

Componentes e desdobramentos da turbulência mundial

Gilmar Mendes Lourenço*

É prematura a feitura de prognósticos acerca dos desdobramentos da turbulência acusada entre os dias 13 e 16 de agosto de 2007 pelos mercados financeiros, liberalizados e desregulamentados nos últimos trinta anos, capitaneada pela diminuição do apetite ao risco pelos investidores e por ajustes de preços de ativos, sinalizados desde o começo do segundo semestre de 2006 com o pronunciado declínio dos preços dos imóveis nos Estados Unidos (EUA). A queda nas cotações das residências naquele país atingiu a marca de 3,2% no primeiro trimestre de 2007, em relação ao mesmo período de 2006, a maior desde o exercício de 1987.

Na realidade, a história da evolução do capitalismo tem revelado que os sistemas econômicos convivem com a instabilidade, expressa na alternância entre círculos virtuosos de auge e ciclos viciosos de crises, estes últimos não equacionados pela via do mercado e dependentes da aplicação de mecanismos de correção e/ou regulação por parte do Estado.

A origem do fenômeno repousa na entrada das economias em uma etapa de forte crescimento, baseada no acréscimo dos montantes de investimento (público e privado), dos gastos governamentais, do consumo interno, das exportações, da produção e das importações, que, algumas vezes, parece interminável. Repentinamente, o surgimento de componentes adversos incita à reversão do circuito e a deflagração de uma marcha descendente dos negócios.

As flutuações podem acontecer de maneira localizada, atingindo ramos produtivos específicos ou regiões isoladas, caso da recessão japonesa pós 1990, ou assumir características planetárias, como a Primeira e a Segunda Grande Depressão, verificadas entre 1873 e 1896 e 1929 e 1933, respectivamente. Ao mesmo tempo, a teoria econômica enfatiza que, mesmo nos estágios de avanços ou de recuos, podem ser observados cursos de euforia ou de pessimismo.

Um exame cronológico dos registros de baixa na trajetória das economias capitalistas permite identificar uma espécie de marco zero, configurado na Grande Depressão inglesa do final do século 19, iniciada com a quebra do segmento ferroviário, e que representou uma transição substancial capitalista, com a perda de hegemonia britânica, e a superação da crise por meio do fortalecimento do livre comércio, e o aparecimento da Alemanha e dos Estados Unidos (EUA) como nações industriais.

Outra situação adversa relevante poderia ser identificada na drástica redução dos preços das ações da United Cooper em 1907, depois de uma onda de fusões e aquisições e impulsão do endividamento privado nos EUA. Em face da inexistência de uma autoridade monetária oficial, a recuperação da liquidez do aparelho de negócios dependeu da operação de socorro organizada pelo banqueiro John Pierpont Morgan (J.P. Morgan) nas áreas financeira, de capitais, de títulos e na órbita produtiva, especialmente na indústria de aço. Já o colapso financeiro na Bolsa de Nova Iorque, no ano de 1929, foi precipitado pela falência de uma instituição financeira londrina.

Igualmente importantes foram a crise do mercado de ações nos EUA com o colapso dos *junk bonds* (papéis de elevado risco) em 1987; a quebra da bolsa de Tóquio e o *default* no mercado imobiliário japonês em 1989; a crise das instituições de poupança e empréstimo e a crise de crédito, com a liberalização da conta de capitais dos EUA em 1990; as turbulências mexicana, de 1994 e 1995, e asiática, surgida em julho de 1997 com problemas com a moeda tailandesa (*bath*), que contaminaram os demais tigres e alcançaram a Rússia em agosto de 1998, o Brasil em 1999, a Turquia e a Argentina em 2001, e novamente o Brasil em 2002, com a emergência do risco Lula.

Houve ainda a deterioração do fundo Long Term Capital Management (LCTM), conduzido pelos prêmios Nobel de Economia, Robert Merton e Myron Scholes; o estouro da bolha da internet (corporações da Nova Economia) nos EUA em março de 2000; a queda do crédito com os escândalos contábeis provocados por grandes corporações como a Enron e a Worldcom; e as investidas terroristas no World Trade Center em 11 de setembro de 2001. No que diz respeito ao LCTM, houve a necessidade de uma operação de socorro, organizada pelo Federal Reserve (FED) e por um *pool* de 14 bancos que absorveram o fundo.

