

O *crash* de 2002: da “exuberância irracional” à “ganância infecciosa”

*The 2002 crash: from “irrational exuberance”
to “infectious greed”*

MARYSE FARHI*,**

MARCOS ANTONIO MACEDO CINTRA⁺,⁺⁺

RESUMO: Este artigo é uma tentativa de discutir as repercussões macroeconômicas da desinflação de uma bolha especulativa nos mercados de ações e de uma tendência de baixo preço estabelecida. Esta tendência de baixo preço como compreendem recomendações de analistas financeiros, balanços de empresas, empresas de auditoria e agências de notação de crédito dificultam a precificação de ativos, afetam a confiança dos agentes financeiros e contaminam suas expectativas. A crise de confiança provocada por essas revelações pode potencialmente impactar o crescimento econômico dos países desenvolvidos, começando pelos EUA, elevando a aversão ao risco por parte dos investidores e acionando mecanismos reforçados de regulação e supervisão em detrimento dos autorreguladores que vinham prevalecendo até o momento presente.

PALAVRAS-CHAVE: Securitização de ativos; assimetria de informações; classificação de riscos de crédito; agências de classificação de riscos.

ABSTRACT: This paper is an attempt to discuss the macroeconomic repercussions from deinflating a speculative bubble in stock markets and from an established low price trend. Revelations accrued this low price trend how comprise recommendations by financial analysts, corporation balance sheets, auditing companies and credit rating agencies make the asset pricing difficult, affect confidence by financial agents and contaminate their expectations. The crisis of confidence brought about by these revelations can potentially impact on economic growth of developed countries, beginning with the USA, raise risk aversion

* Pesquisadora do projeto FAPESP/Instituto de Economia da Unicamp, São Paulo/SP, Brasil. E-mail: maryse.fahri@gmail.com

** Doutora em Economia pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas – UNICAMP.

+ Pesquisador da Fundação do Desenvolvimento Administrativo do Estado de São Paulo – Fundap, São Paulo/SP, Brasil. E-mail: mamcintra@gmail.com.

++ Doutor em Economia pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas – UNICAMP. Submetido: 16/Janeiro/2002; Aprovado: 18/Junho/2002.

by investors and trigger reinforced regulation and supervision mechanisms in detriment to auto-regulating ones which had been prevailing up to the present moment.

KEYWORDS: Asset securitization; asymmetrical informations; credit risk rating; risk rating agencies.

JEL Classification: F65; G14; G23.

A partir do início da década de 80, a evolução das finanças internacionais caracterizou-se por profundas transformações que marcaram a passagem de um sistema comandado pelos bancos para um sistema determinado pelos mercados de capitais (*market led finance*). Essa mudança, que correspondeu à imposição da forma americana de gestão da riqueza para o resto do mundo, teve sua principal expressão na liberalização dos movimentos de capitais e desregulamentação financeira na maioria dos países, desenvolvidos e em desenvolvimento. A predominância dos sistemas baseados nos mercados de capitais fez com que a volatilidade dos preços dos ativos (cambiais, mobiliários, de créditos e imobiliários) e o recrudescimento dos processos especulativos elevassem substancialmente a instabilidade financeira e favorecessem a disseminação, além das fronteiras e dos segmentos de mercados, de disfunções e crises inicialmente localizadas.

Nesses sistemas, as ações (adquiridas diretamente ou pelo intermédio de fundos mútuos de investimento e fundos de pensão) passaram a representar parcela importante do patrimônio das famílias e das empresas. Essa parcela da riqueza passou a estar sujeita a uma elevada volatilidade, fazendo com que modificações significativas nos níveis de preços das bolsas de valores tivessem profundas repercussões macroeconômicas. Decerto que os preços no mercado acionários sempre foram inerentemente voláteis. Mas o novo contexto financeiro elevou sua volatilidade média¹, à medida que seus preços passaram a receber influência das oscilações verificadas nas taxas de câmbio e de juros, bem como a interagir com elas². Ademais, o peso das ações nos patrimônios dos agentes passou a representar uma ponte suplementar da difícil fronteira que separa os aspectos micro dos macroeconômicos,

¹ A elevação da volatilidade dos mercados imobiliários e de ações é constatada na análise de seus valores médios. O que não significa que não ocorreram episódios de oscilações de preços muito bruscas e acentuadas em períodos anteriores, como, por exemplo, entre as Guerras Mundiais quando o mercado de ações passou por fortes e consecutivas altas antes das precipitadas quedas que caracterizaram a crise de 1929-1931.

² Tem-se verificado uma correlação bastante estreita entre a evolução dos preços dos ativos e da taxa de câmbio das moedas dos principais países desenvolvidos. Valorizam-se as moedas dos países que, na percepção dos investidores, apresentam maiores possibilidades de elevação dos preços dos ativos, em detrimento das moedas dos países com menores expectativas de ganhos de capital. Não é por outra razão que, nos anos de 1999 e 2000, o euro tenha se desvalorizado não somente contra o dólar, mas também contra o iene, embora as taxas de juros japonesas estivessem próximas de zero e a economia japonesa ainda lutasse para sair de um longo período recessivo.

uma vez que fatos relacionados às grandes corporações repercutem imediatamente nas cotações e influenciam o comportamento das bolsas de valores.

É geralmente aceita a idéia de que acentuados processos de valorização dos preços das ações (e dos ativos financeiros em geral) alimentam um “efeito riqueza”, no qual a percepção de um aumento relativo no patrimônio eleva os gastos de consumo e de investimento, mesmo sem a liquidação das posições e, portanto, na ausência da realização dos lucros presumidos. Além disso, a valorização dos ativos leva os investidores a fornecer capitais de risco para financiar novas empresas e/ou setores, bem como à expansão dos existentes. O ciclo de ativos financeiros pode, então, resultar em ciclo produtivo, com aceleração da taxa de crescimento. Ao contrário, a deterioração das expectativas de parte importante dos agentes pode ocasionar uma queda abrupta no valor dos ativos, estourar uma bolha especulativa ou desencadear um *crash* bursátil³. As conseqüências macroeconômicas da desvalorização da riqueza dependem do peso desses ativos no patrimônio dos agentes e, em escala internacional, da importância da economia atingida. Quedas de grande magnitude nos preços das ações e de outros ativos financeiros podem resultar em um “efeito pobreza”. Quando grande parte dos ganhos financeiros presumidos se evapora, a sensação de perda (e, portanto, de empobrecimento) provoca reduções nos níveis de consumo e de investimentos dos agentes, com impactos macroeconômicos inversos ao “efeito riqueza”, arrastando a economia para uma recessão.

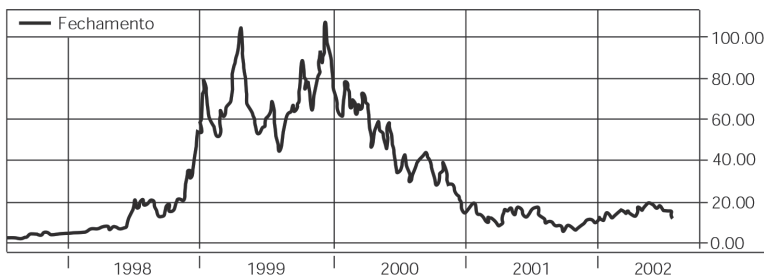
A economia americana, na década de 1990, foi marcada por forte e contínua elevação nos preços das ações, ancorada em um excepcional período de crescimento das inovações tecnológicas que levaram ao aumento na produtividade do trabalho, no gastos dos consumidores e no investimento empresarial. Alguns chegaram a cunhar a expressão “nova economia” para descrever a expansão das empresas de alta tecnologia, que abriam espaço para um crescimento econômico contínuo e, conseqüentemente, a eliminação da oscilação característica dos ciclos produtivos. Os preços das ações em geral e, em particular, das empresas de alta tecnologia, passaram a refletir expectativas de permanente alta, embutindo múltiplos extremamente elevados da relação preço/lucro das corporações ou atribuindo valores de bilhões de dólares a empresas que nunca tinham gerado lucro, apenas dispunham de “boas” idéias como patrimônio (Amazon, por exemplo, ver Gráfico 1). Alan Greenspan, presidente do Federal Reserve, alertou que os preços das ações americanas padeciam de uma “exuberância irracional” já em meados de 1996⁴. Seus si-

³ Entende-se por *crash* bursátil uma queda tão acentuada dos preços das ações que tenha consideráveis efeitos sobre o sistema econômico. Em princípio, o *crash* das bolsas de valores diferenciava-se do estouro de uma bolha especulativa nesse mercado por atingir ações cujos preços não estariam superavaliados ou em desacordo com os fundamentos econômicos. Para uma discussão mais geral sobre os ciclos financeiros, ver Braga (1997), Coutinho & Belluzzo (1996) e Chesnais (2002).

⁴ Galbraith (1988: p. xxx) descreve processos semelhantes de euforia em 1929 e 1987: “nos anos que antecederam a ambos os períodos o mercado acionário vinha em crescente alta, aparentemente sem limite. Houvera interrupções, algumas delas consideradas preocupantes, mas tinham sido superadas. Influências subjacentes que afetavam os valores do mercado – perspectivas de ganho, crescimento

nais, entretanto, não tiveram efeitos práticos nas bolsas de valores, que perseguiram uma irresistível ascensão, brevemente entrecortada pelas crises dos países do Sudeste Asiático (1997), da Rússia e do *Long-Term Capital Management (LTCM)*⁵ em 1998 e pela desvalorização da moeda brasileira em janeiro de 1999.

