que possam ser apreendidas acerca do seu papel na crise atual. Em termos genéricos, podemos distinguir duas visões diferentes entre si.

A primeira é que “a culpa é dos mercados”. A crise seria decorrente de forças emanadas do mercado que o governo não controlou, seja porque não teve poderes para tal ou porque escolheu não fazê-lo. Essa corrente analisa o risco sistêmico como uma falha de mercado que pode e deve ser encarada através de intervenções governamentais. O corolário natural dessa avaliação é o aumento dos poderes do governo, por meio de

¹ Versão traduzida e adaptada do discurso do autor por ocasião da Conferência sobre Inovações Financeiras e Crises, Banco da Reserva Federal de Atlanta, Jekyll Island, Georgia, Estados Unidos, 12 de maio de 2009. O autor agradece as contribuições feitas por George Schultz, Allan Meltzer, Peter Fisher, Donald Kohn, James Hamilton, Myron Scholes, Darrell Duffie, Andrew Crockett, Michael Halloran, Richard Herring e John Ciorciari para o livro *The Road Ahead for the FED* e das quais o citado discurso se beneficiou (Ciorciari e Taylor, 2009). Os editores, por sua vez, agradecem a contribuição de Gustavo Zumel, pela cuidadosa revisão da tradução do original.

várias propostas. Esses pontos de vista são sustentados justamente pelos membros do governo que estão promovendo esse tipo de propostas.

A segunda visão é que “a culpa é do governo”. A crise, por essa lógica, seria causada por forças oriundas do governo e, no caso dos Estados Unidos, especificamente, do governo federal. É esse o ponto de vista que se infere das minhas pesquisas empíricas, bem como das de outros economistas. De acordo com essa corrente alternativa, as ações do governo federal causaram, prolongaram e agravaram a crise financeira. Há escassa evidência de que tais forças estejam minguando e, na verdade, elas podem se intensificar. Consequentemente, de acordo com essa visão, uma vez que o governo é visto como o risco sistêmico mais sério para o sistema financeiro, o raciocínio aponta na direção contrária — no sentido de limitar os poderes do governo e o dano que ele pode causar.

Este capítulo está dividido em cinco seções, incluindo esta introdução. Na segunda seção, discutem-se as responsabilidades relativas do governo e do mercado na eclosão da recente crise. Na terceira, discorre-se acerca de quais podem vir a se revelar os riscos sistêmicos futuros. A quarta seção analisa se há um papel para o governo na redução do risco sistêmico. Finalmente, há uma seção de conclusões.

RISCO SISTÊMICO: GOVERNO VS. MERCADO NA CRISE FINANCEIRA

Para responder à questão acerca do papel do governo e o risco sistêmico, é importante examinar cuidadosamente quem, entre o governo e o mercado, era o fator sistêmico na crise. Por definição, um risco sistêmico, no caso do sistema financeiro, é aquele que afeta o mesmo como um todo e, em consequência, a economia real, através dos efeitos de contágio e de reação em cadeia. O evento detonador desse impacto macroeconômico pode vir tanto do setor público — por exemplo, quando o Banco Central, subitamente, contrai a liquidez — como do sistema financeiro — em casos em que um grande banco privado vai à falência — ou ainda na forma de um fator exógeno — em situações em que um desastre natural ou um ataque terrorista paralisa o sistema de pagamentos.

Exemplos de eventos sistêmicos anteriores à atual crise foram a moratória russa de 1998, que afetou os mercados ao redor do mundo, levando o Fed a cortar as taxas de juros; ou os ataques terroristas do 11 de setembro de 2001, cujos efeitos se espalharam através do sistema de pagamentos nos Estados Unidos, por meio dos danos expressivos causados a empresas intimamente ligadas ao sistema. É importante enfatizar que o contágio e a reação em cadeia não ocorrem de forma automática. Eles podem ser influenciados por mudanças nas regras do jogo definidas por políticas públicas. Quando a Argentina decretou o *default* da sua dívida em 2001, três anos depois da Rússia, não houve um contágio global — embora a economia mundial estivesse passando por um momento ainda pior — fundamentalmente pelo fato de que as regras de atuação do Fundo Monetário Internacional (FMI) foram mais bem explicadas e antecipadas.

