

## SETOR EXTERNO E ECONOMIA INTERNACIONAL

### O mercado financeiro internacional e a recente queda nas bolsas de valores

Luciano F. Gabriel\*

No final do mês de fevereiro a Bolsa de Xangai caiu 8,84% e teve grande influência sobre outras Bolsas de Valores no restante dos países. No Brasil, em especial, a Bovespa caiu 6,63% e o risco-país subiu 12%, fechando em 204 pontos. Nos Estados Unidos, o índice Dow Jones fechou em queda de 3,29%.<sup>24</sup>

O mercado acionário europeu enfrentou um período de perdas. O FTSEurofirts 300, o qual agrega as principais ações de empresas européias, recuou 5% no final do mês de fevereiro, o que demonstrou ser a pior queda de setembro de 2001. Nessa mesma onda, a Bolsa de Paris fechou em -0,62% e Frankfurt -0,56%. Em Tóquio o índice Nikkei ficou em -1,35%.

No que se refere à queda na Bolsa de Xangai, o que detonou a crise foi a possibilidade de medidas governamentais imporem restrições às operações no mercado acionário. Com efeito, tal expectativa fez com que diversos investidores estrangeiros considerassem a necessidade de recomposição dos seus *portfólios*.<sup>25</sup>

Em termos conjunturais, outra influência negativa diz respeito à economia norte-americana, onde as estatísticas do FED apontaram que os pedidos dos bens duráveis caíram 7,8% em janeiro.

Segundo Billi (2007) as principais bolsas de valores do mundo perderam mais de US\$ 1,7 trilhões na turbulência da última semana de Fevereiro.<sup>26</sup>

Nesse contexto, percebe-se que nos últimos dias o mercado sofreu um “contágio” da China, da expectativa negativa em relação ao lado real da economia norte-americana e, principalmente, uma percepção por parte dos agentes econômicos de que as bolsas americanas estivessem valorizadas demais para uma economia com taxa de crescimento do

---

\* Mestre em Economia pelo PPGDE da UFPR. Professor da UniBrasil. E-mail: [lucianofg@gmail.com](mailto:lucianofg@gmail.com).

<sup>24</sup> Deve-se observar que as quedas nas Bolsas do Brasil e EUA foram as maiores desde os ataques terroristas de 11 de setembro de 2001 e a moratória Argentina em dezembro daquele mesmo ano.

<sup>25</sup> Além disso, alguns analistas econômicos acreditam que há uma bolha no mercado chinês. Com esta expectativa a Bolsa de Xangai teve sua maior queda desde 1996. O governo chinês anunciou a criação de uma comissão que será responsável por checar a procedência do dinheiro aplicado na Bolsa para detectar fraudes como o uso de informação privilegiada. As chamadas “bolhas” são fenômenos recorrente ao longo da história do sistema financeiro mundial. Kindleberger (1996) cita uma miríade de exemplos de “bolhas” nos preços dos ativos nos últimos 300 anos. Em uma perspectiva pós-keynesiana, Oreiro (2001) nos defini bolha como a razão pela qual o preço dos ativos financeiros pode aumentar de forma persistente ao longo do tempo, após o qual ocorre uma súbita reversão de expectativas, produzindo-se uma queda acentuada nos preços dos mesmos ativos.

<sup>26</sup> O cálculo realizado por Billi (2007) considerou os valores de mercado estimados pela Bloomberg. No Brasil, a perda foi de US\$ 42 bilhões – queda de 5,67% em relação ao valor de mercado do dia 23 de fevereiro de 2007.

PIB baixo. Dado estes fatores, ocorreu uma necessidade de liquidar ou alterar investimentos em diferentes mercados, com intuito de reduzir riscos maiores.