Gráfico 1: Valorização e Desvalorização das Ações da Amazon (1997-2002)



Fonte: Economática, Valor Econômico (<http://www.valoronline.com.br>)

Entretanto, a partir de março de 2000, os ventos viraram de *bull* (altista) para *bear* (baixista), ampliando enormemente a volatilidade nos mercados de ações dos EUA, com influência nas bolsas de valores de todo o mundo. O peso das ações nos patrimônios e o “espírito de manada” dos investidores exacerbaram a intensidade da alternância entre períodos de otimismo e prosperidade, transformados em euforia e formação de bolhas especulativas, e as fases de declínio dos ativos financeiros e das

econômico geral, taxas de juro em perspectiva – tinham em ambos os casos cedido lugar à crença de que o aumento de valores, por mais afastado que estivesse da realidade, continuaria. Os dissidentes ou céticos eram considerados alheios ao estado de espírito da época”.

⁵ O caso do *hedge fund*, LTCM, dirigido por dois laureados com o prêmio Nobel em economia, por seus trabalhos sobre derivativos financeiros – Myron S. Scholes e Robert H. Merton – é exemplar tanto do grau de alavancagem utilizado quanto do nível de riscos assumidos pelo gerenciamento financeiro contemporâneo. Sua carteira era, principalmente, composta por operações de arbitragem. O LTCM alavancava ao extremo os recursos de sua clientela com operações de derivativos financiadas por recursos emprestados pelos grandes bancos. Um relatório das autoridades monetárias e financeiras dos EUA ao presidente americano (*President’s Working Group on Financial Markets*, 1999) apontou que, em finais de agosto de 1998, os valores nominais das posições do fundo nos mercados futuros alcançavam US\$ 500 bilhões, os contratos de *swaps* US\$ 750 bilhões, as opções e outras posições de derivativos US\$ 150 bilhões, enquanto os títulos contabilizados em balanço somavam US\$ 125 bilhões. No total, o LTCM detinha posições num valor nominal de US\$ 1,52 trilhão, comparados com um capital de seus cotistas que não superava US\$ 4,8 bilhões!

Todavia, em agosto de 1998, a crise da Rússia provocou acentuadas perdas de liquidez nos mercados de ativos financeiros e elevações dos *spreads* entre compra e venda que tornaram quase impossível a liquidação de posições e o ajuste das carteiras. A grave situação em que se encontrava o *hedge fund* levou o *Federal Reserve* dos EUA a intervir junto às instituições financeiras que detinham créditos contra ele, encorajando os bancos credores a assumirem uma participação de 90% no fundo para evitar sua falência e a reduzir por várias vezes a taxa de juros, por temor que a situação provocasse uma acentuada contração econômica e um risco sistêmico.

atividades produtivas. Tudo isso pode facilmente traduzir-se em crises financeiras com potenciais riscos sistêmicos e *crashes* com repercussões na economia mundial.

Em resposta aos aumentos nas taxas de juros básicas – *federal funds rate* – que o Federal Reserve vinha realizando desde meados de 1999, as ações que compõem os índices Dow Jones e Standard & Poor’s (S&P), consideradas representantes da “velha economia”, sofreram quedas acentuadas. Em seguida, o movimento se inverteu com os preços das ações da “velha economia” se estabilizando, enquanto os da “nova economia”, representados pelo índice da National Association of Securities Dealers Automated Quotations System (Nasdaq – Associação Nacional de Corretores de Valores) padeciam de grande perdas (ver Gráficos 2 e 3).

Esses movimentos assimétricos dos diversos índices corresponderam ao desinflar de uma bolha especulativa decorrente da percepção de que os preços das ações, em particular as do setor de alta tecnologia, eram injustificáveis. Posteriormente, a queda renitente no nível dos investimentos das corporações americanas e, portanto, dos lucros, instaurou uma tendência de baixa nas cotações. Essa tendência atingiu particularmente as empresas de alta tecnologia. Mas, apesar de reduções agressivas das taxas de juros pelo Federal Reserve, ela afetou igualmente aquelas com um alto nível de endividamento contraído para financiar novos investimentos e/ou fusões e aquisições, como as do setor de telefonia (ver Gráfico 4). Nessa tendência de baixa, os índices evoluíram de forma mais sincrônica.

A tendência de baixa parecia ter se esgotado quando, após os atentados de setembro de 2001, as cotações das ações voltaram a subir. Predominava a percepção que a economia americana tinha saído da recessão e estava se recuperando

Gráfico 2: Índice Nasdaq e S &P 500 (1998 - 2002)

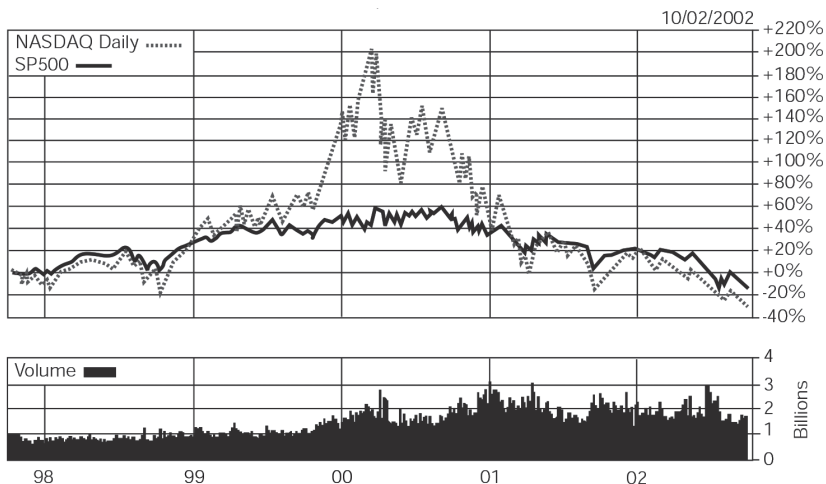
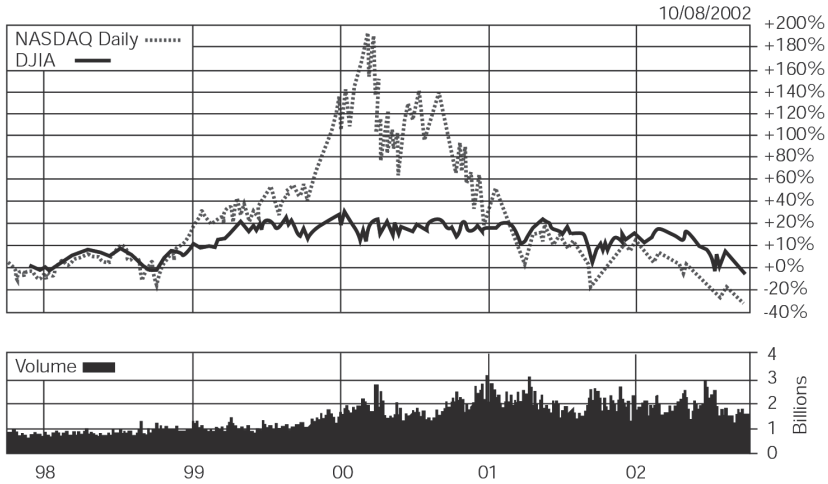


Gráfico 3: Índice Nasdaq e DJIA (1998 - 2002)

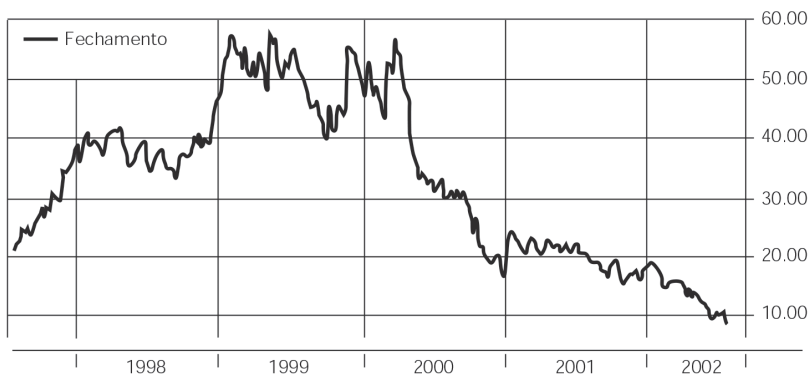


Fonte: <http://www.cbs.marketwatch.com>

com força. Portanto, podia-se afastar do horizonte previsível o temor de nova recessão ou *double-dip* (mergulho duplo, quando uma recessão é seguida por uma rápida recuperação antes de outra desaceleração).

Entretanto, as sucessivas quedas nas cotações nos mercados de ações levantaram inúmeros problemas que haviam passado despercebidos na euforia dos lucros corporativos, durante o longo ciclo de valorização dos ativos produtivos e financeiros dos anos 90. Quando a maré baixou, apareceram falcatruas que acabaram provocando novas e acentuadas quedas dos preços das ações suscetíveis de profundas repercussões macroeconômicas, inclusive o de prejudicar a incipiente retomada do crescimento e provocar novo processo recessivo.

