

## FINANÇAS E MERCADOS FINANCEIROS

### Crise Financeira e seus Impactos sobre a economia brasileira

Marcelo Curado\*

Luciano Nakabashi\*\*

**RESUMO** - O presente artigo busca fazer uma breve análise das raízes e conseqüências da atual crise financeira iniciada nos Estados Unidos. A origem desta crise encontra-se no brutal processo de desregulamentação que caracterizou o sistema financeiro internacional, particularmente o norte-americano nos últimos vinte e cinco anos, mostrando que a idéia de que a economia se ajusta automaticamente, através do funcionamento da “mão invisível” do mercado nunca esteve tão longe de representar o mundo real, sobretudo o mundo das finanças especulativas. Seus impactos sobre a economia brasileira ainda não são conhecidos, mas dependem, parcialmente, das decisões a serem tomadas pelos gestores de política econômica.

Palavras chaves: Crise financeira. Efeito contágio. Crescimento econômico.

## 1 INTRODUÇÃO

Há algum tempo inúmeros analistas econômicos têm chamado atenção para a iminência de uma crise no sistema financeiro norte-americano. A dúvida que existia referia-se ao tamanho da crise e ao momento em que ela se manifestaria de uma forma mais clara. Pois bem, a crise chegou e é grave. Alan Greenspan, presidente durante dezessete anos do Federal Reserve (FED), o Banco Central americano, disse que este é o tipo de crise que acontece a cada cinquenta anos, quando não a cada cem anos.

A origem desta crise encontra-se no brutal processo de desregulamentação que caracterizou o sistema financeiro internacional, particularmente o norte-americano nos últimos vinte e cinco anos. Sob a égide da eficiência dos mercados e de sua capacidade de auto-regulação foram promovidos processos de desregulamentação que, na prática, ampliaram o poder de decisão do sistema. Os acordos da Basileia, neste sentido, pouco ajudaram para a real estabilidade do sistema financeiro internacional.

Nestas duas últimas semanas é que chegamos de fato ao olho da furação. Tornou-se evidente que a crise do sistema financeiro norte-americano não está restrita apenas às instituições

---

\* Doutor em Economia pela Unicamp e Professor do Departamento de Economia da UFPR. Endereço eletrônico: mcurado@ufpr.br .

\*\* Doutor em Economia pelo CEDEPLAR/UFMG. Coordenador do *Boletim de Economia & Tecnologia* e Professor do Departamento de Economia da UFPR. Endereço eletrônico: luciano.nakabashi@ufpr.br .

especializadas do setor imobiliário. A concordata do Lehman Brothers é a prova final de que se trata de uma crise muito mais profunda e que atinge o coração do sistema financeiro norte-americano e mundial. Estamos falando de uma instituição que tinha em ativos aproximadamente US\$ 639 bilhões e que perdeu 77% de seu valor de mercado em uma semana. A Merrill Lynch, que o mercado tenta ainda salvar, tem em ativos algo em torno de US\$ 1 trilhão.

A concordata da Lehman Brothers marca também uma mudança do comportamento do FED. Pela primeira vez desde que a crise foi inaugurada, o Banco Central americano permitiu a quebra de uma instituição de grande porte. Trata-se de uma aposta perigosa já que o custo deste ajuste não é, *a priori*, previsível. O efeito sobre o mercado financeiro foi brutal. Uma violenta onda de liquidação está assolando o mundo todo. Além dessa breve introdução, o presente artigo pretende, ainda que brevemente, apresentar uma discussão sobre as origens da atual crise e avaliar os seus impactos sobre a economia brasileira.

## 2 **CRASHS, PÂNICOS E CRISES BANCÁRIAS: UMA NOVIDADE ?**

Um aspecto interessante da atual crise financeira é que a sua ocorrência deixou atônito um amplo grupo de “especialistas”, particularmente os “especialistas do mercado financeiro”. A ocorrência de crises no sistema financeiro está longe de ser uma novidade. BORDO (2003), por exemplo, apresenta um amplo conjunto de evidências de crises no sistema financeiro internacional. As tabelas 01 e 02 apresentam uma síntese destas evidências.