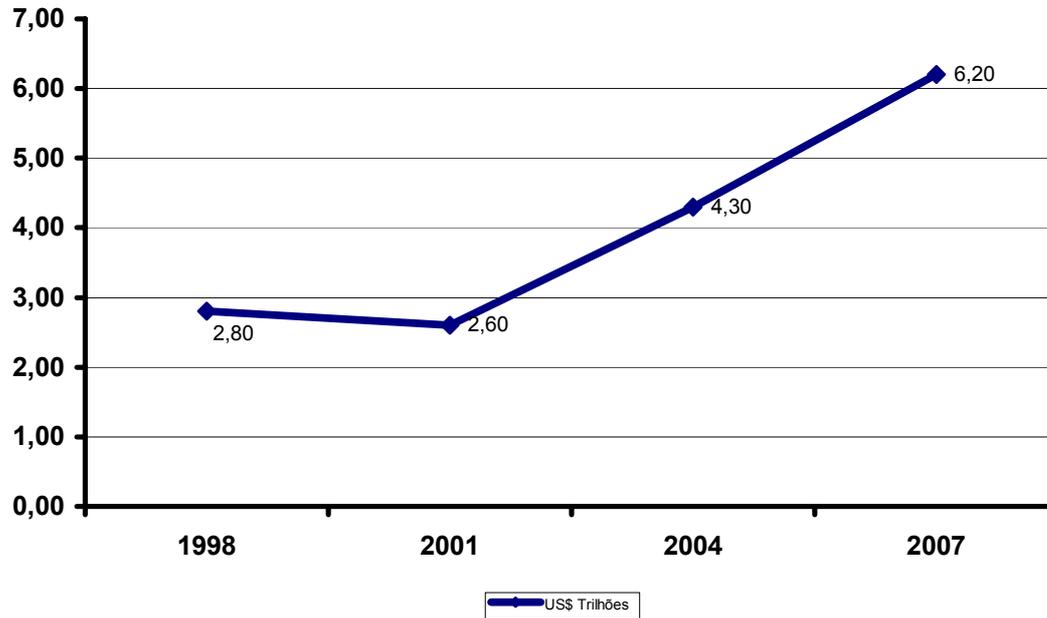
Dentro da literatura econômica a definição de contágio tem assumido variadas formas. Uma das definições, utilizada por Kaminsky e Reinhart (1998), por exemplo, definem contágio como uma situação na qual o conhecimento da ocorrência de uma crise em algum lugar eleva a probabilidade de ocorrência de uma crise em um outro país. Edwards (2000) define contágio como as situações nas quais a extensão e a magnitude pela qual o choque é transmitido internacionalmente excede o impacto esperado *ex-ante* pelos agentes econômicos.

Isto posto, podemos perceber que o conceito de contágio na literatura corresponde à situação na qual um choque externo é, em algum grau, transmitido para outras economias (Curado, 2001).

No trabalho de Calvo e Mendoza (1999), contágio é definido como uma situação na qual investidores maximizadores de utilidade escolhem não pagar pelas informações que seriam relevantes para as suas decisões de *portfólio* (portanto, fazendo com que eles sejam suscetíveis a reagirem contra rumores em relação à países específicos), ou na qual investidores escolhem imitar um *portfólio* de referência arbitrário.

Em um ambiente com informações incompletas e onde há um custo para obtenção destas informações, teremos uma propensão à ocorrência de problemas de contágio na medida em que se verifica a expansão das possibilidades de investimentos em nível internacional. Nesse sentido, podemos notar a partir do gráfico abaixo o aumento vertiginoso de investimentos nas principais Bolsas de Valores no mundo.

**Gráfico 1. Aumento dos investimentos nas principais Bolsas de Valores**



Fonte: Salomão (2007).

Usando uma estrutura básica de diversificação de *portfólio* de média-variância, o trabalho de Calvo e Mendoza (1999) demonstra que duas características de informação imperfeita podem produzir um equilíbrio no qual os incentivos para contágio crescem à medida que o mercado de capitais também cresce:

(a) Se há um custo fixo para apanhar e processar informações de um país específico, e há organizações institucionais ou de regulação governamental impondo limites à venda de ativos a descoberto (o que o autor chama de *binding short-selling constraints*), o ganho de utilidade de se pagar o custo fixo de informação cai à medida que o número de países onde a riqueza pode ser investida cresce. A alocação de *portfólio* também se torna mais sensível às mudanças dos retornos dos ativos com o crescimento do mercado, desta forma o contágio é mais provável de ocorrer e produzir maiores fluxos de capitais no mercado globalizado.

(b) Se os administradores de *portfólio* se defrontarem com um custo variável ou ganho que dependa do retorno médio de seus *portfólios* em relação a um dado *portfólio* de referência, e o custo marginal de se obter informações a respeito de outro *portfólio* exceder o ganho marginal, temos um conjunto de equilíbrios múltiplos dentro dos quais os investidores escolhem racionalmente para imitarem determinados *portfólios* de referência do mercado. Quando algum rumor favorece algum outro *portfólio* deste conjunto, todos os investidores

“seguem a manada” (*follow the herd*), podendo ocorrer uma crise cambial ou financeira. Neste caso, a globalização exarceba o contágio porque a indeterminação gerada pelo conjunto de *portfólios* se amplia à medida que o mercado cresce.