Quais foram os eventos sistêmicos na presente crise? Felizmente, não houve nenhum ataque terrorista ou desastre natural. Portanto, quais forças atuaram? As do governo ou as de mercado?

Vamos começar pelo questionamento acerca da causa original da crise. Há um debate em curso sobre isso, e muito já foi dito por ambos os lados da disputa. Minha visão, resultado dos meus trabalhos, de que a crise foi induzida pelo governo, está explicada no meu livro mais recente.² Um ponto de vista oposto foi apresentado por Alan Greenspan no *Wall Street Journal*.³ Argumento que a causa primária da crise foi o período de excessivo relaxamento da política monetária por parte das autoridades do Fed, durante o qual a taxa dos *Fed funds* foi mantida em níveis muito baixos entre 2002 e 2005, comparativamente ao que tinha funcionado muito bem nas duas décadas anteriores. Claramente, tal ação deve ser considerada sistêmica, no sentido de que a totalidade do sistema financeiro e a macroeconomia foram afetadas por ela. Meus trabalhos empíricos mostram que essas taxas de juros baixas causaram uma aceleração do *boom* do setor de habitação e uma utilização cada vez mais intensa de hipotecas com taxas reajustáveis e de outros mecanismos crescentemente arriscados de busca por maiores retornos. Tal *boom* logo resultou no “estouro da bolha”, com inadimplências, despejos e ativos tóxicos passando a formar parte do balanço das instituições financeiras dos Estados Unidos e de outros países do mundo.

A visão alternativa é de que havia forças internacionais que estavam além do poder do Fed. Alan Greenspan argumenta que a poupança crescente do resto do mundo pressionou na direção da baixa as taxas de juros no mundo inteiro e, conseqüentemente, também os juros hipotecários. Essa linha de raciocínio, porém, tem de lidar com o fato de que as taxas globais de poupança estavam em um nível historicamente baixo e que mais de 30% da venda de casas eram financiadas por meio de taxas reajustáveis, naquela época. Uma variante do tema da “culpa do mercado” é o argumento defendido por altos funcionários do atual governo dos Estados Unidos, no sentido de que o problema era o nosso déficit em conta corrente. Por meio deste, uma baixa taxa de poupança dos Estados Unidos teria “sugado” financiamento do resto do mundo, derrubando as taxas de juros. Entretanto, esse ponto não consegue explicar o fato de que as taxas de juros baixas do Fed ajudaram a conservar baixos os níveis da poupança doméstica dos Estados Unidos.

As questões que dizem respeito ao papel do governo na crise vão além do ímpeto inicial da política monetária. As gigantes patrocinadas pelo governo, Fannie e Freddie, insuflaram o *boom* habitacional e estimularam a tomada de riscos, na medida em que apoiaram o mercado de títulos lastreados em hipotecas. Adicionalmente, essas agências foram instadas pelo governo, por sua vez, a comprar títulos lastreados em hipotecas de maior risco. Não tenho, no que se refere a esse ponto, qualquer discordância em relação a Alan Greenspan e a outros que tentaram conter tais agências naquela época.

² Taylor (2009a).

³ Greenspan (2009).

O papel sistêmico do governo ressurgiu depois do começo da crise. Na minha visão, a turbulência crescente nos mercados monetários foi mal diagnosticada pelos *policy makers* como um problema de liquidez, em vez de um problema de risco de contraparte. Portanto, injetou-se liquidez no sistema e as taxas de juros caíram de forma excessivamente rápida, causando uma depreciação do dólar e uma alta estratosférica do preço do petróleo, que castigou severamente a economia, especialmente o setor automobilístico.

Compreender os eventos que envolveram a falência da Lehman Brothers é particularmente importante para avaliar as fontes de riscos sistêmicos. Muitos daqueles que hoje estão no governo afirmam que a causa do pânico do final de 2008 foi o fracasso oficial em intervir e evitar a citada quebra. Esse ponto de vista fornece uma racionalidade para a continuação de uma extensiva intervenção do governo — a começar pela que ocorreu no dia seguinte com a AIG — e para propostas referentes a um processo de solução mais abrangente, seja nas mãos de um novo regulador do risco sistêmico ou nas do FDIC.

