

economia & história



Primeiras Recepções da Crise Financeira Global de 2008 em *Informações Fipe*

RÔMULO MANZATTO (*)

Em agosto de 2007, a edição de número 323 de *Informações Fipe* trazia em suas primeiras páginas uma nota de conjuntura assinada por Rodrigo Celoto e Fernando Homem de Melo. O título do artigo era: “Será o Brasil afetado pela crise internacional?”

No texto, os economistas registravam com preocupação os primeiros sinais de uma crise financeira iniciada algumas semanas antes, cujo foco era o mercado imobiliário dos Estados Unidos.

Como publicação voltada a acompanhar com agilidade e clareza analítica a conjuntura econômica nacional e global, *Informações Fipe* constitui um ponto de observação privilegiado para assimilar as re-

cepções dos principais fatos econômicos de cada época.

Com isso em mente, abordei as primeiras recepções da Crise Financeira global do final da primeira década do século XXI a partir dos artigos publicados em *Informações Fipe* entre agosto e dezembro de 2007. Período crítico em que analistas econômicos de todo o mundo procuravam compreender as causas daquela crise, assim como seus possíveis desdobramentos nas economias de todo o mundo.

Quando lidos em conjunto, os artigos dos diferentes analistas da publicação da Fipe apresentam um seqüência de “fotos analíticas” do conturbado momento de eclosão

da crise financeira global de 2007-2008.

Além da reflexão no calor do momento, não deixa de ser interessante notar como cada analista tenta discernir as direções que aquele processo poderia tomar, lançando mão de diferentes instrumentos de análise que resultam em abordagens também diversas.

Assim, na referida nota de conjuntura de 2007, é com algum otimismo que Celoto e Homem de Melo previam que o Brasil tinha condições de atravessar bem o período turbulento que parecia se avizinhar. Afinal, o país contava com elevado montante de reservas cambiais, fruto dos anos anteriores

de crescimento impulsionado pelo cenário externo.

Os autores, no entanto, alertavam para a possibilidade de que o cenário internacional amplamente favorável à economia brasileira nos últimos anos parecia estar chegando ao fim e que a economia do país, mais do que nunca, precisaria encaminhar um conjunto significativo de reformas estruturais que permitissem a elevação de seu nível de produtividade (CELOTO; HOMEM DE MELO, 2007).

Na mesma edição, coube a José Francisco de Lima Gonçalves comentar os primeiros impactos econômicos do que chamou de “ajuste no setor imobiliário nos EUA”. Em artigo voltado à análise da política monetária doméstica, Gonçalves ressaltou que a crise era fruto da rápida deterioração das condições de financiamento das hipotecas do chamado setor *subprime*. Esse efeito, segundo o autor, já começava a contaminar outros ativos financeiros além de também afetar negativamente o consumo das famílias no país norte-americano.

No Brasil, como registrava Gonçalves, o mercado local parecia receber os primeiros impactos da crise externa conforme boa parte dos analistas já havia antecipado. A Bolsa brasileira seguia até então as tendências do índice de Nova Iorque, os juros futuros no Brasil subiram, a moeda local perdeu valor frente ao dólar americano e o risco

de investimento no mercado local, medido pelo risco-Brasil, voltou a subir. A combinação desses fatores tornava ainda mais complexo o cenário de tomada de decisão para a autoridade monetária brasileira, como comentava o autor (GONÇALVES, 2007a).

Na edição seguinte de *Informações Fipe*, em setembro de 2007, coube a Antonio Lanzana e Luiz Martins Lopes a apresentação de um quadro geral da crise financeira. Assim, os autores abrem o artigo lembrando que o período que antecedeu a crise do *subprime* foi caracterizado como o auge da disposição dos agentes daquele mercado em tomar riscos.

Lanzana e Lopes então elaboram uma apresentação da sequência inicial de etapas da crise financeira. A crise teria se concentrado no chamado mercado imobiliário *subprime* dos Estados Unidos, caracterizado pela concessão de financiamentos imobiliários a consumidores com um histórico negativo de pagamentos.

Em seguida, um amplo conjunto de agentes financeiros de mercado agrupou essas operações no que os autores chamam de “pacotes de investimentos”, com múltiplas operações que passaram a ser comercializadas em mercados secundários.

Para completar, as principais empresas de avaliação de risco concederam classificações positivas

para esses “pacotes”, o que contribuiu para uma difusão ainda maior desses títulos, recebidos por compradores que não necessariamente tinham uma percepção correta do risco a que estavam se expondo.

Lanzana e Lopes afirmam que a crise teve início de fato com a alta dos juros pelo FED americano. Os autores lembram que nos Estados Unidos as taxas de financiamentos imobiliários são repactuadas a cada seis meses, o que pode levar a uma rápida deterioração na capacidade de pagamento das famílias, aumentando a inadimplência desses contratos e, conseqüentemente, reduzindo o preço dos imóveis.