Gráfico 4: Valorização e Desvalorização das Ações da AT&T (1997-2002)



Fonte: Economática, Valor Econômico (<http://www.valoronline.com.br>)

Não terá sido a primeira vez na História que revelações de falcatruas cometidas em períodos de euforia determinam a ocorrência de uma reviravolta nos sentimentos dos investidores e de um *crash* (Kindelberger, 1989). Mas, o inusitado é sua ocorrência após um longo período de quedas dos preços e, portanto, de correção dos excessos cometidos durante a fase da formação da bolha. Tal peculiaridade aprofundou e intensificou o movimento de queda dos preços das ações, sem que se possa ainda vislumbrar sua reversão. Esse movimento de queda das ações pode ser caracterizado com um *crash* bursátil de grandes proporções. A crise de confiança dos investidores nas ações americanas repercutiu nas bolsas de valores mundiais, configurando momentos de extrema tensão. De acordo com os dados divulgados pela Federação Internacional de Bolsas de Valores, as perdas nas bolsas mundiais já ultrapassaram US\$ 11,5 trilhões, sendo mais de US\$ 5,4 trilhões, apenas nos EUA (<http://www.fibv.com>), entre março de 2000 e junho de 2002. A crise de confiança originou-se da convergência de diversos escândalos e disfunções no funcionamento dos mercados de capitais dos Estados Unidos, tais como as avaliações das empresas de classificação de riscos de crédito, as recomendações dos analistas de valores, problemas contábeis nos balanços das empresas e o papel das empresas de auditoria e de consultoria. Cada um desses problemas será discutido abaixo.

AS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO DE CRÉDITO

Nos sistemas financeiros determinados pelos mercados de capitais, a necessidade de informação dos agentes ampliou-se consideravelmente. O acesso generalizado à informação — em particular, a que permite avaliar a higidez financeira e os riscos de crédito de empresas, bancos e países — passou a desempenhar um papel essencial. Diversos mecanismos foram estabelecidos para garantir que informações pertinentes fossem, concomitantemente, de conhecimento público.

Entre os mecanismos decorrentes de soluções de mercado ou de medidas de autoregulação está a criação de empresas privadas com o objetivo específico de processar informações e fornecer avaliações da solidez financeira das empresas e, posteriormente, dos países, que buscavam obter recursos nos mercados financeiros. Essas empresas (*Credit Rating Agencies*) passaram a fornecer classificações de riscos de crédito⁶, destinadas a facilitar o processo de tomada de decisões operacionais dos agentes, já que a quantificação dos riscos de crédito e a emissão de indicadores dos riscos relativos podem facilitar a precificação dos ativos e a estimação de suas taxas de retornos. A função das agências de classificação de risco é, portanto, estabelecer parâmetros para a classificação de riscos de diferentes agentes emissores de *securities* (títulos de dívida e ações), mediante a avaliação da capacidade creditícia desses demandantes de recursos. As avaliações se fundamentam em fatores quan-

⁶ O risco de crédito resulta da possibilidade de que uma (ou mais de uma) das contrapartes não cumpra(m) suas obrigações contratuais, ocasionando perdas do principal para o(s) parceiro(s).

titativos e qualitativos, na análise dos balanços e dos fluxos de caixa esperados durante o período de resgate dos títulos de dívidas, na posição do emissor no contexto global, na estrutura organizacional do emissor etc.

As notas atribuídas pelas distintas agências às empresas não costumam divergir muito entre si e as mudanças de avaliações tendem a ser razoavelmente concorrentes (Cantor & Parker, 1997). O mesmo não se pode afirmar das classificações atribuídas aos países. Cantor & Parker (1995) defendem que “as dificuldades de avaliar os riscos soberanos levaram a discordâncias entre as agências classificadoras e a controvérsias públicas sobre *ratings* específicos. Reconhecendo essas dificuldades, os mercados financeiros têm mostrado um certo ceticismo em relação às classificações de riscos soberanos no momento de precificar emissões. As classificações de riscos implícitas nos rendimentos de títulos de dívidas soberanas divergem, freqüentemente, da estabelecida pelas agências. Assim, embora os *ratings* tenham se tornado um pré-requisito para a aceitação de uma emissão no mercado internacional de bônus, sua influência nos rendimentos de mercados específicos é mais limitada”.

Para aperfeiçoar e suprir as deficiências das agências de *rating*, destinado a facilitar o acesso às informações, surgiu o índice de risco-país das economias emergentes (Emerging Market Bonds Index, EMBI+), elaborado pelo banco JP Morgan/ Chase e divulgado em tempo real. A composição desse índice é definida através da participação proporcional de cada país e pode variar no tempo. Ele é calculado por uma média dos prêmios de risco sobre os papéis do Tesouro americano implícitos nos preços dos títulos das dívidas soberanas negociados nos mercados secundários internacionais. Embora não tenha o aspecto quase-institucional dos *ratings* concedidos pelas agências, o índice de risco-país é um espelho mais fiel das expectativas dos participantes dos mercados financeiros e um indicador mais preciso do custo provável de uma nova emissão. É em relação à sua composição que os analistas financeiros de mercados emergentes elaboram suas recomendações, atribuindo um peso maior ou menor do que o índice para este ou aquele país. Por ser calculado com base em parâmetros de mercado, o índice do JP Morgan Chase é extremamente volátil. Em diversas ocasiões, seu descolamento dos *ratings* atribuídos pelas agências é significativo; representando expectativas mais otimistas ou mais pessimistas.

Em função da credibilidade e do peso adquirido pelos *ratings* de crédito na formação de preços dos ativos financeiros, as notas e projeções emitidas por essas agências passam a ser, em parte, profecias auto-realizáveis. Em alguns casos, isso pode ocorrer mesmo quando as projeções das agências estão equivocadas. Mas, os usuários das classificações de crédito concedidas por essas agências esperam que elas apontem a existência de mudanças nos fundamentos econômicos de países e empresas, sem necessariamente depender da reação dos mercados. Entretanto, constatou-se que a crise dos países do Sudeste Asiático em 1997 surpreendeu as agências de classificação de riscos e, por conseguinte, muitos investidores que seguiam suas recomendações. A intensidade da crise, que atingiu a região asiática, e as ondas de choques transmitidas aos mercados financeiros mundiais, podem, em boa parte, ser atribuídas ao fato de que sua ocorrência não estava embutida nas

expectativas dos agentes, que continuavam operando com baixa cobertura de riscos (*hedge*) e com um nível muito elevado de alavancagem. As reações dos investidores foram uma tentativa abrupta de mudança de posição e redução do nível de alavancagem. A repentina mudança de expectativas reduziu significativamente a liquidez dos mercados, engendrou pânico e uma extrema volatilidade dos preços. A atuação das agências de classificação de riscos, enquanto formadoras de opinião, contribuiu para esse movimento que se espalhou pelos países da região, induzindo ataques especulativos contra economias emergentes em outros continentes.

As agências de classificação de riscos tiveram, no caso da crise asiática, o mesmo comportamento de pânico e instinto de manada dos desavisados investidores, reduzindo drasticamente suas avaliações no auge da tormenta. As próprias agências reconheceram o equívoco, atribuindo-o aos modelos de avaliação de riscos que vinham empregando. Tais modelos davam pouca importância à relação entre as dívidas e empréstimos em divisas de curto prazo e o nível total do endividamento externo (incluindo as dívidas públicas e privadas) (Kurniawan, 1999; Hilderman, 1999; Beers, 1998).

Surgiram, então, razoáveis desconfianças que as agências de classificação de riscos pautavam suas avaliações pelas expectativas dominantes nos mercados financeiros, ao invés de se guiarem pelos fundamentos econômicos que permitiriam uma possível antecipação de ocorrências. Ferri, Liu e Stiglitz (1999, p.15) argumentaram que “mais do que atribuir *ratings* em função de modelos quantitativos, as agências de classificação de riscos empregam também juízos qualitativos baseados num conjunto de informações *ad hoc* específicas de cada país”. Os autores procuraram demonstrar, através de um modelo econométrico, que tendo falhado no diagnóstico da crise asiática, essas agências tornaram-se excessivamente conservadoras e “reduziram as notas dos países do Sudeste Asiático em crise, mais do que a deterioração de seus fundamentos econômicos justificaria (...), exacerbando o custo dos empréstimos externos, causando a evaporação dos fluxos de capitais internacionais e contribuindo para amplificar a crise do Sudeste Asiático”. Concluíram que as agências de classificação de riscos tinham um incentivo para agir de forma mais conservadora. Precisavam recuperar-se dos danos ocasionados pelos seus erros e readquirir a reputação essencial para a permanência no ramo.

Em avaliações, posteriores à crise asiática, as agências continuaram a tentar mostrar que podiam antecipar situações de crise. No caso da crise russa, em 1998, as agências efetuaram sucessivos cortes nas classificações do risco-país. Esses cortes tiveram o efeito claramente pró-cíclico, pois acentuaram os movimentos de fuga de capitais e de desconfiança dos investidores. Assim, por exemplo, em maio de 1998, durante um ataque especulativo que levou o governo russo a triplicar as taxas básicas dos juros, as agências realizaram forte corte nos *ratings* do país e dos títulos de dívida pública interna e externa, exacerbando a fuga de capitais. Em setembro de 1998, as agências reduziram a classificação de risco do Brasil, por temor ao

contágio da crise russa e, novamente, em janeiro de 1999, logo que o governo decidiu adotar um regime de câmbio flutuante⁷.

Acredita-se que, após a crise asiática, o comportamento conservador das agências de classificação de riscos tornou-se um padrão na avaliação dos riscos soberanos das economias emergentes. As agências passaram a reduzir sistematicamente as classificações de risco-país durante a ocorrência de ataques especulativos contra economias emergentes (como no caso do Brasil em 1999, da Turquia e da Argentina em 2001, Brasil e Uruguai em 2002). Nessas ocasiões, reduziram igualmente as classificações das empresas e bancos multinacionais que tinham investimentos nesses países. Todavia, mesmo nos casos em que os fundamentos macroeconômicos que tinham levado aos ataques especulativos haviam melhorado, a revisão das classificações foi muito lenta ou simplesmente não aconteceu.