Por isso, a função do analista econômico pode ser sintetizada na busca da adequação entre os fluxos conjunturais e as tendências de médio e longo prazos,

* Economista, técnico da equipe permanente desta publicação, Coordenador do Curso de Ciências Econômicas da UniFAE – Centro Universitário – FAE Business School.

visando, de um lado, descrever, interpretar e, especialmente, projetar o percurso do sistema e, de outro, sugerir opções de intervenção dirigidas à negação dos perfis desfavoráveis e à multiplicação dos pontos fortes.

Isso significa dizer que o centro das atividades do observador do clima econômico exprime a pertinente avaliação do sinal e da intensidade dos indicadores correntes e antecedentes, em determinados momentos contraditórios, sustentados no estoque e no fluxo de conhecimentos oferecidos pelos princípios fundamentais da ciência.

Nos tempos atuais, a superação da recessão mundial, contratada a partir da derrocada dos preços das ações das empresas de tecnologia de ponta, verificada nos EUA no final de 2000 e começo de 2001, forçou os bancos centrais das principais áreas monetárias do planeta (dólar, euro e iene) a promover expressiva redução nas taxas básicas de juros no intervalo de tempo compreendido entre 2001 e 2004, que encolheram de 5,0% ao ano para 1,0% a.a.

Tal postura abriu espaço para o delineamento do maior ciclo ininterrupto de crescimento da economia internacional das últimas quatro décadas, ancorado na combinação entre os déficits gêmeos (fiscal e em transações correntes) dos EUA e os superávits comerciais contabilizados pelas nações emergentes. O desequilíbrio das contas públicas e externo da maior economia do planeta acumula US\$ 7,0 trilhões, superior à agregação de sua capacidade de poupança ao acréscimo de produtividade do seu aparelho industrial.

O equilíbrio fiscal produzido na gestão Clinton deu lugar a uma estratégia ancorada na impulsão dos dispêndios em defesa nos EUA

Especificamente, o equilíbrio fiscal produzido na gestão Clinton deu lugar a uma estratégia anticíclica, ancorada na impulsão dos dispêndios em defesa nos EUA, cobertos prioritariamente pela emissão de papéis do tesouro e empresas, por dívidas contraídas pelas famílias norte-americanas, pelo incremento da oferta monetária e pela comercialização de ativos tangíveis.

A par disso, registrou-se pronunciada valorização imobiliária naquele país, amparada na elevação da oferta de construções e dos preços dos imóveis, e o desencadeamento de transações de financiamentos habitacionais e do respectivo lançamento de hipotecas consideradas de expressivo risco, conhecidas como *subprime*, sendo desprovidas de garantias formais e oferecidas a clientes com histórico de calote de dívidas e/ou com flagrantes restrições orçamentárias para a quitação potencial de passivos.

As hipotecas em atraso superariam os US\$ 212,0 bilhões para uma dívida imobiliária ao redor de US\$ 10,0 trilhões nos EUA. Ademais, de acordo com estimativas da Associação de Bancos de Hipotecas dos EUA, os patamares de inadimplência no mercado imobiliário cresceram 0,5% nos últimos doze meses encerrados em julho de 2007 e 2,3% no *subprime*.

As transações hipotecárias foram hospedadas em fundos de investimentos de apreciável rendimento, quando comparado com as modalidades de risco convencionais, e sustentadas pela atuação de mais de dez mil instituições, agressivas no mercado de securitização (separação entre concessão da hipoteca e risco) e/ou derivativos, representando uma espécie de antídoto contra a inadimplência.

No fundo, esse tipo de funcionamento de fração do mercado financeiro retratou a alocação de excedentes gerados em moedas tradicionais, como o iene, em ativos mais rentáveis e arriscados, como o real, em ambiente de abundância e reduzido preço dos capitais na presente década, viabilizado por uma engenharia monetária que permite a formação de lastros para apostas em diferentes opções de aplicações, como ações, moedas conversíveis, *commodities*, imóveis e papéis das dívidas pública e privada.

O movimento prosseguiu inclusive na contramão das rodadas de majorações dos juros praticadas pelos bancos centrais no exercício de 2005, ignorando os sinais de retração das aquisições de residências nos EUA e da subsequente ampliação da inadimplência das famílias, dos saques nos recursos dos fundos e da insolvência localizada de alguns intermediários financeiros.