Entretanto, na minha perspectiva, o problema não foi o fracasso em resgatar a Lehman, e sim o fato de o governo não ter conseguido articular uma estratégia clara e previsível para emprestar e intervir junto ao sistema financeiro. Essa estratégia poderia ter sido implementada nas semanas posteriores ao resgate da Bear Sterns, mas não foi. Em vez disso, os agentes do mercado foram induzidos a tentar adivinhar o que o governo faria em situações similares. A melhor evidência da ausência de uma estratégia foi o anúncio confuso do Programa de Alívio de Ativos Problemáticos (*Troubled Asset Relief Program-TARP*) que, conforme a observação cronológica dos *spreads* no mercado interbancário, foi uma causa mais provável para o pânico que o fracasso em intervir na Lehman.

Com o benefício da passagem do tempo, mesmo considerando que ainda estamos muito próximos dos acontecimentos e que os temas são complexos, as evidências vão se acumulando no sentido de concluir que as intervenções confusas e imprevisíveis do governo pioraram as coisas. Houve um movimento evidente dos *spreads* no mercado interbancário e no mercado de dívidas bancárias à época da tomada de controle pela FDIC da Washington Mutual e sua venda para o JP Morgan Chase. Isso foi seguido rapidamente por uma queda drástica no preço da dívida do Wachovia, a tentativa de sua aquisição — induzida pela FDIC — por parte do Citigroup, depois abortada, e finalmente sua eventual compra por parte da Wells Fargo. A venda da Merrill Lynch ao Bank of América começa também a ser vista com cuidado. Alguns argumentam que a razão pela qual os bancos optaram por esperar, exigindo um preço alto por seus ativos tóxicos em relação ao que o mercado oferecia, era a expectativa de que haveria fundos públicos para apoiar as aquisições privadas. Nesse caso, isso poderia ser uma explicação para o congelamento de alguns mercados e a longa demora na recuperação do crédito.

É claro que, ao longo desse período, houve problemas de todo tipo. Hipotecas foram criadas sem a devida documentação ou com base em hipóteses otimistas e

vendidas por meio de derivativos complexos, que as agências de *rating*, em retrospecto, certamente superavaliaram. Indivíduos e instituições assumiram posições de alto risco, seja por falta de uma maior diversificação de carteiras ou mediante níveis excessivos de alavancagem.

Contudo, há riscos em todos os mercados, e eles normalmente não se tornam sistêmicos. Em cada um dos casos mencionados, observou-se a tendência de as iniciativas do governo converterem riscos não sistêmicos em outros sistêmicos. As taxas de juros baixas levaram ao aumento rápido do preço das residências conjuntamente com baixa inadimplência, o que provavelmente confundiu tanto as agências de risco, como os compradores dos papéis lastreados nesse tipo de bens. A falha em regular adequadamente as entidades que supostamente deveriam ser — e imaginava-se que fossem — reguladas certamente estimulou os excessos. Veículos financeiros arriscados, conectados a bancos regulados, foram permitidos pelos reguladores. A SEC deveria regular os *broker-dealers*, mas a sua *expertise* estava associada à proteção do investidor e não à temática da regulação prudencial. Analogamente, o Gabinete de Supervisão das Instituições de Poupança (*Office of Thrift Supervision-OTS*) não estava habilitado para a tarefa de regular a divisão de produtos financeiros sofisticados da AIG. Essas insuficiências regulatórias e a superposição de responsabilidades se somaram aos problemas existentes e precisam ser encaradas por uma reforma.

VISLUMBRANDO O FUTURO: QUAIS SÃO OS MAIORES RISCOS SISTÊMICOS?

Independentemente de como se desenvolve o debate acerca da divisão de responsabilidades pela crise entre o governo e o mercado, há um ponto no qual o governo federal aparece como o mais provável risco sistêmico, quando se olha para o futuro.