Paradoxalmente, durante o desinflar da bolha especulativa dos preços das ações, notadamente das empresas de alta tecnologia listadas na Nasdaq, iniciado em março de 2000, seguido por um período baixista nas bolsas de valores, em consequência da desaceleração econômica, a redução das notas das empresas foi, em geral, muito mais paulatina e acompanhou de longe a queda dos preços das ações. Esse foi, por exemplo, o caso das empresas de telefonia que, apesar de seu elevado endividamento, somente tiveram suas classificações reduzidas após a desconfiança dos investidores ter levado a uma queda acentuada e prolongada dos preços dessas ações.

Assim, fica evidente o duplo papel das agências de classificação de risco. De um lado, as agências quantificam e classificam os riscos e, por conseguinte, auxiliam na precificação dos ativos e na formação do estado de confiança do mercado (formação de opinião). Por outro lado, as reclassificações dos riscos vão a reboque do mercado. Quando uma agência de *rating* reclassifica um título de dívida (de uma empresa e/ou de um país), os investidores, na maioria das vezes, já o fizeram, e já desencadearam mudanças na composição de seus portfólios. Além disso, dado o quase monopólio das agências de classificações de risco americanas, elas tomam seu país de origem como *benchmark* nas classificações (e reclassificações) de outros países e de empresas não americanas. Vale dizer, imprimem e reproduzem nas suas classificações a percepção de risco dos investidores e/ou dos diferentes agentes que operam no mercado americano. Assim, as agências de classificação de risco ajudam a desenhar/consolidar essa percepção de risco, a partir dos mercados financeiros americanos, sobre o resto do mundo e, conseqüentemente, podem retardar soluções de problemas de liquidez de países e de empresas não americanas (FEE, 1999a; 1999b).

O PAPEL DOS ANALISTAS DE VALORES

Os investidores que confiaram nos analistas de valores mobiliários ligados às grandes instituições financeiras para obter as informações necessárias para a tomada

⁷ Para uma discussão sobre a crise cambial brasileira, ver Farhi (2001).

de decisão não foram poupados nos ciclos de baixa. Os investidores em ações ou nas carteiras administradas por essas instituições sofreram vultosos prejuízos e muitos passaram a questionar o papel dos analistas de valores. Inicialmente, as críticas provinham do fato de que esses analistas não alertaram para a formação e a proximidade do esvaziamento de uma bolha especulativa. Apontava-se, por exemplo, para os relatórios do banco de investimentos Goldman Sachs “recomendendo a compra de ações da Microsoft, às vésperas do julgamento do processo judicial de abuso de poder econômico e com valor de mercado atingindo inacreditáveis US\$ 400 bilhões. Provavelmente, a análise completamente estapafúrdia, como se revelaria poucas semanas depois, destinava-se a aquecer o mercado para que (alguns) investidores pudessem desovar seus papéis da Microsoft sem provocar queda das cotações” (Nassif, 2001). Depois, as críticas passaram a centrar-se no fato de que a maioria dos analistas mantivera as expectativas altistas e recomendações de compra, mesmo quando o mercado de ações acelerava suas quedas. Muitos sinalizaram que esses analistas não podiam emitir recomendações negativas para ações de empresas que tinham negócios com a instituição financeira em que trabalhavam ou possíveis conflitos de interesse que teriam levado certos analistas a recomendar a compra de ações que possuíam, de forma a poder vendê-las a um preço melhor no futuro.

Em abril de 2002, a descoberta de mensagens eletrônicas internas à Merrill Lynch, em que analistas financeiros descreviam como “lixo” ações que tinham sido recomendadas como boas compras, levou a Securities and Exchange Commission (SEC), organismo de supervisão das bolsas americanas, a juntar-se à Procuradoria de Nova Iorque para apurar possíveis conflitos de interesses. A Merrill Lynch concordou em pagar multa de US\$ 100 milhões para encerrar o processo. A Procuradoria de Nova York montou outros processos judiciais contra o Crédit Suisse First Boston, Morgan Stanley, Goldman Sachs e Salomon Smith Barney (que, após sua fusão com o Citigroup, passou a concentrar as atividades de banco de investimento do novo grupo). Pesava contra eles a acusação de manipular os preços das ações durante a formação da bolha especulativa na Nasdaq e, mesmo após seu desinflar, para favorecer empresas clientes, fomentar valorização das ações detidas pelas tesourarias ou atrair operações de abertura de capital e/ou fusões e aquisições.

A Procuradoria de Nova Iorque chegou a indiciar analistas nominalmente. No setor de telecomunicações, foi apontado Jack Grubman, analista do banco Salomon Smith Barney. Grubman que, com uma remuneração de US\$ 20 milhões anuais, era o analista mais bem pago de Wall Street, e esteve no centro do ciclo de valorização/ desvalorização das ações do setor de telecomunicações. No período de euforia, suas análises eram consideradas como a última palavra sobre as empresas do setor, capazes de repercutir imediatamente sobre as cotações das ações. Entre 1998 e 2001, o banco de investimento Salomon Smith Barney teve rendimentos de US\$ 1,6 bilhão decorrentes da abertura de capital de empresas de telecomunicações. No período de desvalorização das ações do setor, o analista Jack Grubman acumulou recomendações desastrosas para os investidores. Em março de 2001, lançou um relatório em que afirmava “nos próximos doze a dezoito meses, os investidores olharão para os atuais preços das ações das maiores companhias e dese-

jarão tê-las comprado”⁸. Das dez companhias que ele recomendou, três entraram em concordata e cinco passaram a ser negociadas a apenas frações do que valiam (ver Gráfico 4). Investidores descontentes estão processando Grubman, afirmando que era “o símbolo da ganância e do conflito de interesses que amealhou milhões, enquanto os investidores que confiaram nele perderam grandes somas de recursos”. A inclusão de Grubman no processo movido contra bancos de investimento pela Procuradoria de Nova Iorque pretende apurar se suas recomendações de compra de ações, durante o período de deflação dos preços, tinham por intuito permitir que ele ou o banco se desfizessem, a melhores preços, das ações que possuíam.

As repetidas queixas dos investidores e os processos da Procuradoria de Nova Iorque levaram a SEC a aprovar diversas medidas regulamentando a atuação dos analistas de valores. Elas forçam os analistas a revelar o envolvimento das instituições financeiras em que trabalham com as companhias de capital aberto avaliadas, especificam normas para a base de cálculo da remuneração variável desses profissionais que deve ser desvinculada do volume de negócios gerados para a área de investimentos, obrigam analistas e instituições a atuar nos mercados seguindo suas sugestões aos investidores e a revelar suas compras e vendas de ações. Essas regras tentam introduzir transparência e estabelecer barreiras entre a atuação dos analistas e a área de investimentos da instituição financeira que os empregam⁹.

Para evitar novas queixas e procedimentos judiciais, o Citigroup decidiu separar integralmente sua área de análise das demais atividades de banco de investimento. Mas, esse movimento não tem sido respaldado pelos demais bancos que alegam não poderem enfrentar os elevados custos de uma área de análise desvinculada do setor de investimentos.

Outras investigações sobre os comportamentos dos bancos de investimentos foram ganhando importância. Trata-se da descoberta que, durante o período de euforia e formação da bolha especulativa, esses bancos atribuíam a concessão das ações das empresas que iriam abrir seu capital em bolsa de preferência aos executivos das corporações com quem mantinham frutuosas relações. Ricupero (2002) mostra que “quase sempre, tais ações disparavam a alturas estratosféricas no pri-

⁸ <http://cnmoney.com>, 25/04/02, *Is Jack Grubman the Worst Analyst Ever?*

⁹ Entretanto, as novas normas da SEC só se aplicam aos analistas de ações e não abrangem aqueles especialistas em países ou regiões. As classificações de risco-país emitidas por esses analistas têm o poder de influenciar expectativas e induzir variações acentuadas nos preços de ativos e nas taxas de juros demandadas nas emissões de títulos de risco soberano. Conflitos de interesses também podem ocorrer nesse segmento, em que recomendações provocam bruscas variações de níveis de preços em benefício de posições anteriormente adotadas pelas tesourarias dos bancos, em detrimento do interesse nacional dos países avaliados. O zigzague das recomendações desses analistas em relação ao Brasil, durante o primeiro semestre de 2002, foi, possivelmente, fruto de um conflito desse gênero. No fértil terreno criado no período pré-eleitoral, alternâncias de recomendações de venda e de compra podem proporcionar lucros extraordinários às instituições envolvidas. Por ser parte interessada, as refutações brasileiras às análises em questão têm pouco peso. Num contexto marcado pela apuração de conflitos de interesses, pode ser mais frutífero demandar que os bancos adotem em suas posições relacionadas com o riscopaís a mesma transparência que começa a ser exigida para suas carteiras de ações.

meiro dia de Bolsa. Mais que depressa, os privilegiados se entregavam prazerosamente à prática do *flipping*, literalmente dar piparotes numa bolinha de papel, quer dizer, passar adiante as ações aos trouxas enganados pelos analistas dos mesmos bancos que conduziam a operação”. No desinflar da bolha especulativa, muitas dessas empresas faliram ou tiveram quedas significativas nos preços de suas ações¹⁰.

AS REMUNERAÇÕES DOS EXECUTIVOS

Em princípio, as elevadas remunerações dos executivos americanos deveriam estar relacionadas à rentabilidade das corporações. Mas, verificou-se que os executivos continuaram ganhando milhões de dólares enquanto as empresas e os acionistas amargavam pesados prejuízos. Acionistas e a imprensa especializada passaram a levantar dúvidas sobre os fundamentos de remunerações tão elevadas, dissociadas do desempenho das corporações. Foram igualmente questionadas as remunerações variáveis dos executivos e de certos funcionários de alto nível na forma de opções de ações das companhias. Esse tipo de rendimento variável entrou em voga na década de 90. A lógica subjacente era vincular rendas suplementares dos executivos e funcionários de alto nível ao desempenho das empresas, procurando garantir que colocassem o máximo de esforços em sua expansão e rentabilidade¹¹.