Calvo e Mendoza (1999) demonstram através de seu modelo que a decisão de imitar um *portfólio* de referência pode ser uma decisão racional por parte dos investidores internacionais em um contexto que: a) existe um custo fixo para a obtenção de informações relevantes sobre a situação do país; b) existem restrições institucionais ou legais para a venda de ativos a descoberto (*short-selling constraints*) e c) há um grande número de países emergentes com características “parecidas” na avaliação dos investidores internacionais. Dessa forma, a decisão ótima de um investidor internacional racional é de não coletar informações a respeito de um determinado país onde está aplicado parte de seus recursos, pois o ganho possível de se obter com esta informação é inferior ao custo despendido para se tê-la.

Neste sentido, o comportamento de manada (*herding behaviour*), o qual amplifica a crise inicial, é definido como uma situação na qual o comportamento de um determinado grupo de agentes é imitado por todos os demais. Conforme Krugman (1997):

*“In general, herding can be exemplified by the result found by Shiller’s remarkable survey of investor during the 1987 stock market crash: the only reason consistently given by those selling stocks for their actions was the fact that prices are going down. In the context of a currency crisis, of course, such behaviour could mean that a wave of selling, whatever its initial cause, could be magnified through sheer imitation and turn, quite literally, into a stampede out of the currency.”* (Krugman, 1997, p.6)

Isto posto, quando a incerteza nos mercados financeiros aumenta, os agentes econômicos procuram prever a psicologia do mercado (Keynes, 1936) e não os lucros esperados dos ativos, tornando voláteis os mercados financeiros. Nesse sentido, as crises cambiais e financeiras são originadas em mudanças nas expectativas dos agentes econômicos (que constituem *sunspots*<sup>27</sup>) e a fuga de capitais é amplificada pela existência de comportamento de manada (*herding behaviour*). Nesse contexto, o comportamento dos outros investidores é mais importante do que a política econômica ou até mesmo os fundamentos econômicos de determinadas economias ou empresas.

---

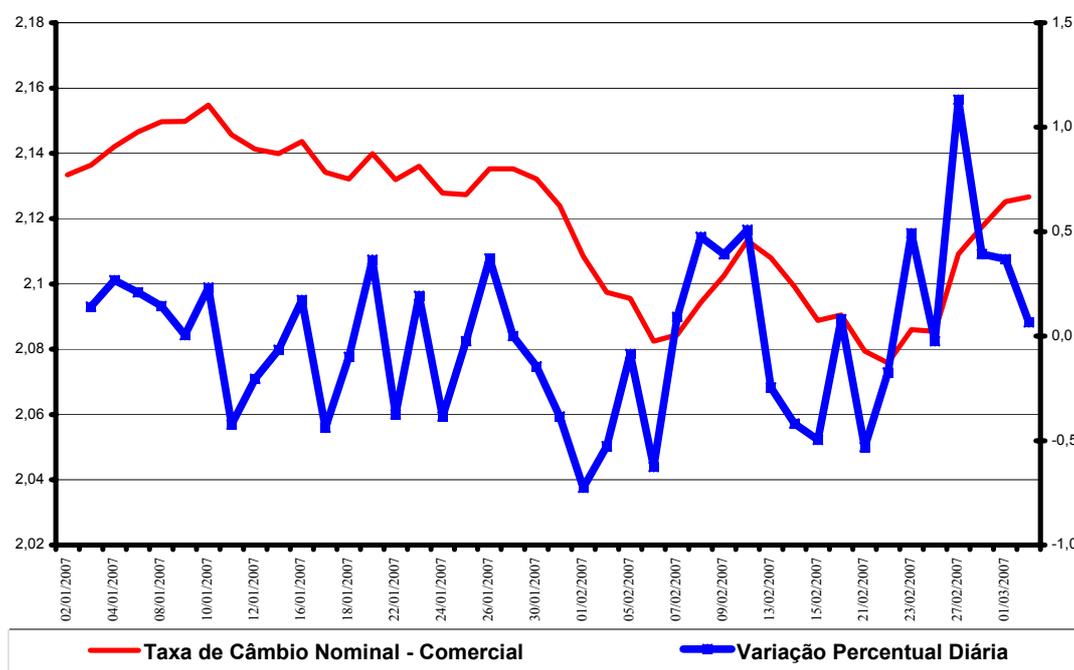
<sup>27</sup> *Sunspots* são eventos não fundamentais que podem gerar mudanças do regime cambial, da política econômica doméstica ou crise financeira sem um vínculo direto com os fundamentos de uma determinada economia.