Consideremos inicialmente o enorme déficit público atual e o crescimento da dívida do governo federal.⁴ De acordo com o *Congressional Budget Office* (CBO), a dívida pública federal foi de 41% do PIB no final de 2008, e projeta-se que aumente até 82% do PIB em 2019. Os cálculos do CBO indicam também que, no futuro, com a taxa de juros sendo maior que a taxa de crescimento do PIB, a relação Dívida/PIB vai continuar a crescer, assumindo uma trajetória insustentável. Espera-se que o déficit de 2019 seja de US\$1,2 trilhão, ou seja, de um valor próximo ao do déficit previsto no Orçamento encaminhado pelo governo referente a 2010. Consequentemente, a diferença entre despesas e receitas não vai cair. Qual é o propósito de ter déficits superiores a US\$1 trilhão até onde a vista alcança? Não há, certamente, qualquer efeito de estímulo em decorrência de tais déficits, sendo que eles representam um pesado ônus sobre um futuro não muito distante. Esse é um risco sistêmico, porque vai afetar o sistema financeiro como um todo, bem como a economia real.

Para entender a dimensão desse risco, imagine o leitor o que seria necessário fazer para equilibrar o orçamento em 2019. Espera-se que a receita do Imposto de Renda

⁴ Ver Taylor (2009b).

seja de US\$2 trilhões. Portanto, com um déficit de US\$1,2 trilhão, seria necessário um aumento de impostos da ordem de 60%. Claramente, isso nem vai e nem deveria acontecer. Portanto, de que outra forma o serviço da dívida poderia cair como proporção do produto? A inflação o fará. Quanta inflação? A fim de trazer a relação dívida/PIB novamente para os níveis do final de 2008, seria necessário dobrar o nível de preços em relação ao da projeção. Esse aumento adicional de 100% fará o PIB nominal ser o dobro do previsto e, portanto, cortará pela metade o coeficiente entre a dívida e o PIB, de novo para aproximadamente 40% do PIB, comparativamente aos mais de 80% do PIB da projeção. Um aumento de mais 100% em 10 anos significa 7% de inflação anual adicional durante esse período, além da já embutida nas hipóteses de trajetória do PIB nominal, sendo que é improvável que o processo seja suave. O mais provável é que seja como na década de 1970, com muita volatilidade e inflação crescente a cada etapa do ciclo. Essa não é uma previsão, porque a política pode mudar, mas é uma indicação referente ao risco sistêmico que o governo está criando.

Um segundo risco sistêmico é o balanço do Fed. As reservas bancárias junto ao Fed aumentaram 100 vezes desde setembro de 2008, de US\$8 bilhões para um valor da ordem de US\$800 bilhões em meados de 2009 e, diante dos planos atuais de expandir a aquisição de ativos, poderiam alcançar US\$3 trilhões no final de 2009. Embora as autoridades monetárias afirmem que elas serão capazes de vender os novos ativos na magnitude necessária para evitar que as reservas estimulem a inflação, elas — ou quem vier depois — podem encontrar dificuldades políticas para fazer tal coisa. Isso levanta dúvidas e, conseqüentemente, implica um risco. Este é sistêmico, por sua vez, pela extensão do dano que tal desfecho poderia causar à economia.

Há um exemplo que ilustra o caso. De acordo com um artigo bastante comentado quando foi publicado no *Financial Times*, em abril de 2009, cálculos do Fed baseados na “regra de Taylor” mostrariam que a taxa de juros deveria ser negativa em 5%.⁵ O artigo jornalístico baseou-se em um relatório do Fed que vazou para a imprensa. Como não vi o relatório, não sei como os cálculos foram feitos, mas eles implicam que a instituição pode avaliar que tem muito tempo antes de que taxas de juros positivas e uma mudança da política monetária se tornem necessárias.