Esse mecanismo foi amplamente utilizado pelas empresas de capital aberto, em particular pelas novas empresas de tecnologia. Nesse caso, a ampla distribuição de opções sobre ações chegou a substituir o pagamento de salários. Ademais, as empresas tinham interesse contábil nessas opções, pois as dispensavam de registrar como despesa uma parcela elevada da remuneração de seus empregados mais bem pagos. Krugman (2002) cita o exemplo da Cisco Systems que se a empresa “tivesse computado o valor de mercado das opções que emitiu como despesa, teria registrado um prejuízo de US\$ 4,9 bilhões” ao invés do lucro apurado de US\$ 1,3 bilhão em 1998.

Todavia, a prolongada queda das bolsas de valores levou à constatação de que esse incentivo era, extremamente, dependente do nível de preço das ações. No decorrer da tendência baixista das bolsas de valores, algumas empresas chegaram a

¹⁰ Das 21 firmas cujo capital foi aberto em Bolsa de Valores pelo Goldman Sachs, 16 perderam ao menos 89% do valor e várias faliram. Das 15 manejadas pelo Crédit Suisse First Boston, as que não faliram perderam mais de 85% de seu valor.

¹¹ Como se sabe, o sistema de gestão das empresas americanas é estruturado para maximizar as taxas de retorno dos acionistas – *shareholder value based system of corporate governance* – ou seja, agregar valor ao patrimônio dos acionistas. Os objetivos das corporações centram-se em elevar as taxas de lucratividade dos investidores e maximizar o preço corrente das ações. Os executivos exercem uma influência dominante nos rumos das empresas, interpretando sinais sobre o comportamento desejado pelos mercados de capitais, que avaliam a lucratividade corrente (balanços trimestrais) e eleva a sensibilidade do preço das ações (Cintra, 1999). Entretanto, nos últimos anos, esse modelo foi bastante arranhado. A devastação das empresas de internet (as *dotcoms*) seguida pelo colapso das companhias “virtuais” (Enron, WorldCom) mostrou os limites do capitalismo de acionistas (*shareholder capitalism*).

reduzir fortemente o preço de exercício das opções de seus dirigentes. Mais inquietante ainda foi a constatação de que, na ânsia de manter elevados os preços das ações — e, por conseguinte, o de suas opções — executivos de diversas empresas abstiveram-se de projeções negativas ou omitiram informações aos investidores. O auge dessa inquietação foi atingido com a concordata da Enron, em dezembro de 2001, quando se soube que os executivos da empresa tinham, entre outubro de 1998 e novembro de 2001, vendido ações num valor superior a US\$ 1 bilhão, enquanto empregavam artifícios contábeis para disfarçar pesados prejuízos, difundiam análises otimistas sobre a empresa e recomendavam a compra das ações ao fundo de pensão dos empregados¹².

A CONCORDATA DA ENRON

O tamanho da Enron, a amplitude de seus negócios em diversas áreas, a magnitude das perdas dos investidores — incluindo bancos, pessoas físicas, fundos mútuos de investimento e fundos de pensão — as suspeitas de fraude, suas relações com inúmeros políticos proeminentes e o aspecto inesperado dessa concordata fizeram com que suas repercussões fossem amplas. Além de um evidente impacto nos mercados de ativos financeiros, as repercussões do caso Enron levaram a mudanças significativas de auto-regulação e a outras no plano da supervisão e da regulamentação das empresas de capital aberto, das instituições financeiras, das agências de classificação de riscos e de auditoria.

A concordata da Enron vem dando origem a processos judiciais¹³, inquéritos policiais e investigações, inclusive no Congresso americano. Classificada como a sétima empresa americana em 2001, a Enron era a maior companhia do mundo do setor de energia e contava com 21 mil funcionários em quarenta países. Entre janeiro de 1999 e julho de 2001, iniciou 41 processos de fusões e aquisições e mais de quarenta emissões de títulos de dívidas corporativas na década de 90 (o último processo de emissão ocorreu em julho de 2001, sob a coordenação do Crédit Suisse First Boston e do Deutsche Bank, no valor de US\$ 915 milhões em bônus de três

¹² A revelação do extraordinário pacote de benefícios de aposentadoria do ex-presidente da GE, Jack Welch, maior ídolo corporativo americano, também explicitou os ganhos excessivos dos superexecutivos durante o período de exuberância da economia americana. Jack gozaria de uma aposentadoria com todas as despesas pagas, incluindo a utilização do Boeing 737 da companhia e um apartamento ao lado do Central Park, vinho e comida de graça, lavanderia, flores, serviço de limusine, segurança, ingressos para os jogos do Red Sox e dos Yankees, camarote em Wimbledon e título num clube de campo — além de uma pensão de US\$ 9 milhões ao ano. Bernie Ebbers, da WorldCom, saiu com uma aposentadoria de US\$ 1,5 milhão ao ano, além de condições privilegiadas para um empréstimo de US\$ 408 milhões; Kenneth Lay, da Enron, e Dennis Kozlowski, da Tyco, saíram com US\$ 600 milhões; John Rigas, da Adelphia, foi acusado de utilizar fundos da companhia para pagar desde um safári na África até apartamentos de luxo (Helmore & Morgan, 2002: p. 12).

¹³ Assinala-se, todavia, que nenhuma queixa-crime oriunda dos poderes judiciais foi instaurada até julho de 2002 contra os dirigentes da Enron.

anos). Muito ativa nas negociações de eletricidade, gás natural e petróleo, a empresa foi uma das principais beneficiárias da desregulamentação do setor de energia nos Estados Unidos. Operava também nos mercados de derivativos de energia e detinha grandes posições nos mercados de balcão de derivativos financeiros, incluindo os derivativos de crédito. Através de uma bolsa de derivativos de crédito, conhecida como Enron Credit, encorajou outras empresas a utilizarem seus serviços na administração de riscos. A página eletrônica da empresa na Internet, o EnronOnLine, rapidamente se tornou o maior do mundo em comércio eletrônico, chegando a oferecer mais de 1.200 produtos, entre mercados à vista e de derivativos (Wiggins, 2002). Embora as razões que levaram a empresa à concordata não estejam de todo claras, sabe-se que sua exposição aos derivativos não está diretamente em causa.

Mas os derivativos tiveram um papel relevante no “esconderijo contábil” dos prejuízos que a empresa não queria reconhecer ou para registrar lucros inexistentes. Negociações de derivativos com as pequenas empresas que tinha criado ou adquirido permitiram que os prejuízos fossem transferidos e/ou registrados nos itens “fora de balanço”¹⁴, bem como que surgissem lucros irreais. Com efeito, a atual regulamentação das operações de derivativos financeiros — estabelecimento de normas de reservas de capital, apuração dos riscos das posições assumidas e divulgação obrigatória e periódica das exposições nos mercados — somente se aplica às instituições bancárias. As posições em derivativos operadas por instituições financeiras não bancárias, tais como as corretoras, os *hedge funds* e fundos mútuos administrados por instituições não submetidas à regulamentação, estão sujeitas a normas menos restritivas do que as aplicáveis aos bancos. Todavia, um pequeno conjunto de grandes participantes dos mercados de derivativos financeiros (como a Enron ou a GE Capital, braço financeiro da General Electric) permanece totalmente fora do alcance da supervisão e da regulamentação, por não serem instituições financeiras bancárias ou não bancárias. Um relatório do Grupo de Trabalho do Presidente dos EUA sobre Mercados Financeiros (President’s Working Group on Financial Markets, 1999) abordando os derivativos financeiros — assinado, entre outros, pelo presidente do Federal Reserve, Alan Greenspan, e pelo então secretário do Tesouro, Lawrence Summers — afirmava que esses participantes “constituíam pequena parte do mercado em seu conjunto, embora a extensão de

¹⁴ O balanço de toda empresa, financeira ou não financeira, dá no ativo a imagem do que é possuído e no passivo do que é devido. Reflete, assim, as operações em curso tendo uma incidência no patrimônio. Mas as operações em curso não resumem toda a atividade da empresa. Essa também é constituída de promessas e compromissos futuros que ela contraiu ou recebeu de terceiros que não têm (ou só têm parcialmente) incidência no patrimônio atual, embora venham a tê-lo no futuro. Esses compromissos e promessas futuras não têm um registro contábil no balanço. No que concerne aos derivativos financeiros, a escrituração contábil só consegue captar, enquanto a operação está em curso, as somas efetivamente desembolsadas ou recebidas para que esta tivesse início ou, no caso dos mercados futuros, prosseguimento com o pagamento dos ajustes de margem, mas é impotente para mensurar os compromissos financeiros futuros potenciais ou efetivos implícitos na operação. Esses compromissos são registrados em contas especiais ditas “fora de balanço”.

suas posições em alguns mercados, como o de energia, fosse bastante significativa” e recomendava que essas companhias continuassem a operar sem supervisão, embora “um contínuo monitoramento de suas atividades fosse apropriado”. Essas recomendações foram seguidas pelo Congresso americano que, em dezembro de 2000, “aprovou uma legislação permitindo que contratos de energia, como os que estão no âmago das operações da Enron fossem negociados sem nenhum tipo de supervisão” (Day, 2002).