Crises externas podem ser amplificadas pela existência de comportamento de manada (*herding behaviour*) dos investidores internacionais. Nesse sentido, quanto maior a vulnerabilidade externa<sup>28</sup> de um país, mais suscetível o mesmo estará à ação dos *sunspots*.

Schaferstein e Stein (1990) partem do princípio de que existem ganhos de reputação associados ao seguimento da opinião média prevalecente no mercado. Tais ganhos são particularmente relevantes num ambiente institucional caracterizado por (i) separação entre propriedade do capital e gestão das empresas e (ii) informação assimétrica a respeito da “qualidade média” dos gerentes de empresas. No ambiente institucional vigente é melhor para os gerentes de empresas e carteira “fracassar junto com o mercado do que vencer contra ele” (Keynes, 1936, p.130).

Pode-se perceber mais nitidamente que variações excessivas de preços em um mercado de US\$ 27 trilhões, como o mercado acionário dos Estados Unidos, alteram as estratégias financeiras dos agentes econômicos em outros países, de forma a afetar as taxas de câmbio, inflação, bolsa de valores bem como, a depender da intensidade dos movimentos dos fluxos de capitais, a taxa de crescimento do PIB de diferentes economias.

**Gráfico 2. Taxa de Câmbio Comercial - R\$/US\$**



Fonte: Elaboração Própria. Dados do Banco Central do Brasil.

<sup>28</sup> No momento este conceito segue sua definição mais ampla, ou seja, é a sensibilidade de uma economia às mudanças na dinâmica econômica e financeira nos países centrais ou até mesmo dos seus principais parceiros econômicos.

Se a volatilidade aumenta em mercados como o alemão, japonês ou norte-americano, o crédito no mercado internacional fica mais caro e os investidores reduzem sua exposição em aplicações mais arriscadas, ou seja, migram de aplicações como, por exemplo, moedas, juros e ações de países emergentes (*emergent markets*) ou de empresas menos confiáveis.<sup>29</sup>

Na semana que compreende o final de fevereiro e começo de março todas as 58 ações que formam o índice Ibovespa terminaram com perdas acumuladas.

A taxa de câmbio brasileira em relação ao dólar acabou por acumular alta de 2,11% na semana, sendo que no dia 02 de março a moeda fechou vendida em R\$ 2,13.

Apesar do mal estar gerado inicialmente pela Bolsa de Xangai, os rumos da economia mundial dependem, principalmente, das estatísticas econômicas da economia norte-americana, a qual o Brasil não é indiferente.

### Referências Bibliográficas

- BILLI, Marcelo (2007). Instáveis, Bolsas têm novo dia de perdas, Folha de São Paulo, São Paulo, 02 de março.
- CALVO, Guillermo A. e MENDOZA, Enrique G. Rational Contagion and the Globalization of Securities Markets (1999). *National Bureau of Economic Research Working Papers*. n.7153, May. Disponível em: <<http://www.nber.org>>.
- CURADO, Marcelo Luiz (2001). *Rigidez Comercial, Movimentos de Capital e Crise Cambial*. Campinas: Universidade Estadual de Campinas (Unicamp). 150p. (Tese de Doutorado).
- EDWARDS, S (2000). “Contagion”. University of Califórnia, March. Disponível em: <[www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards](http://www.anderson.ucla.edu/faculty/sebastian.edwards)>.
- KAMINSKY, G.L. e REINHART, C.M. (1998) The Twin Crises: the causes of banking balance of payments problems, february. (mimeo). Disponível em: <[www.nber.org](http://www.nber.org)>.
- KEYNES, J. M. (1936). *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Atlas [Edição Original]
- KINDLEBERGER, Charles P. (1996). *Manias, Pânico e Crashes: uma história das crises financeiras*. 3º Ed., Rio de Janeiro – RJ: Nova Fronteira S.A.
- KRUGMAN, P. “Currency Crisis”, MIT, 1997 (mimeo).
- OREIRO, J.L. (2001) Bolhas, Incerteza e Fragilidade Financeira: uma abordagem pós-keynesiana. *Revista de Economia Contemporânea*. Rio de Janeiro, p.7-43.
- SALOMÃO, Alexa. (2007) Um mundo viciado em risco. *Revista Exame*. São Paulo. 14 mar.

---

<sup>29</sup> No dia 27 de fevereiro ocorreu uma saída líquida de R\$ 222,5 milhões em recursos estrangeiros da Bovespa. Naquele pregão, os estrangeiros venderam R\$ 2,105 bilhões em ações de empresas brasileiras. Os estrangeiros têm sido responsáveis por cerca de 35% das operações feitas na Bolsa brasileira.