Entretanto, os cálculos estão completamente equivocados. A regra de Taylor, especificamente, diz que a taxa de juros deveria ser 1,5 vez a taxa de inflação, mais metade do hiato de produto, mais um. Seja usando um índice amplo da inflação como o deflator implícito, como sugeri originalmente, seja utilizando o núcleo da inflação, o fato é que a inflação não é de menos de 1%. Vamos assumir que seja esse o número que o Fed leva em conta. O hiato do PIB parece estar em torno de um valor negativo de 4%. Se adotarmos tais parâmetros para calcular o resultado da regra, temos

$$1,5 \times 1 + 0,5 \times (-4) + 1 = 0,5$$

⁵ Guha (2009).

Ou seja, o resultado é positivo em 0,5% e não uma taxa negativa de 5%. Os cálculos atribuídos ao Fed têm não apenas o sinal, como a casa decimal errada. Em contraste, meus cálculos implicam que não haverá tanto tempo antes que o Fed tenha de elevar as suas taxas. Nós não sabemos o que ocorrerá no futuro, mas há um risco envolvido nisso.

O terceiro risco pode ser o mais importante de todos, mas ele é bastante complexo e aqui será apenas enunciado. Na minha opinião, o crescente número de intervenções do governo federal nos negócios privados representa um risco sistêmico. Elas estão ficando cada vez mais invasivas e aparentemente caprichosas em relação a aspectos como compensações para empregados, o grau de prioridade atribuído aos credores ou a remuneração das altas chefias. Muitas dessas ações revertem decisões governamentais prévias e envolvem mudanças *ex-post* em contratos ou interpretações incomuns da legislação. Arriscamo-nos a perder o ingrediente de sucesso mais importante da nossa economia desde a sua fundação — o império da Lei — o que certamente seria um problema sistêmico.

HÁ UM PAPEL PARA O GOVERNO NA REDUÇÃO DO RISCO SISTÊMICO?

Esta revisão do passado e do presente indica que a resposta à pergunta do título desta seção é um inequívoco “sim”. Porém, não se trata de defender o papel implícito nas propostas no sentido de estabelecer um regulador sistêmico da estabilidade ou uma nova e poderosa entidade. Atualmente, as ações do governo têm mais potencial para causar risco sistêmico do que as do mercado.

Conter rigidamente esse risco deveria ser a mais alta das prioridades, mais ainda do que criar um novo regulador sistêmico. A ênfase deveria recair em: i) deter o risco associado aos déficits fiscais projetados a perder de vista; ii) deixar de lado as medidas extraordinárias de política monetária; e iii) escapar da “mentalidade de resgate” que está levando o governo federal a intervir mais e mais nos negócios privados e ameaçando o império da Lei.

Uma nova legislação poderia então focar na prevenção do tipo de ações de política monetária que nos levaram à presente crise — por exemplo, por meio de um requisito para que o Fed se concentre nos instrumentos de política monetária e seja transparente e passível de responsabilização em relação a isso. Como argumenta Peter Fisher, primeiro estabeleça o objetivo dos instrumentos de política monetária, incluindo cada um dos novos instrumentos, se for o caso; depois diga como eles serão avaliados para determinar se a política está atingindo o seu alvo; e, finalmente, informe o resultado da avaliação.⁶

Em linhas gerais, os governos devem: a) ter regras do jogo claras; b) parar de mudá-las durante o jogo; e c) aplicá-las. As regras não precisam ser perfeitas, mas cumprir e respeitar a Lei é essencial. Para sair da “mentalidade de resgate”, será neces-

⁶ Fisher (2009).

sário deixar algumas empresas quebrarem. Uma forma de “desmamar” o sistema do pressuposto de que sempre haverá como contornar as dificuldades seria que o governo tentasse conter as reações em cadeia mediante a ajuda ao “espectador inocente”, em vez de resgatar quem apostou e perdeu. Esse princípio foi utilizado para acabar com a “mentalidade de resgate” no FMI em 2003, contribuindo para encerrar a crise dos mercados emergentes que começou nos anos 90. Poderia também ser aplicado aqui.

CONCLUSÃO: É PRECISO TER UM REGULADOR DO RISCO SISTÊMICO?