A Enron tinha conseguido, durante muito tempo, esconder seus prejuízos e dívidas transferindo-os para um grande número de pequenas empresas de capital fechado que tinha criado, adquirido ou com as quais estabelecera associação e que estavam dispensadas de apresentar balanços públicos. Tais práticas de uma contabilidade “agressiva”, quando não claramente ilegal, foram possíveis em um ambiente institucional e de supervisão muito permissivo, decorrente da desregulamentação financeira promovida desde o início da década de 80.

Supostamente, a empresa de auditoria Arthur Andersen, que afiançava os balanços da gigante de energia, não teria detectado os registros contábeis questionáveis que vinham constando nas demonstrações financeiras da Enron desde 1997. O sistema de auto-regulação do setor existente nos EUA leva a que empresas de auditoria tenham seus serviços avaliados pelas outras empresas do mesmo ramo. A Arthur Andersen tinha se submetido, em dezembro de 2001, a uma avaliação feita por sua concorrente, a Deloitte & Touche, que concluía que “seus sistemas de contabilidade e de controle de qualidade de auditoria dão garantia razoável de qualidade e padrões profissionais” (Citadini, 2002). Ademais, num claro conflito de interesses, o sistema de auto-regulação permitia que as empresas de auditoria prestassem serviços de consultoria às mesmas empresas. Em 2000, a Arthur Andersen tinha recebido da Enron US\$ 27 milhões por serviços de consultoria e US\$ 25 milhões pelos de auditoria (Gayer, 2002)¹⁵. Devido à destruição de documentos relativos à empresa Enron, após o início das investigações, essa empresa de auditoria foi julgada culpada de obstrução à justiça e seus fragmentos em diversas partes do mundo foram vendidos para as empresas concorrentes.

As agências de classificação de riscos aguardaram, mais uma vez, que os mercados se antecipssem e provocassem fortes quedas nos preços das ações, antes de reagir e diminuir suas classificações. A Moody’s manteve a classificação de “grau de investimento” da Enron até quatro dias antes de a empresa divulgar os problemas contábeis que transformaram lucros próximos a US\$ 1 bilhão em prejuízos de mais de US\$ 600 milhões e entrar com pedido de concordata, a despeito do fato de que suas ações já registravam quedas de 99% de seu preço em sete semanas¹⁶.

¹⁵ Esse mesmo conflito de interesse ficou evidente em outra grande fraude contábil, na WorldCom, segunda maior empresa de telefonia de longa distância dos EUA, que retificou seus balanços em US\$ 7,1 bilhões. Ela havia desembolsado US\$ 12,4 milhões para a Arthur Andersen por consultoria e US\$ 4,4 milhões por auditoria em 2001.

¹⁶ O Goldman Sachs também aconselhava a compra das ações enquanto apareciam os prejuízos ocultos

Embora não tenha ocorrido ainda um movimento conjunto de auto-regulação das agências de *rating*, a própria Moody's anunciou mudanças em sua forma de atuação, tais como a redução do tempo de avaliação, o abandono dos períodos formais de revisão antes de uma alteração de classificação e a possibilidade de mudar os *ratings* em mais de uma nota para “detectar com mais antecedência quando uma empresa atravessa problemas” (Bloomberg News, 2002).

A “ENRONITE” E A “GANÂNCIA INFECCIOSA”

A concordata da Enron levantou sérias dúvidas sobre as fontes consideradas básicas para a informação dos investidores: as práticas contábeis, a veracidade dos balanços das empresas de capital aberto, bem como o papel das empresas de auditoria e consultoria. Na verdade, a inquietação em relação às práticas contábeis e às auditorias já vinha crescendo anteriormente em virtude do forte aumento do número de empresas que tiveram de efetuar revisões nos balanços já publicados. Entretanto, o caso Enron e as evidentes falhas de auditoria da Arthur Andersen provocaram uma crise de confiança sem precedentes nos agentes financeiros, jocosamente denominada de “enronite”.

Os balanços de grandes empresas, tais como AOL Time Warner, Bristol-Myers, Cisco Systems, Computer Associates, Global Crossing, IBM, Lucent Technologies, Qwest, Tyco International, Vivendi/Universal foram postos sob suspeita, enquanto várias empresas do setor de energia (Duke Energy, Dynegy) foram acusadas de ter, a exemplo da Enron, inflado suas receitas operacionais por meio de operações combinadas de compra e venda aos mesmos preços. Ignorando os sinais de uma possível recuperação econômica americana, os investidores passaram a vender as ações de todas as empresas suspeitas de, mesmo remotamente, ter algum problema de contabilidade, e levaram as bolsas de valores a novo ciclo de baixa no segundo trimestre de 2002.

A situação se agravou ainda mais quando outras grandes empresas, como a WorldCom, confessaram publicamente a maquiagem dos seus registros contábeis. A WorldCom havia camuflado os balanços em US\$ 3,8 bilhões, depois corrigidos para US\$ 7,1 bilhões. As ações dessa empresa, que foram negociadas acima de US\$ 60,00 em 1999, tenderam a zero em 2002 (ver Gráfico 5). A seqüência de fraudes contábeis, denominada de “ganância infecciosa” pelo presidente do Federal Reserve, parecia interminável. Depois de envolver a Xerox, maior fabricante de copiadoras do mundo, que deve republicar seus balanços do período entre 1997 e 2001, revelando uma

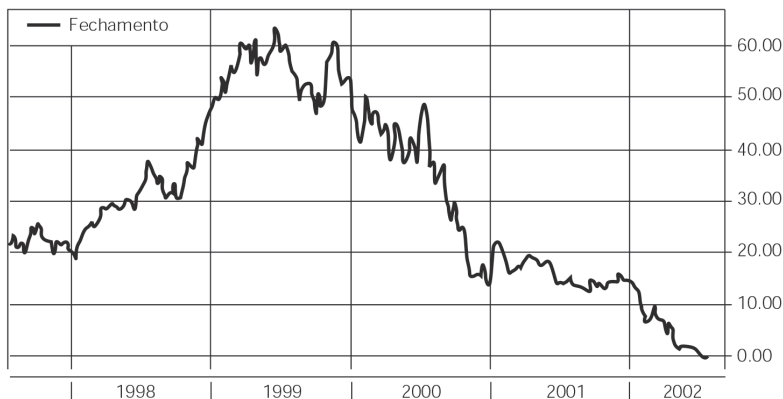
da Enron. Consta que o banco havia recebido US\$ 69 milhões com as subscrições da companhia nos últimos anos, a fatia mais gorda dos US\$ 323 milhões pagos às firmas de Wall Street. No mesmo sentido, o Lehman Brothers manteve “forte recomendação de compra” ao longo do colapso, para depois explicar que estava assessorando a possível compra da Enron pela Dynegy e, que não muda a classificação de uma empresa envolvida num negócio (Costa, 2002).

diminuição de US\$ 1,9 bilhão nas suas receitas, a farmacêutica Merck foi acusada de inflar seus balanços em US\$ 12,4 bilhões em venda inexistentes.

De modo geral, as corporações americanas sempre fizeram tudo que podiam para garantir que seus resultados correspondessem às expectativas dos mercados financeiros. Em vez de somar as vendas e subtrair as despesas para calcular o lucro, algumas empresas trabalhavam ao contrário. Começavam com o lucro esperado pelos investidores e manipulam as vendas e as despesas para assegurar que os resultados acomodassem as previsões. A General Electric, por exemplo, sempre ultrapassava as estimativas de lucros em um ou dois centavos por ação, independentemente do ambiente econômico. Portanto, analistas financeiros e investidores presumiam que uma certa manipulação dos balanços era prática corrente, mas na margem, a fim de diminuir a instabilidade dos negócios.

Na fase expansiva dos anos 90, aumentaram os atrativos para as maquiagens contábeis. As empresas que se tornavam favoritas dos investidores (e dos analistas financeiros) viam suas ações crescerem vertiginosamente, enquanto as que não entravam na onda de expansão ficavam ansiosas para conquistar uma fatia dos investimentos. Dessa forma, cada vez mais empresas passaram a tirar vantagens de regulamentos contábeis permissivos e a, eventualmente, ultrapassar os limites da legalidade. Essa parece ser a característica específica da atual onda de fraudes financeiras nos EUA, que adquiriu um caráter sistêmico.

Gráfico 5: Valorização e Desvalorização das Ações da WorldCom (1997-2002)



Fonte: Economática, Valor Econômico (<http://www.valoronline.com.br>)

Para complicar ainda mais o quadro de desconfiança, foram revelados métodos pouco ortodoxos nos negócios do presidente dos Estados Unidos, George W. Bush¹⁷, e

¹⁷ Em 1989, George W. Bush era sócio e executivo da Harken Energy, no Texas, quando a SEC obrigou a empresa a refazer seus balanços ao constatar uma operação supostamente fictícia, para ocultar prejuízos. Pouco antes da divulgação pública da intervenção da SEC, Bush vendeu US\$ 848 mil de suas próprias ações na Harken. Além disso, demorou 34 semanas para informar à SEC que havia vendido

do vice-presidente, Dick Cheney¹⁸. Isso fez com que as mais altas autoridades dos EUA não tivessem respaldo moral para exigir mais ética nas corporações, uma vez que elas estavam sendo acusadas de cometer alguns dos crimes que procuravam coibir (*inside information*, acesso e uso privilegiado de recursos das corporações e fraude contábil)¹⁹. De todo modo, o presidente George W. Bush anunciou um conjunto de propostas a fim de moralizar a gestão das corporações e acalmar os investidores.