TABELA 1 - QUEBRAS NOS MERCADOS DE AÇÕES, *BOOMS* E RECESSÕES: REINO UNIDO, 1800-1940

Período	Variação dos preços das ações (%)	Recessões – contração do Produto Nacional Bruto (%)	<i>Booms</i> precedentes. Variação do preço das ações (%)	Pânico Bancário	Outros Problemas Financeiros
1808-1812	-54,5%	-	-	1810	-
1824-1826	-33,6%	-	78,9	1825	-
1829-1831	-27,0%	-	-	-	-
1835-1839	-39,1%	-0,6	-	1837	1839
1844-1847	-30,5%	-2,5	51,9	1847	1847-48
1865-1867	-24,5%	-	48,4	1866	1866
1874-1878	-19,7%	-2,0	-	-	-
1909-1920	-80,5%	-23,6%	-	1921	-
1928-1931	-55,4%	-5,6%	-	-	-
1936-1940	-59,9%	-	-	-	-

FONTE: BORDO (2003)

TABELA 2 - QUEBRAS NOS MERCADOS DE AÇÕES, BOOMS E RECESSÕES: ESTADOS UNIDOS - 1800-1940

Período	Varição dos preços das ações (%)	Recessões – contração do Produto Nacional Bruto (%)	Booms precedentes. Variação do preço das ações (%)	Pânico Bancário	Outros Problemas Financeiros
1809-1814	-37,8	-1,6	-	1804	-
1835-1842	-46,6	-9,4	57,2	1837	1837
1853-1859	-53,4	-8,6	-	1857	1857
1863-1865	-22,5	-6,2	20,5	-	-
1875-1877	-26,8	-	50,5	1873	1873-76
1881-1885	-22,2	-	51,3	1884	-
1892-1894	-16,4	-3,0	-	1893	1893-94
1902-1904	-19,4	-	29,9	-	-
1906-1907	-22,3	-6,9	-	1907	-
1916-1918	-42,5	-	-	-	-
1919-1921	-24,5	-8,3	-	-	-
1929-1932	-66,5	-29,7	201,8	1930-33	1831-32
1936-1938	-27,0	-4,5	-	-	-

FONTE: BORDO (2003)

As evidências apresentadas confirmam que as flutuações nos preços dos ativos ocorrem há muito tempo e de modo relativamente sistemático. Outra conclusão importante é que a deflação de ativos encontra-se associada, em particular para a economia norte americana, a uma forte contração do produto e com a ocorrência de pânico bancários e/ou outros problemas no mercado financeiro<sup>37</sup>.

A ocorrência de flutuações nos preços dos ativos, especificamente as flutuações nos preços das ações, para o período do Pós-Guerra é ainda mais reveladora de seu caráter sistemático. Estudo realizado pelo FMI, em 2003, para um conjunto de 19 países industrializados, entre 1959 e 2003, revela a ocorrência de 52 quedas acentuadas e persistentes no mercado de ações. Chama atenção também o fato de que todos os países analisados tiveram ao menos uma queda importante no preço das ações. A existência de uma elevada correlação entre a deflação no preço dos ativos e a ocorrência de um processo recessivo é outro resultado destacado pelo estudo.

<sup>37</sup> As evidências sistematizadas em BORDO (2003) não dão sustentação empírica à idéia de existência de um ciclo no preço dos ativos. A idéia de ciclo pressupõe alguma regularidade nos movimentos de uma determinada variável econômica. No entanto, as evidências sugerem a existência de um movimento mais errático e, portanto, menos previsível ou regular. Vale lembrar que, em diversos momentos, a queda nos preços não foi precedida de *booms*, comportamento que deveria ocorrer na presença de um ciclo.

O “fato estilizado” mais importante, tendo em vista os objetivos deste artigo, é que as flutuações nos preços dos ativos não são fenômenos isolados ou pontuais no sistema econômico. Pelo contrário, as evidências sugerem que este é um fenômeno recorrente ao longo da recente história do desenvolvimento do capitalismo contemporâneo.