Uma vez que isso for feito, é necessário reformar o sistema regulatório. Quais seriam os objetivos e as tarefas razoáveis para um regulador do risco sistêmico? Com base na experiência recente, dar conta das insuficiências passadas e presentes da regulação e de resolver o problema da superposição e da ambiguidade de responsabilidades ajudaria a reduzir o risco sistêmico, especialmente à medida que novos instrumentos e instituições vão se desenvolvendo. Adicionalmente, os riscos podem diminuir, caso informações desagregadas sejam agregadas e repassadas ao setor privado, nos termos sugeridos por Myron Scholes.⁷ Analisar os novos instrumentos e olhar para novos riscos e insuficiências também ajudará.

Entretanto, nenhuma dessas tarefas e objetivos exige a criação de um novo órgão regulador sistêmico. Portanto, tal entidade — ou mesmo propostas referentes a essa entidade — pode servir como um pretexto para organismos reguladores já existentes se isentarem de responsabilidade por falhas passadas e futuras relacionadas com a regulação. E se ele tivesse poderes definidos por si mesmo, seriam muito difíceis de limitar, particularmente caso o próprio órgão possa definir o que seria exatamente um risco sistêmico. A experiência durante o pânico do final de 2008 não inspira confiança no sentido de que uma agência desse tipo poderia resolver os problemas de instituições privadas, sem provocar maiores riscos do que aqueles que estaria tentando diminuir.

Uma boa sugestão seria que as tarefas aqui mencionadas fossem executadas no âmbito do já existente Grupo de Trabalho Presidencial sobre Mercados Financeiros, devidamente expandido com a incorporação de membros das atuais agências reguladoras e com recursos para apoiar um número suficiente de funcionários do Tesouro de modo a assumir os compromissos daí decorrentes. Localizar um regulador do risco sistêmico no Fed não seria uma boa ideia, uma vez que iria interferir com os objetivos essenciais de política monetária, conforme claramente explicado por Andrew Crockett.⁸

De qualquer forma, precisamos evitar formar expectativas muito otimistas. É evidente que um regulador do risco sistêmico não teria evitado a crise de 2008/2009. Não teria impedido as excessivamente baixas taxas de juros ou demais ações oficiais que já

⁷ Scholes (2009).

⁸ Crockett (2009).

critiquei anteriormente, assim como não teria sido uma força relevante para diminuir os maiores entre os diversos riscos sistêmicos, maiores até que a dívida federal explosiva: o balanço do Fed e a atual “mentalidade de *bailout*”.

Procurei aqui defender o ponto de vista de que o governo federal é a maior fonte de risco sistêmico no mercado financeiro. Dei vários exemplos a partir da crise atual e aponte para diversos riscos induzidos pelo atual governo. Naturalmente, riscos sistêmicos podem também surgir de mercados privados e de eventos externos, mas formular propostas de política e borradores de legislação sem considerar os riscos associados ao governo é um erro. No mínimo, uma avaliação equilibrada deveria levá-los em conta. Foi esse o objetivo destas notas.

Referências bibliográficas

- Ciorciari, John; Taylor, John (Eds.). *The Road Ahead of the Fed*. California: Hoover Press, Stanford, 2009.
- Crockett, Andrew. Should the Federal Reserve Be a Systemic Stability Regulator? In: Ciorciari, John; Taylor, John (Eds.). *The Road Ahead of the Fed*. California, Hoover Press, Stanford, 2009.
- Fisher, Peter. The Market View: Incentives Matter. In: Ciorciari, John; Taylor, John (eds.). *The Road Ahead of the Fed*. California: Hoover Press, Stanford, 2009.
- Greenspan, Alan. The Fed didn't cause the housing bubble. *Wall Street Journal*, 11 mar. 2009.
- Guha, Krishna. Fed study puts interest rate at -5%. *Financial Times*, 27 abr. 2009.
- Scholes, Myron. Market-Based Mechanisms to Reduce Systemic Risk. In: Ciorciari, John; Taylor, John (Eds.). *The Road Ahead of the Fed*. California: Hoover Press, Stanford, 2009.
- Taylor, John. *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*. California: Hoover Press, Stanford, 2009a.
- Taylor, John. Exploding debt threatens America. *Financial Times*, 26 maio 2009b.