A Lei Sarbanes-Oxley (2002) aprovada no Congresso para reformar o setor de auditoria e coibir a “delinqüência corporativa” foi além das propostas do presidente que, entretanto, se viu obrigado a sancioná-lo. A resposta regulatória proibiu a prestação de serviços de auditoria e consultoria, simultaneamente; determinou o rodízio obrigatório de auditores; a criação de uma entidade oficial de fiscalização, aumentou os recursos orçamentários da SEC e quadruplicou as penas previstas para os crimes de “colarinho branco”²⁰. Mas é cedo para afirmar se tais medidas surtirão os efeitos esperados ou se, como apontam alguns, esses seriam apenas os primeiros passos necessários.

O CRASH BURSÁTIL EM 2002

Os efeitos convergentes das revelações sobre os analistas de valores, as maquiagens contábeis, as remunerações dos executivos foram catastróficas quedas dos preços das ações nas bolsas americanas e nas principais bolsas mundiais. Essas

as ações, sendo que a legislação obriga os executivos a informarem a venda de suas ações pessoais assim que a operação se realiza. Quando era executivo da Harken Energy, o presidente George W. Bush tomou dois empréstimos na companhia, no valor de US\$ 180 mil, para comprar ações da empresa (*Folha de S. Paulo*, 10 de julho de 2002, p. B-4).

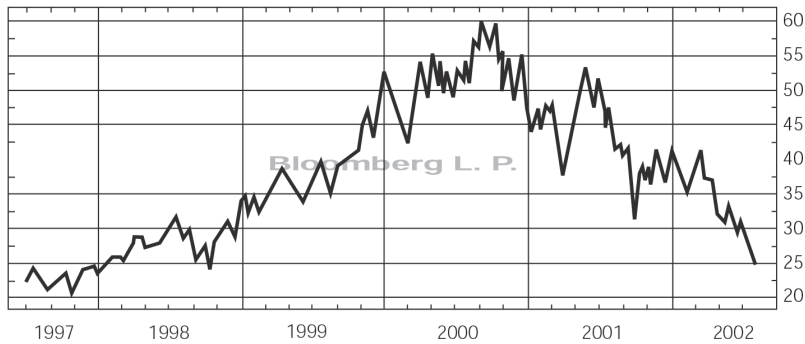
¹⁸ Entre 1995 e 2000, o vice-presidente dos EUA trabalhou na Halliburton Co., uma empresa de serviços de petróleo. O grupo suprapartidário Judicial Watch, que investiga a corrupção entre funcionários do governo americano, informou que planeja abrir um processo contra Dick Cheney e a Halliburton Co. O processo teria como mote “práticas contábeis supostamente fraudulentas, que resultaram na supervalorização das ações da companhia, lesando investidores e outras pessoas” (*Folha de S. Paulo*, 10 de julho de 2002, p. B-4).

¹⁹ Além disso, o advogado Harvey Pitt, indicado por Bush para a presidência da SEC em agosto de 2001, defendeu diversas corporações entre as quais a empresa de auditoria Arthur Andersen. Pitt construiu sua reputação como advogado dessas corporações ao pedir a desregulamentação e uma fiscalização menos rigorosa da atividade de auditoria (*Folha de S. Paulo*, 10 de julho de 2002, p. B-4).

²⁰ A SEC e o *Financial Accounting Standards Board* (FASB), organismo encarregado de definir as normas contábeis nos EUA, também propuseram uma série de medidas e normas para evitar novas fraudes nas contabilidades. As medidas e normas propostas incluem a criação de um órgão de supervisão para os contadores, a alteração dos padrões contábeis, a exigência da aprovação dos acionistas para a concessão de opções de ações aos executivos, a autonomia para contratação e demissão de empresas de auditoria e a comunicação pública das vendas de ações para funcionários das empresas ou seus fundos de pensão. As normas definidas pelo FASB, as *generally accepted accounting principles*, não se aplicam somente às empresas americanas, mas a todas as empresas desejosas de ter ações negociadas nas bolsas de valores dos EUA, sob a forma de American Depositary Receipts (ADR).

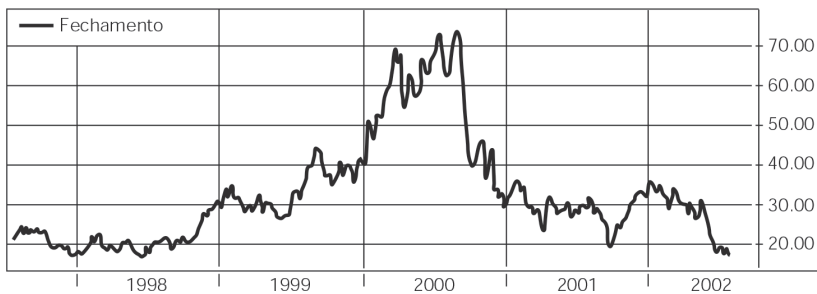
acentuadas quedas nas cotações das ações, somadas às registradas desde o início de 2000, configuram a ocorrência de um *crash* bursátil. O motivo não está na magnitude das quedas das ações de todos os setores e, por conseguinte, nas perdas patrimoniais, mas na intensidade das repercussões macroeconômicas já registradas e nas que poderão vir a ocorrer (ver Gráficos 6 e 7).

Gráfico 6: Valorização e Desvalorização das Ações da General Eletric



Fonte: Bloomberg (<http://www.bloomberg.com.br>)

Gráfico 7: Valorização e Desvalorização das Ações da Intel (1997-2002)



Fonte: Economática, Valor Econômico (<http://www.valoronline.com.br>)

A taxa de crescimento do PIB desacelerou de 5% no primeiro trimestre de 2002, para 1,3% no segundo trimestre (os números de 2001 foram revistos e a recessão foi muito mais profunda do que anunciada). Os países europeus, que adotaram o euro, cresceram apenas 0,3% no primeiro trimestre de 2002 e 0,6% no segundo. Por sua vez, a economia japonesa prossegue emitindo sinais de longa estagnação.

Enfim, a desvalorização das ações e a desconfiança sob as regras do mercado de capitais contaminaram a confiança dos empresários e consumidores, comprometendo as principais fontes de dinamismo da economia americana. Todavia, grande parte das perdas patrimoniais foi assumida pelas famílias. O balanço das famílias americanas mostra uma perda de US\$ 4 trilhões no valor das ações; de US\$

718 bilhões, nos fundos de pensão; de US\$ 272 bilhões, nos fundos mútuos; de US\$ 288 bilhões nos fundos administrados pelos bancos (*trust bank*), entre 1999 e junho de 2002. Isso perfaz perdas totais de US\$ 5,3 trilhões, que não incorporam as desvalorizações do terceiro trimestre de 2002 (ver Tabela 1). Essas perdas, entretanto, foram contrabalançadas pela valorização dos imóveis, que saltaram de US\$ 10,4 trilhões para US\$ 13,1 trilhões no mesmo período.

Tabela 1: Balanço das Famílias dos EUA

	US \$ bilhões				
	1999	2000	2001 IV	2002 I	2002 II
Ativo	49.270,4	49.482,7	49.123,4	49.652,4	48.395,9
Ativos Tangíveis	14.181,4	15.529,3	16.730,6	17.047,4	17.387,0
Imóveis	10.415,4	11.495,6	12.576,7	12.852,5	13.143,6
Ativos Financeiros	35.089,0	33.953,4	32.401,8	32.605,0	31.008,9
Ações	9.122,7	7.484,5	6.076,6	5.911,9	5.035,0
Fundos Mútuos	3.111,5	3.093,1	2.955,2	3.038,6	2.839,6
Fundos de Pensão	9.065,3	9.069,0	8.694,0	8.817,8	8.348,6
<i>Trust Bank</i>	1.130,4	1.019,4	912,0	907,8	842,0

Fonte: Federal Reserve System (US Flows of Funds Accounts of the United States) (<http://www.federalreserve.gov>).

O mercado imobiliário tem contribuído para a manutenção do consumo de duas formas. De um lado, a redução nas taxas de juros promovida pelo Federal Reserve (de 6,5% em janeiro de 2001 para 1,75% em dezembro) permitiu a renegociação das dívidas imobiliárias, garantindo mais renda que foi direcionada para o consumo. De outro lado, o aumento nos preços dos imóveis possibilitou a captação de novos empréstimos pelas famílias, aumento no endividamento e, portanto, no consumo. Todavia, o fôlego dos consumidores pode estar encontrando seus limites, por um lado porque o anêmico crescimento da economia americana não está gerando novos empregos e por outro porque surgem indicações que a “bolha imobiliária” pode estourar. Nesse último caso, uma queda abrupta no preço dos imóveis, elevaria o endividamento relativo das famílias em face de um patrimônio menor. A taxa de crescimento do consumo pessoal situou em torno de 5% ao ano, no longo período de crescimento (1992-2000). Em 2001, desacelerou para 2,5% ao ano. No segundo trimestre de 2002, foi de apenas 1,9%.

A crise de confiança também levou investidores e instituições financeiras a reduzir o volume de crédito que estão dispostos a conceder (*credit crunch*), seja às empresas, seja aos países. Caso se prolongue, essa escassez de crédito levará à redução de investimentos e, possivelmente, a novas falências de empresas. Esse estado de desconfiança nos países centrais, sobretudo nos EUA, repercute nas economias periféricas por meio de uma acentuada restrição ao financiamento externo. A retração nos fluxos voluntários de capitais para os “mercados emergentes” em geral, e para a América Latina em particular, implica em dificuldades para rolar a

totalidade dos passivos externos públicos e privados. Não por acaso, observam-se sinais de crescente aversão ao risco dos países latino-americanos, associado com um acentuado processo de desvalorização das suas moedas.