### **3 BOLHAS ESPECULATIVAS E A CRISE NORTE-AMERICANA<sup>38</sup>**

O ponto de partida para a atual crise financeira está no surgimento de uma bolha especulativa no mercado imobiliário norte-americano. Esta seção apresenta uma breve análise do tema a partir da discussão dos conceitos de bolhas especulativa racional e a sua contraposição na construção keynesiana.

Uma bolha especulativa racional existe quando o preço de um ativo financeiro se afastar, por algum período de tempo, de seu preço fundamental, o valor presente dos fluxos de dividendos esperados deste ativo financeiro. O comportamento normal é que o preço do ativo financeiro reflita exclusivamente o valor presente dos fluxos de dividendos esperados do ativo<sup>39</sup>.

A concepção de que esta divergência é temporária e não sistemática é uma constante na literatura sobre o tema. A razão para isto - e este é um dos pontos não desenvolvidos pela literatura convencional - encontra-se na necessidade de manter, do ponto de vista metodológico, a coerência da existência de bolhas com a hipótese de expectativas racionais.

A verificação de desvios sistemáticos em relação ao preço fundamental, ainda que seja uma situação plausível, não pode ser aceita, pois criaria uma situação na qual os agentes cometeriam erros sistemáticos, contrariando a hipótese de expectativas racionais. Em outras palavras, a necessidade de manter a coerência lógica entre a formação de bolhas racionais e a hipótese de expectativas racionais faz com que literatura exclua arbitrariamente as bolhas que geram um desvio sistemático em relação ao preço fundamental.

Assim, ainda que plausível do ponto de vista lógico, o poder explicativo da teoria convencional para a ocorrência dos súbitos processos de inflação/deflação dos preços dos ativos

---

<sup>38</sup> Esta seção está baseada em Curado (2006)

<sup>39</sup> A literatura de bolhas especulativas racionais teve seu desenvolvimento derivado, segundo ARTUS (1995), da rejeição empírica da hipótese de mercados financeiros eficientes. Esta hipótese em sua forma forte supõe que todas as informações, públicas e não públicas, encontram-se contidas nos preços de mercado. Sob tais circunstâncias, um investidor é incapaz de obter qualquer ganho supranormal derivado de suas análises de mercado, tendo em vista que todos os participantes deste mercado conhecem todo o conjunto de informações relevantes.

deve ser considerado limitado, sobretudo em função da incapacidade da teoria em associar os movimentos de flutuações nos preços ao comportamento do sistema econômico, denotando o surgimento da bolha como um fenômeno puramente exógeno. Em última instância, o surgimento de uma bolha racional no mercado de ativos deve ser entendido como uma condição lógica, uma possível solução matemática de uma equação diferencial. Visão completamente antagônica a esta é apresentada por KEYNES (1983)

A teoria de determinação do preço dos ativos em KEYNES (1983), desenvolvida no capítulo 17, argumenta que o preço de qualquer ativo, inclusive de ativos financeiros, deve refletir três propriedades: 1) o rendimento esperado do ativo ( $q$ ); 2) o custo de manutenção ( $c$ ); e 3) o seu grau de liquidez ( $l$ ). Essencialmente, o preço do ativo ( $p$ ) é formado pela seguinte equação:

$$p = q - c + l$$

O preço de qualquer ativo – desde um título financeiro até o valor de um bem de capital, definido desta forma, é uma variável expectacional. Ainda que os agentes conheçam *a priori* o valor do custo de manutenção e o rendimento de um ativo – no caso deste rendimento ser pré-fixado – o valor atribuído pelos agentes econômicos ao grau de liquidez, ou seja, a sua preferência pela liquidez depende essencialmente de suas expectativas sobre o comportamento do sistema econômico, atribuindo-se um maior valor para este atributo em momentos em que o estado de confiança é pessimista. Para ativos com rendimentos pós-fixados – compra de um bem de capital, ações, entre outros – o caráter expectacional da determinação do preço é ampliado. Neste caso, o agente deverá atribuir um preço ao ativo de acordo com suas expectativas quanto ao rendimento e ao valor atribuído à liquidez.

Em síntese, a determinação do preço de qualquer ativo é essencialmente expectacional, ou seja, depende da forma e da capacidade dos agentes em prever a evolução futura do sistema, o que remete a discussão ao processo de formação de expectativas, em especial das expectativas no mercado financeiro.