Os autores alertam que a crise dificilmente ficaria restrita ao setor financeiro por muito tempo, sendo provável que logo atingisse o setor real da economia norte-americana, com prováveis efeitos negativos no ritmo da expansão da economia global.

A tendência, como acreditavam os autores, era de que os países emergentes sofressem com transferências de recursos para o exterior, dado o cenário de aversão a risco característico de momentos de crise. Contudo, ressaltam que a situação brasileira era confortável quando comparada às crises globais enfrentadas anteriormente pelo país. O Brasil contava agora com US\$ 160 bilhões em reservas internacionais, até então o maior valor já registrado, o superávit pri-

mário era favorável, assim como a dinâmica da dívida era tida como confortável ao país.

Lanzana e Lopes não deixam, no entanto, de manifestar alguma preocupação com o crescimento do gasto público sistematicamente acima do PIB, o que poderia levar a uma piora do risco associado ao mercado brasileiro (LANZANA; LOPES, 2007).

Na edição de outubro de 2007, foi a vez de Otaviano Canuto contextualizar a questão da emergente crise financeira em uma discussão mais ampla sobre a consolidação do mercado de operações de securitização na América Latina. Canuto argumenta que após o estouro da crise imobiliária norte-americana, o cenário de quase euforia até então observado nesse campo das finanças estruturadas parecia dar lugar a um pessimismo também exagerado com esses instrumentos financeiros.

Canuto afirma acreditar que mesmo naquele cenário ainda bastante adverso, o mais provável é que esses instrumentos não desaparecessem do mercado, mas sim que fossem aprimorados. Essa, inclusive, seria uma das “vantagens do atraso” dos países da América Latina nas finanças estruturadas. A região poderia “pular” as armadilhas desse início do desenvolvimento de técnicas complexas de securitização, ingressando posteriormente em um mercado já mais

estabilizado e seguro (CANUTO, 2007a).

Nessa mesma edição de *Informações Fipe*, Tiago Toledo Ferreira e Guilherme Penin propuseram uma análise dos desdobramentos da crise financeira a partir dos conceitos do economista Hyman Minsky. Os autores realizam uma breve descrição das contribuições de Minsky ao estudo das crises financeiras para então analisar sua aplicabilidade à crise que começava a revelar seus efeitos na economia global.

Segundo os autores, uma das principais contribuições de Minsky consiste na *Hipótese da Instabilidade Financeira*. Resumidamente, Ferreira e Penin explicam que para Minsky o próprio funcionamento normal dos mercados seria responsável por fragilizar sua estrutura de operação, favorecendo a formação de bolhas especulativas e o surgimento de crises.

Nessa leitura, fases prolongadas de expansão econômica incentivariam posturas mais alavancadas financeiramente. Isso criaria estímulos para que agentes e emprestadores ampliassem sua exposição ao risco através, por exemplo, da incorporação ao mercado de segmentos de tomadores de empréstimos com pior histórico de crédito.

Assim, os períodos de crescimento econômico fariam com que a estrutura financeira de uma econo-

mia se tornasse mais frágil e mais vulnerável a qualquer choque ou evento negativo. Esses eventos, ao ocorrerem, dariam início agora a uma etapa de retração da concessão de empréstimos, também colocando em dificuldades os agentes emprestadores com posições mais alavancadas. A partir daí, os problemas de liquidez desses agentes emprestadores de recursos poderiam se disseminar para outros setores da economia.

Ferreira e Penin afirmam que a crise financeira foi gestada em um período de boas condições macroeconômicas. A combinação do cenário de juros baixos e crescimento econômico prolongado nos EUA propiciou a expansão do crédito, a formação de expectativas otimistas e o aumento da tolerância ao risco por parte dos agentes.

Dessa forma, a busca por maior rentabilidade e a mudança do perfil de risco das carteiras de crédito imobiliário, que agora apostavam mais nos tomadores de empréstimos do tipo *subprime*, corresponde, segundo os autores, a um quadro de “ampliação de arranjos financeiros especulativos”, conforme conceito de Minsky. Nessa situação, qualquer movimento de reversão das expectativas poderia afetar drasticamente os mercados financeiros e a economia real.

Dada a correspondência entre a análise de Minsky, os mecanismos que levaram à eclosão da crise

financeira e mesmo às ações de resposta tomadas por governos e autoridades monetárias, Ferreira e Penin se surpreendem com o fato de que poucas análises da crise até então fizessem referência à tipologia de Hyman Minsky. No que aproveitam para reforçar a atualidade de seu pensamento (FERREIRA; PENIN, 2007).

No mês seguinte, de novembro de 2007, Penin e Ferreira retomam e sintetizam a argumentação de seu artigo anterior, agora para avaliar os riscos de a crise imobiliária norte-americana se repetir no Brasil.

Com essa questão em mente, Penin e Ferreira traçam um breve panorama do desenvolvimento do setor imobiliário no Brasil, que então atravessava fase de forte crescimento puxado pela expansão do crédito. Os autores concluem que, mesmo após vigorosa expansão, o nível de crédito imobiliário concedido no Brasil, em relação ao PIB, estava bem abaixo do observado internacionalmente.