A fuga dos investidores dos títulos e ações de empresas americanas teve também repercussões na cotação do dólar que perdeu 15% do seu valor frente ao euro e 10% frente ao iene, entre fevereiro e julho de 2002. A crise de confiança vai atingindo, igualmente, os grandes bancos internacionais. Os bancos participaram da “farra especulativa” de pelo menos duas maneiras. Por um lado, as investigações do Senado americano revelaram que os bancos americanos tinham conhecimento de que a Enron utilizava práticas contábeis duvidosas²¹. Segundo Robert Roach, investigador-chefe indicado pelo Senado, há indicações objetivas de que o Citigroup e o JP Morgan/Chase, os dois maiores bancos americanos, que emprestaram US\$ 8,5 bilhões para a Enron, ajudaram-na a maquiagem seus balanços em troca de grandes compensações financeiras e favores em outros negócios. “As provas indicam que a Enron não seria capaz de fraudar sua contabilidade naquela magnitude, em bilhões de dólares, se não houvesse a participação ativa de grandes instituições, interessadas em levar adiante e mesmo ampliar, as práticas da Enron” (*Folha de S. Paulo*, 24 de julho de 2002, p. B-4). Por outro lado, os avanços nas técnicas de gestão de risco e nas regras impostas para a adequação do capital bancário no Acordo de Basileia não foram suficientes para determinar uma boa gestão do sistema financeiro internacional. O ímpeto da concorrência levou o sistema financeiro a enormes concentrações de ativos nos setores de maior crescimento (telecomunicações, informática, internet, biotecnologia etc.). De acordo com o relatório de pedido de concordata da WorldCom, 49 bancos espalhados pelos Estados Unidos, Europa e Japão são credores da empresa. O JP Morgan/Chase, como agente fiduciário, administra US\$ 17,2 bilhões em bônus da WorldCom; o Citigroup, US\$ 5,3 bilhões.

Os bancos europeus liderados pelo Deutsche Bank e pelo ABN-Amro Bank concederam créditos de US\$ 2,6 bilhões. O Mitsubishi Tokyo Financial Group, terceiro maior grupo financeiro do Japão, emprestou US\$ 147 milhões. A dívida total da empresa soma US\$ 41 bilhões, sendo que os títulos passaram a ser negociados no mercado secundários com um desconto de 87% sob o valor de face. Essa derrocada exigirá um aumento das provisões para créditos duvidosos e deverá impor um caráter defensivo no sistema financeiro internacional, reduzindo enormemente o volume de recursos disponíveis.

²¹ A estreita relação entre a gigante de energia e as instituições financeiras — com destaque para Citibank, Crédit Suisse First Boston, Goldman Sachs, JP Morgan/Chase e Merrill Lynch — constitui um dos principais temas sob investigação. A concordata da Enron provocou pesados prejuízos em todas essas instituições. O JP Morgan/Chase reconheceu uma exposição à companhia de US\$ 2,6 bilhões, mediante uma subsidiária *offshore* do antigo Chase Manhattan que pagava à vista por contratos para entrega futura de gás e petróleo comprados da Enron. Essa os contabilizava como receita de transações no mercado à vista, e não como pagamentos recebidos em contrapartida de compromissos de entrega futura. Em seguida, os contratos eram revendidos, na maior parte das vezes ao próprio JP Morgan/Chase, em complexas operações com derivativos.

Diante dos efeitos macroeconômicos adversos já ocorridos, resta a interrogação sobre a profundidade dos percalços que ainda podem acontecer. Os elementos de resposta a tal pergunta passam pela psicologia dos investidores e pela volta dos lucros corporativos. Se a crise de confiança não for reforçada por novas revelações e se os investidores se convencerem de que os preços das ações chegaram ao “fundo do poço”, com as empresas apresentando projeções consistentes de lucro, a recuperação dos preços das ações poderá, num tempo mais o menos longo, reverter as atuais repercussões macroeconômicas. Todavia, se persistir a crise de confiança dos investidores e dos consumidores, aumenta o risco da maior economia do mundo entrar em um ciclo de deflação e de estagnação semelhante ao vivido pelo Japão durante a década de 90 e arrastar consigo o resto do mundo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BEERS, David T. (1998) “Sovereign defaults in 1998: a turning point?”, *Sovereign Ratings Service*, New York, Standard & Poor’s, November.
- BLOOMBERG NEWS (2002) “Moody’s muda após a quebra da Enron”, *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 7 de fevereiro, p. B-5.
- BRAGA, José Carlos Souza (1997) “Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo”, in TAVARES, M. Conceição & FIORI, José Luís (Orgs.) *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Ed. Vozes, pp. 195-242.
- CANTOR, Richard & PARKER, Frank (1997) “Differences of opinion and selection bias in the Credit Rating Industry”, *Journal of Banking and Finance*, No. 21, p. 1395-1417.
- CANTOR, Richard & PARKER, Frank (1996) “Determinants and impact of sovereign credit ratings”, *Economic Policy Review*. New York: Federal Reserve Bank of New York, October.
- CANTOR, Richard & PARKER, Frank (1995) “Sovereign credit ratings”, *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 1, No. 3. New York: Federal Reserve Bank of New York, June.
- COUTINHO, Luciano G. & BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello (1996) “Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas”. *Revista Economia e Sociedade*, No. 7. Campinas: IE/Unicamp, p. 129-154.
- CINTRA, Marcos Antonio Macedo (1999) “O *corporate finance* das empresas americanas no período recente”. *Revista Ensaios FEE*, Vol. 20, No. 1. Porto Alegre: Fundação de Economia e Estatística Siegfried Emanuel Heuser, p. 35-91.
- CHESNAIS, François (2002) *La théorie du régime d’accumulation financiarisé: contenu, portée et interrogations*. Paris: Université de Paris-Nord, Villetaneuse (<http://www.attac.org/fra/list/doc/chesnais43.htm>).
- CITADINI, A. R. (2002) “Falta transparência às auditorias”, *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 23 de janeiro, p. A-3.
- COSTA, Antonio Luiz M.C. (2002) “Corrupção *high-tech*”, *Revista Carta Capital*, Ano VIII, No. 177, São Paulo, p. 38-42.
- DAY, K. (2002) “Who’s minding derivatives?”, *Washington Post*, Washington, D.C., 22 de fevereiro.
- FARHI, Maryse (2001) *Derivativos financeiros: estabilização monetária, ataques especulativos e crise cambial no Brasil*. São Paulo: IESP/Fundap, Instituto de Economia Unicamp/Fapesp (Relatório de Pesquisa).
- FERRI, Giovanni; LIU, Li-Gang & STIGLITZ, Joseph (1999) “The procyclical role of rating agencies: evidence from the East Asian crisis”. Prepared for the Conference on *The East Asian crisis: lessons for today and for tomorrow*. Organized by *Economic Notes* Siena, Italy, May 11-12.
- FES (1999a) “Interim report on sovereign credit rating & development” Conclusions and recommen-

- dations arising from a Conference on *The global credit ratings system and developing countries: building confidence in the process of globalization*, organized by the Friedrich Ebert Foundation, October 28-29, The Down Town Association, Manhattan, New York.
- FES (1999b) “Briefing paper: a new look at global credit ratings & development”. Background paper for a Conference on *The global credit ratings system and developing countries: building confidence in the process of globalization*, organized by the Friedrich Ebert Foundation, October 28-29, The Down Town Association, Manhattan, New York.
- GALBRAITH, John Kenneth (1988) “1929 e o colapso de 87”, Prefácio para a reedição de *The Great Crash – 1929*, 1ª. edição, 1954. [Tradução brasileira 1929: o colapso da bolsa. São Paulo: Editora Pioneira, 1988].
- GAYER (2002) “Empresas de auditoria adotam mudanças para reduzir desgaste na imagem”, *The New York Times*, republicado em *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 03 de fevereiro, p. B- 3.
- HELMORE, Edward & MORGAN, Oliver (2002) “Big bosses, deuses caídos”, *Revista Carta Capital*, Ano IX, No. 210, São Paulo, 9 de outubro, p. 12-16.
- HILDERMAN, Mara (1999) *Moody’s rating methodology*. Opening the black box: the rating Committee Process at Moody’s. New York: Moody’s Investors Service/Global Credit Research.
- IMF (1999) “Emerging markets in the new financial system: nonstandard responses to external pressure and the role of the major Credit Rating Agencies in global financial markets”, *Economic Outlook*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- KINDLEBERGER, Charles P. (1989) *Manias, panics, and crashes: a history of financial crises*. Basic Books, Inc. [Tradução brasileira *Manias, pânico e crashes: um histórico das crises financeiras*. Porto Alegre: Editora Ortiz/Gazeta Mercantil, 1992].
- KRUGMAN, Paul (2002) “‘Contabilidade agressiva’ pode existir em outras empresas”, *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 26 de janeiro, p. B-6.
- KURNIAWAN, Pram (1999) *DCR examines credit lessons from the Asian currency crisis*, Special Report – International, Duff & Phelps Credit Rating Co., New York.
- NASSIF, Luis (2001) “O desmascaramento dos ‘gurus’”, *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 04 de janeiro, p. B-3.
- PRESIDENT’S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS (1999) *Hedge funds leverage and the lessons of Long-Term Capital Management*. Washington, D.C., abril.
- RICUPERO, Rubens (2002) “Melhor que Lênin”, *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 13 de outubro, p. B-2.
- WIGGINS, J. (2002) “Enron coloca o mercado de derivativos em alerta”, *Financial Times*, republicado no *Valor Econômico*, São Paulo, 14 de fevereiro, p. C-2.

