

## A Origem das Recentes Bolhas nos Preços dos Ativos

A atual crise financeira que se espalha pelas diversas economias do mundo foi precipitada pela implosão da bolha no mercado imobiliário americano. É grande a discussão a respeito dos mecanismos que permitiram a disseminação da crise imobiliária para outros setores e outros países, bem como é extenso o debate a respeito das estratégias a serem adotadas para melhor controlar os efeitos adversos da atual turbulência econômica. Portanto, não vou usar este espaço para abordar estes temas. O que realmente me interessa é a origem do atual furacão, ou seja, a bolha do mercado imobiliário nos EUA.

O que é uma bolha no preço de um ativo? Essencialmente é um desvio no preço “justo” do mesmo, um “exagero” por parte dos investidores os quais estão dispostos a adquirir ativos por preços incompatíveis com o fluxo de caixa que estes ativos prometem gerar. A história econômica esta repleta de episódios de bolhas. A bolha nos preços de bulbos de certas espécies raras de tulipa na Holanda do século XVII é um dos mais famosos exemplos. Nos últimos vinte anos, presenciamos uma seqüência de bolhas em diversos países: nos mercados imobiliário e de ações no Japão na segunda metade dos anos 80; nos mercados imobiliários de Finlândia, Noruega e Suécia no mesmo período; nos mercados imobiliários e acionários dos países do sudeste asiático na metade da década de 90; no setor de tecnologia americano no final da mesma década; finalmente a mais recente bolha imobiliária nos EUA.

O que é mais intrigante nestes episódios recentes é a freqüência com a qual bolhas de grande magnitude sucederam umas às outras em países desenvolvidos, fato incomum na historia e sem precedentes ao longo do século XX. O que terá mudado nos últimos 20 anos então? Muitas pessoas postulam que as bolhas são fruto de irracionalidade por parte de investidores, de especulação excessiva, de falta de adequada regulação dos mercados financeiros ao redor do mundo. Estes argumentos de ordem microeconômica são todos bastante plausíveis e provavelmente corretos, mas não acredito que possam explicar os eventos das ultimas décadas. Parece difícil justificar flutuações da ordem de trilhões de dólares no valor do estoque de residências nos EUA baseado somente em irracionalidade ou má regulamentação. Há de haver algum desequilíbrio de ordem macroeconômica capaz de sustentar enormes sobrevalorizações de ativos.

O referido desequilíbrio é uma escassez de ativos na economia mundial. Investidores possuem hoje uma enorme riqueza a qual desejam investir para valorização futura e suavização de consumo ao longo do tempo, mas a oferta de ativos com bons fundamentos econômicos não é suficiente. Assim sendo, investidores inflam os preços dos escassos ativos existentes a fim de alocar suas poupanças. Essa é a causa macroeconômica por trás das recentes bolhas. Para exemplificar, considere os países exportadores de petróleo, cuja riqueza cresceu enormemente nos últimos anos. Estas economias, por diversas razões as quais explico a seguir, não são capazes de gerar boas oportunidades de investimento fora do setor petrolífero; não há uma expansão da capacidade produtiva ou de negócios capazes de atrair as poupanças dos investidores. Isto significa que investidores detêm agora uma enorme riqueza (advinda das exportações de petróleo), mas não encontram ativos para investi-la. Nestas circunstâncias, projetos imobiliários acabam se tornando uma boa forma de aplicar os recursos existentes, o que resulta na vertiginosa expansão deste setor, muitas vezes originando bolhas nos preços destes ativos.

Afinal, terra, residências e prédios comerciais são, em geral, boas reservas de valor. Não é com surpresa que observamos a cada dia novos projetos imobiliários faraônicos em algum país do Oriente Médio.