Diferente do que havia ocorrido nos EUA, o período de crescimento econômico no Brasil não resultou em incorporação das parcelas de menor renda da população, com pior perfil de risco de crédito, ao crédito imobiliário. Os autores acreditam que isso se deveu a fatores estruturais da economia brasileira, como a alta concentração de renda, que teria impossibilitado a incorporação desses segmentos ao

mercado, o que leva os autores a concluir que uma crise como a do *subprime* dificilmente ocorreria no Brasil, dado o baixo grau de desenvolvimento do mercado local de crédito imobiliário (PENIN; FERREIRA, 2007).

Também tendo em mente os possíveis efeitos da crise internacional na economia brasileira, Manuel Enriquez Garcia avalia, em breve nota de conjuntura, que a crise americana não demoraria a causar forte contração do crédito nas economias industrializadas, com efeitos negativos sobre o ritmo de crescimento para a economia global. Assim, a expectativa de Garcia era de que o nível de atividade, emprego e salários fosse afetado de forma negativa no Brasil (GARCIA, 2007).

Nessa mesma edição de novembro, Otaviano Canuto analisou os possíveis impactos da instabilidade financeira externa na América Latina. Canuto acredita que um dos efeitos mais prováveis da crise internacional na América Latina consistiria no aumento do prêmio de risco para o investimento na região.

Essa conclusão, explica o autor, partia das premissas de que não haveria um colapso iminente da economia global e de que, diferente de episódios anteriores, era baixa a probabilidade de ocorrerem crises de balanço de pagamentos nos países da região.

Canuto afirma acreditar em um período de forte ajuste no comércio internacional. E conclui que a resiliência das economias locais ao lidarem com os efeitos da crise dependeria de fatores específicos que incluiriam: o nível de dependência de suas exportações aos Estados Unidos, o grau de complementaridade ou substitutibilidade das exportações do país em relação à economia chinesa, além da capacidade de sustentar o crescimento econômico a partir de seus mercados domésticos. Tais fatores, em conjunto, influenciariam a capacidade dessas economias em manter um nível adequado de fluxos de investimento estrangeiro (CANUTO, 2007b).

Em dezembro de 2007, na última edição de *Informações Fipe* daquele ano, José Francisco de Lima Gonçalves retoma algumas previsões de seu artigo publicado na edição de agosto do mesmo ano, quando previu que o semestre seria instável com significativa deterioração do ambiente internacional.

Em análise da política monetária no Brasil, Gonçalves aborda a então recente ata do Comitê de Política Monetária, o COPOM, e não deixa de notar mudanças de redação que sugeriam uma postura defensiva da autoridade monetária brasileira. Gonçalves relata que mesmo com o avanço da crise no front externo, o COPOM optou por seguir uma política monetária de viés contracionista, então justificada

pela preocupação com a inflação de demanda, dado o nível de aquecimento do mercado interno.

Na ocasião, mesmo deixando transparecer alguma contrariedade com a decisão do Comitê, Gonçalves não deixa de desejar um feliz 2008 aos leitores do boletim (GONÇALVES, 2007b).

Encerravam-se assim o segundo semestre de 2007 e as primeiras recepções da crise financeira que se prolongaria no ano seguinte.

Referências

CANUTO, Otaviano. Securitization in Latin America: advantages of latecomers. **Informações Fipe**, n. 325, out. 2007a.

_____. Latin America and the global financial turmoil. **Informações Fipe**, n. 326, nov. 2007b.

CELOTO, Rodrigo; HOMEM DE MELO, Fernando. Nota de conjuntura: será o Brasil afetado pela crise internacional? **Informações Fipe**, n. 323, ago. 2007.

FERREIRA, Tiago Toledo; PENIN, Guilherme. A crise imobiliária norte-americana sob a ótica de Hyman Minsky. **Informações Fipe**, n. 325, out. 2007.

GARCIA, Manuel Enriquez. Emprego, salário e taxa de ocupação. **Informações Fipe**, n. 326, nov. 2007.

GONÇALVES, José Francisco de Lima. Política monetária. **Informações Fipe**, n. 323, ago. 2007.

_____. Política monetária: a troca da esperança pela defensiva: mudança à vista? **Informações Fipe**, n. 327, dez. 2007b.

LANZANA, Antonio E.T.; LOPES, Luiz Martins. Impactos no país da crise financeira internacional iniciada no 2º semestre de 2007. **Informações Fipe**, n. 324, set. 2007.

PENIN, Guilherme; FERREIRA, Tiago Toledo. Can it happen to us? O crédito imobiliário no Brasil e as possibilidades de repetirmos a crise norte-americana. **Informações Fipe**, n. 326, nov. 2007.

(*) Economista (FEA-USP) e mestre em Ciência Política (DCP-USP).
(E-mail: romulo.manzatto@gmail.com)