É bastante conhecida a ênfase de KEYNES (1983), em particular no capítulo 12, em reconhecer a fragilidade da base de conhecimento sobre a qual são realizadas as previsões sobre a evolução futura do sistema econômico, em particular sobre o rendimento de um ativo qualquer.

Num contexto no qual há pouco ou nenhum conhecimento sobre a renda esperada da posse de um ativo há uma tendência à redução da importância deste aspecto na determinação de seu preço. Este elemento colabora para que o comportamento dos profissionais no mercado atribua pouca importância ao cálculo sobre a renda esperada do ativo e concentre sua análise na determinação do preço a partir da antecipação do valor atribuído ao ativo por outros agentes.

A metáfora do concurso de beleza em que cada participante tenta antecipar qual o gosto da maioria e não estabelecer qual a sua preferência particular, ajuda a compreender o comportamento dos profissionais do mercado. De forma análoga, os participantes do mercado buscam antever qual o preço que será atribuído pelos demais ao conjunto de ativos, sendo esta busca o objetivo final dos profissionais do mercado financeiro.

Ganham importância na definição do preço dos ativos as ondas de otimismo e pessimismo que sistematicamente afetam os agentes. O estado de confiança dos agentes passa a desempenhar um papel chave na definição do preço dos ativos no mercado. As acentuadas flutuações dos preços dos ativos surgem de ondas de otimismo e pessimismo sobre o comportamento futuro da economia. A valorização no preço das ações na Bolsa de Nova York antes da crise de 1929 era, nesta interpretação, decorrente de uma onda de otimismo que abarcou os agentes financeiros, inflando os valores das ações.

Nesta concepção, a flutuação no preço dos ativos é decorrente do modo de operação dos agentes econômicos em mercados financeiros marcados pela incerteza, não se tratando, portanto, de um fenômeno exógeno ao funcionamento do sistema, mas sim um processo que surge do comportamento especulativo dos agentes no mercado.

Em última análise, a própria noção de “bolha” da teoria convencional, enquanto um desvio do preço fundamental, faz pouco sentido para a construção de KEYNES (1983). Conforme observado, num contexto de incerteza, o preço fundamental, o valor do ativo em função de seus dividendos esperados, é pouco importante para a definição da alocação da riqueza dos agentes. As flutuações nos preços dos ativos não devem ser entendidas como desvios em relação a um valor fundamental, mas sim como um fenômeno normal e recorrente de mercados financeiros nos quais as decisões são tomadas num contexto de incerteza não redutível a risco. A atual crise financeira americana corrobora a visão original de KEYNES (1983) em relação à incapacidade dos agentes econômicos em determinar o valor fundamental de um ativo.

Foi esta incapacidade que gerou o *boom* imobiliário e do mercado de ações norte-americano no início desta década, elemento central para o entendimento da atual crise financeira.

O crescimento explosivo no preço dos imóveis, no início da década, foi compreendido pelos agentes econômicos como permanente, criando um efeito riqueza inicial que estimulou a ampliação dos gastos com consumo das famílias via endividamento. É fundamental ressaltar neste ponto a (ir)responsabilidade do sistema bancário norte-americano, assim como do *Federal Reserve*, que sancionaram em conjunto este movimento especulativo através da concessão de crédito (no caso dos bancos) e da execução de uma política monetária permissiva (no caso do *Federal Reserve*).

O estouro da bolha começou a ser verificado já a partir de 2006, quando os preços dos imóveis no mercado americano começaram a cair. O efeito riqueza passou a agir a partir deste momento de forma inversa. Não obstante, o padrão de consumo foi mantido praticamente inalterado até 2007 através da manutenção do crédito com baixas taxas de juros no mercado norte-americano.

A crise de confiança atual, no entanto, encontra-se muito além da gestada com a inadimplência das famílias, especialmente no mercado imobiliário. Ela é apenas a ponta do *iceberg* de uma geleira imensa de finanças especulativas, particularmente dos bancos de investimento, e da permissividade do *Federal Reserve* e de sua política monetária extremamente frouxa.

