

JOELMIR BETING

Economia - Brasil

Ataque?

Por Otaviano Canuto

A crise financeira reflete o novo caráter dos ajustes de preços de ativos na economia global. O furacão originário da Ásia constituiu o primeiro episódio efetivo de crise financeira global na economia contemporânea. Pôs em evidência a natureza dos ajustes de preços de ativos e de portfólios no atual contexto desregulamentado de integração financeira entre as economias.

Na origem, tem-se uma deterioração de fundamentos nos ativos econômicos asiáticos. A China deslocou mercados externos e produção intensiva em mão-de-obra não-qualificada dos aspirantes a tigres. A longa recessão japonesa, assim como o esgotamento do filão de novos setores e mercados, pelos quais os tigres cresceram nas últimas décadas, levaram também a uma revisão para baixo nas expectativas de crescimento da região.

A continuidade de fluxos de capital externo, cobrindo inclusive os casos de déficit em conta corrente, teve como contrapartida a alimentação local de circuitos especulativos, particularmente dos imobiliários. O risco de falência ascendeu vertiginosamente, especialmente nos elos mais frágeis da região.

Se os mercados financeiros fossem em geral "eficientes", os fundamentos dos ativos atuariam continuamente como centros de gravidade, impondo-se no valor presente de direitos e obrigações referentes ao futuro. Ajustes automáticos e suaves de preços relativos entre os ativos seriam a norma. Adicionalmente, o caráter virtual dos papéis não os impediria de exibir valores únicos e estáveis, espelhando rendimentos e riscos calculáveis sempre com máxima confiança pelos agentes.

Ocorre, porém, que o grau de confiança dos agentes em seus próprios cálculos pode variar no tempo, por tipos de ativos e por área geográfica. Por ser assim, afeta os preços relativos dos ativos, para além dos outros fundamentos. Quando há baixa confiança, eleva-se um prêmio subjetivamente atribuído a ativos mais líquidos, aqueles que sejam menos vulneráveis a surpresas desagradáveis em termos de variação de preço. Quando é alta a confiança, o sistema como um todo aceita mais facilmente a formação de pirâmides de compromissos de pagamento no futuro.

O valor monetário de ativos mais arriscados tende a sobrepassar seus fundamentos básicos no segundo caso, hiper-reagindo também, na direção inversa, em situações de baixa confiança. Na deflação, se as autoridades monetárias não acomodam a disponibilidade de liquidez à crescente necessidade desta, a queima de riqueza virtual e as falências transformam a crise financeira em crise econômica aberta.

A propriedade e a circulação transfronteiras de ativos, na atual integração financeira, introduzem dois tipos de efeitos para as crises locais. De um lado, criam uma força de convergência entre os comportamentos regionais. Crises

locais afetam as necessidades de liquidez alhures, mediante um "efeito caixa" sobre os agentes externos envolvidos. Além disso, "contagiam" em maior ou menor grau o estado geral de confiança.

Por outro lado, a divergência de desempenhos econômicos, inclusive no tocante a balanços de pagamentos, subjaz diferenças regionais na avaliação de ativos. O risco cambial se acrescenta aos demais na alocação global de portfólios. O declínio de atratividade de uma região gera um "efeito-substituição" em favor de outras, mas este pode ser sobrepujado por uma deflação global, particularmente se, mesmo depois de esgotados os impactos imediatos de "caixa" e "contágio", alterar-se definitivamente o estado geral de confiança.

Voltamos ao caso recente. Certamente um estado favorável de confiança esteve presente no reconhecidamente exagerado "boom" acionário norte-americano e europeu que antecedeu o presente "crash". O problema nestas situações em que se cria uma "bolha especulativa" - e isso vale para a Ásia antes da erupção aberta do vulcão - é o de que quem está dentro não pode sair muito antes do tempo, dado o custo de oportunidade de não operar que isso envolveria.

Quando a pressão de saída na Ásia alcançou Hong Kong, os efeitos caixa e contágio tornaram-se suficientes para o sinal vermelho em Nova York e na Europa. Na mesma sequência de efeitos, entraram as bolsas e os mercados cambiais latino-americanos. Arriscamos destacar dois pontos a respeito do Brasil pós-furacão.

Primero, após os simultâneos ajustes para baixo de preços relativos de ativos asiáticos e de preços absolutos de ativos de risco no mundo, é provável que o estado geral de confiança nos países avançados não venha a recuperar, por longo tempo, a euforia dos últimos anos. E não são homogêneos os efeitos regionais desta mudança.

A crise asiática começou pelos elos mais frágeis, como Tailândia, Malásia e Indonésia. A severidade da deflação foi maior nas economias emergentes latino-americanas. Na Europa, quem mais sofreu foi a Grécia. Tudo o mais permanecendo na mesma, certamente mudaram para baixo os preços relativos de demanda dos ativos brasileiros.

Segundo, tudo indica estarem certos aqueles que negam ser adequado classificar como um "ataque especulativo" o que aconteceu a semana passada. Na acepção deste conceito, agentes tomam a iniciativa de assumir pesadamente débitos na moeda local com o fito de esperar, com dólares no caixa, uma desvalorização cambial. O que aqui ocorreu foi mais reflexo que iniciativa.

Agora, imaginem um verdadeiro "ataque especulativo"!

■ **Otaviano Canuto** é professor do Instituto de Economia da Unicamp. E-mail: ocanuto@turing.unicamp.br

Joelmir Beting está de férias.