Nas últimas décadas, países em desenvolvimento como China e Índia experimentaram um processo de crescimento econômico vertiginoso. O estoque de riqueza destas nações cresceu enormemente neste período. Contudo, devido a problemas crônicos como inadequadas leis de falência, burocracia no sistema jurídico, ma regulação de direitos de propriedade entre outros, estas economias não são capazes de gerar ativos com fundamentos sólidos. Os investidores não encontram boas oportunidades locais para alocar sua riqueza. Como consequência, acabam investindo em ativos emitidos por economias mais maduras como os EUA, por exemplo. O caso da China ilustra bem o ponto: a economia chinesa cresceu ao redor de 10% ao ano por 20 anos, aumentando enormemente seu estoque de riqueza. Mas grande parte desta riqueza é investida em países desenvolvidos através de fundos soberanos que compram, entre outras coisas, títulos emitidos pelo governo americano, ativos lastreados por hipotecas, derivativos financeiros etc.

Fundamentalmente, a geografia do crescimento econômico recente aumentou o estoque de riqueza mundial, mas não gerou ativos financeiros correspondentes. É natural, portanto, que os poucos ativos sólidos existentes tenham seus preços inflacionados, ou seja, desconectados do seu valor “justo” ou adequado. Além disso, os mercados mais maduros acabam criando inovações financeiras como os ativos lastreados por hipotecas e similares a fim de capturar esta riqueza a ser investida.

Contudo, além do crescimento vertiginoso de economias em desenvolvimento, há ainda um outro fator o qual passa despercebido. A estrutura produtiva das economias maduras mudou nas últimas décadas. A importância do capital intangível (idéias, novas técnicas organizacionais, marcas etc) e do capital humano cresceu em relação à importância do capital físico (máquinas e equipamentos). Estes outros tipos de capital contribuíram decisivamente para o crescimento da economia japonesa até a década de 80, e mais recentemente para a expansão americana na década de 90.

Acontece que o capital físico pode ser usado como colateral perante investidores, o que permite a transferência de recursos dos poupadores para os empresários os quais desejam investir. Ou seja, capital físico gera ativos financeiros sólidos os quais se tornam atrativas formas de alocação de riqueza. Capitais humano e intangível, ao contrário, não possuem a mesma característica. Devido a problemas de assimetria de informação e risco moral, empresários não conseguem utilizar estes estoques de capital como colateral para levantar recursos para investimento. Estudantes em cursos de graduação ou pós-graduação têm acesso limitado a crédito no sistema financeiro. Você conhece algum gerente de banco o qual lhe emprestaria 100 ou 200 mil reais a serem pagos ao longo da sua vida profissional somente porque você está cursando uma boa faculdade de medicina ou direito? Em outras palavras, a penhora de capital humano é basicamente inviável. Crédito estudantil existe, mas em montantes limitados. E isto é uma resposta racional do mercado.

Em resumo, a mudança na estrutura produtiva de economias desenvolvidas também contribuiu para escassez de ativos a qual está na raiz dos episódios de bolhas financeiras observadas nos últimos anos. Estas economias compensaram parcialmente a referida escassez com inovações financeiras tais

como derivativos exóticos e ativos lastreados por hipotecas. Mas tais inovações provaram ser menos sólidas do que se pensava.

A lição que tiramos de tudo isso é que, na ausência de alguma mudança estrutural nas tecnologias de produção ao redor do mundo ou melhoras significativas na estrutura legal e nas regras de governança corporativa em economias em desenvolvimento, novos episódios de bolhas surgirão. O estouro da bolha imobiliária americana fez com que investidores em pânico procurassem ativos financeiros mais sólidos em outros portos mais seguros. Mas isto, claro, pode ser apenas o início de uma nova bolha. O importante é que reconheçamos a quase inevitabilidade de bolhas em preços de ativos devido ao desequilíbrio macroeconômico acima descrito. Se partirmos deste ponto, estaremos mais bem equipados para lidar com tais contingências. A melhor estratégia parece ser a administração de bolhas e seus riscos ao invés da vã tentativa de implodi-las.

*Tiago Severo (Estudante de Doutorado em Economia da Harvard University)*