Outro aspecto fundamental para entender a crise encontra-se na extensa utilização de títulos lastreados nas hipotecas imobiliárias. No momento em que os preços dos imóveis subiam, os bancos passaram a oferecer às famílias novos financiamentos lastreados no valor (crescente) dos imóveis. Com os recursos obtidos dos novos empréstimos, as famílias realizaram novos gastos de consumo. Quando o valor dos imóveis começou a cair, tanto as famílias que tinham que honrar os pagamentos das hipotecas, quanto os bancos que tinham em seus ativos estes títulos, começaram a enfrentar um grave problema de solvência, sendo que este efeito começou a contaminar outras agentes da economia devido às relações de débito e crédito existente entre eles.

#### **4 CANAIS DE TRANSMISSÃO DA CRISE PARA O BRASIL**

Em uma primeira análise podemos diagnosticar a presença de pelo menos três canais de transmissão da crise para a economia brasileira:

#### 4.1 O CANAL DOS MERCADOS FINANCEIROS

Em momentos de instabilidade econômica os sinais fornecidos pelo mercado e pela bolsa de valores flutuam de acordo com o humor dos investidores que, por sua vez, dependem excessivamente das notícias do dia. Uma boa nova sobre o plano de ajuste e o mercado se anima. Uma notícia ruim, no outro dia, provoca a derrubada das ações. A marca deste mercado até o fim deste ano deve ser a volatilidade. Bolsa e câmbio vão traduzir o humor do dia a dia dos investidores internacionais até que se forme um novo consenso sobre a situação do sistema.

O Ibovespa e o dólar norte-americano devem flutuar muito nos próximos meses. Inexiste, no entanto, uma tendência de longo prazo que justifique um dólar norte-americano valorizado ou uma bolsa de valores em torno de 50 mil pontos.

A instabilidade no mercado financeiro e na taxa de câmbio juntamente com uma tendência de queda no preço das ações em 2008 são elementos que têm impactos sobre a economia real, pois tendem a reduzir a quantidade de investimentos produtivos por, pelo menos, duas razões: 1) maiores barreiras de financiamento das empresas de capital aberto ou que pretendem abrir seu capital pela dificuldade de se colocar novas ações no mercado com preços atrativos; 2) um maior ambiente de volatilidade cambial eleva o risco de contratos com fornecedores e compradores externos, prejudicando investimentos nos setores importadores e exportadores, além da elevação do risco de financiamento externo, o que tende a reduzir esse tipo de operação.

Adicionalmente, a queda no preço das ações em 2008 e, possivelmente, em 2009 provoca um efeito de redução de riqueza dos agentes econômicas (pessoas físicas e jurídicas), reduzindo a demanda da economia. Dependendo da magnitude desse efeito, há ainda o risco de complicações nas relações de débito e crédito na economia na medida em que os ativos de alguns agentes – que formam o passivo de outros – se deterioram, com um grande potencial de piora da condição econômica dos mesmos e de outros agentes devido ao efeito contágio.

#### 4.2 O CANAL DO CRÉDITO

Este é outro efeito importante para aqueles que se preocupam com os movimentos da economia real. Além dos impactos da instabilidade dos mercados financeiros e de câmbio sobre o crédito, a crise americana trouxe consigo um novo cenário mundial no que se refere à possibilidade de obtenção de crédito no mercado internacional. Grandes empresas brasileiras que



vinham tomando crédito no mercado internacional como forma de financiamento de seus investimentos devem encontrar dificuldades no curto e médio prazos. Isto deve atingir a concessão de crédito do sistema bancário no médio prazo, atenuando a tendência, ainda registrada, de ampliação da relação crédito/PIB que, recentemente, chegou aos 37%. Alguns elementos devem ser levantados a respeito deste ponto. Em primeiro lugar, a restrição de crédito deve ser mais importante para as grandes empresas que efetivamente utilizavam deste mecanismo para financiar seus investimentos. Pequenas e médias empresas devem sofrer apenas indiretamente o aperto do crédito. Em segundo lugar, a experiência dos *sub-primes* deve afetar a forma de concessão de crédito do sistema bancário brasileiro. Prazos mais curtos, juros maiores e um escrutínio mais detalhado do tomador devem fazer parte deste novo cenário de restrição de crédito.