Para impedir uma quebradeira bancária em cascata, os bancos centrais europeus, dos EUA e da Ásia foram forçados a injetar US\$ 300,0 bilhões no sistema econômico em julho e agosto de 2007, o que foi considerado a maior intervenção realizada desde os atentados terroristas de setembro de 2001, no afã de impedir o *credit crunch* (empoçamento de liquidez) acoplado à abrupta desinflação de ativos. Na seqüência, o FED reduziu em 0,5 ponto percentual a taxa de redesconto (empréstimos emergenciais entre os bancos), de 6,25% ao ano para 5,75% a.a.

Ainda há dúvidas quanto às chances de migração do colapso financeiro do pedaço *subprime* para as áreas de reduzido risco, ou mesmo de sua propagação para o lado real da economia, ilustrado pela divulgação de resultados de balanços menos favoráveis de gigantes do varejo como Wal-Mart e Home Depot (especializada em artigos para residências).

Porém, em um cenário de funcionamento precário da regulação financeira multilateral (via Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial) e de enfraquecimento dos estados nacionais, o possível contágio sobre outras aplicações e o efeito riqueza às avessas, provocado por prejuízos patrimoniais em imóveis e ações, podem encurtar os níveis de liquidez, através da compressão da oferta das linhas de crédito internacionais ao setor privado, das operações com títulos, das cotações das *commodities*, dos níveis de atividades das nações emergentes, e do direcionamento das aplicações para papéis de risco nulo como os do tesouro norte-americano.

Cálculos realizados pelo Commodity Research Bureau (CRB), sediado nos EUA, revelam acomodação e/ou queda dos preços médios internacionais de um grupo de 24 produtos, formado por itens agrícolas e metálicos, depois de terem registrado evolução média de

50,0% entre 2003 e junho de 2007. Desde o começo da crise (julho) até o final de agosto, as cotações declinaram 5,0% para os produtos agrícolas e entre 10,0% e 17,0% para os metais.

O que se pode adiantar é que as economias em desenvolvimento atravessam um estágio diametralmente oposto àquele apresentado durante as crises dos anos 1990, sobretudo entre 1995 e 2002. Depois de articularem, de maneira perigosa, elevados e crescentes endividamento externo e déficits em transações correntes, naquele lapso de tempo, em um panorama de sucessivas instabilidades surgidas na margem do sistema (México, Ásia e Rússia), os emergentes conseguiram construir uma espécie de colchão amortecedor de choques externos, representado pela acumulação de enormes volumes de reservas internacionais. A grande dúvida está na capacidade de imunização desses mercados diante de um alvoroço oriundo do núcleo dinâmico.

No caso do Brasil, o avanço dos fundamentos macroeconômicos é visível, com destaque para o declínio, no período 2002-2007, dos seguintes parâmetros: valor da dívida total/exportações de 3,5 para 1,3; reservas cambiais/encargos da dívida de 2,8 para 0,8; e do passivo indexado ao dólar de 60,0% para praticamente zero. Ao mesmo tempo, o País registrou superávits em transações correntes por cinco anos seguidos e o montante de divisas fortes em poder do Banco Central subiu de US\$ 16,0 bilhões para mais de US\$ 160,0 bilhões, em idêntico intervalo.

O alcance imediato da crise no mercado de capitais pode arrefecer o processo de emissões primárias de ações, por conta da venda de papéis para a compra de dólares destinada à cobertura das perdas incorridas no mercado hipotecário dos EUA, episódio que pode ser potencializado pela ascensão recente do endividamento externo de curto prazo das instituições financeiras atuantes no Brasil, voltada às necessidades de suprimento de haveres para a rolagem da dívida do governo e de fornecimento de crédito ao setor privado, em um panorama de abertura plena da conta de capitais do País.

Em paralelo, o alargamento da demanda por dólares deve esfriar o ímpeto de valorização do real e devolver, por vias tortas, parcela da competitividade perdida pelas exportações do País. Porém, a íntima ligação do Brasil com a globalização produtiva e financeira, particularmente com a precificação dos produtos agrícolas, dos biocombustíveis e do petróleo, também pode atingir os alicerces domésticos do atual movimento de recuperação econômica: consumo e investimento.

Levando em conta o intervalo de tempo de um mês até o dia 23 de agosto de 2007, os ativos do mercado brasileiro recuaram 17,6%, conforme o índice Morgan Stanley Capital International (MSCI – Barra), representando a segunda maior queda entre os emergentes, ficando à frente apenas da Turquia, que registrou declínio de 20,37%, contra diminuição de 5,16% dos EUA.