#### 4.3 O CANAL DA DEMANDA

No médio prazo este é o mais preocupante para a trajetória de crescimento do emprego e do produto nacional. A queda do ritmo de atividade mundial deve ser significativa, diminuindo o potencial exportador da economia brasileira. Seu reflexo já é sentido na redução dos preços das *commodities*, inclusive do petróleo. Mais uma vez, o Brasil terá perdido uma “janela de oportunidade” da economia mundial.

As elevadas taxas de crescimento obtidas por um amplo conjunto de países emergentes ao longo dos último dez anos derivadas das estratégias de *export led growth* terão espaço reduzido no novo cenário mundial. Com a pressão sobre o setor exportador, a capacidade de crescimento do produto estará cada vez mais vinculada, no curto prazo, à expansão da demanda doméstica.

Somando esse efeito aos déficits que a economia brasileira vem apresentando em conta corrente a partir de 2008 trará de volta uma vulnerabilidade eliminada ao longo dos três anos anteriores. O país ficará refém novamente dos fluxos financeiros de capitais em um momento conjuntural desfavorável, o que também provocará pressões para depreciação cambial. Esse efeito irá pressionar ainda mais os juros para cima, recriando o instável ambiente macroeconômico. Essa instabilidade, ao repelir a entrada de Investimento Estrangeiro Direto (IED) e de capitais especulativos, tornará a situação econômica insustentável.

Observando a história recente da economia brasileira, a dependência da entrada de recursos externos voláteis tem sido um dos principais entraves ao seu crescimento. Assim, um

dos requisitos para a manutenção do seu bom desempenho, no médio prazo, é a manutenção de um superávit na balança comercial em um nível que não gere crescimento com dependência de poupança externa, ou seja, um bom desempenho da balança comercial é fundamental para que o país mantenha as atuais taxas de crescimento de forma a respeitar a restrição externa e manter uma taxa de juros em níveis adequados para não prejudicar o crescimento econômico.

## 5 CONCLUSÕES

Neste cenário, em função da ação dos canais de transmissão acima detalhados, o ideal seria que o Banco Central do Brasil passasse a se preocupar com os problemas de liquidez do sistema bancário e os efeitos de redução do potencial de crescimento de demanda sobre o produto. Neste sentido, a paralisação da atual política monetária restritiva seria fundamental. No entanto, esta política talvez não seja seguida em função da verificação de algumas pressões de demanda no mercado e da expectativa de depreciação cambial. A manutenção da atual política monetária agravaria crise atual, afetando duramente o crescimento de 2009.

Em síntese, o capitalismo não vai acabar (como alguns gostariam), mas certamente, a partir desta crise, o debate sobre a capacidade de auto-regulação dos mercados irá recrudescer, especialmente dos mercados financeiros. No Brasil, espera-se que o Banco Central do Brasil seja sensível ao momento e entenda que a demanda agregada será naturalmente reduzida, desfazendo-se no médio prazo as pressões inflacionárias. Cabe lembrar ainda que na atual conjuntura internacional, o Brasil é o único país a manter a inflação dentro dos limites das bandas estabelecidas, o que mostra que a autoridade monetária tem se preocupado relativamente mais com a inflação do que com o crescimento.

Por fim, a idéia de que a economia se ajusta automaticamente, através do funcionamento da “mão invisível” do mercado nunca esteve tão longe de representar o mundo real, sobretudo o mundo das finanças especulativas.

## REFERÊNCIAS

ARTUS, P. **Anomalies sur lês Marchés Finaciers**. Economie Poche.Ed. Economica. Paris, 1995

BORDO, M. **Stock Market Crashes, Productivity Boom and Bush, and Recessions: Some Historical Evidence.** Washington, International Monetary Fund, 2003.

CURADO, M. **Flutuações nos Preços dos Ativos: uma comparação entre as bolhas especulativas racionais e a contribuição keynesiana.** *Economia e Sociedade*, n.26, 2006

KEYNES, J.M. **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda.** Coleção Os Economistas. São Paulo, Abril Cultural, 1983

