

ENTREVISTA: Ricardo Amorim



Ricardo Amorim

**CEO DA CONCÓRDIA ASSET MANAGEMENT E
APRESENTADOR DO MANHATTAN CONNECTION**

Ricardo Amorim é formado em economia pela USP, com pós-graduação em Administração e Finanças Internacionais pela E.S.S.E.C. (École Supérieure des Sciences Economiques et Commerciales) de Paris. Trabalha desde 1992 no mercado financeiro como economista e estrategista de investimentos. Morou e trabalhou nos Estados Unidos e atualmente tem sua base em São Paulo. Depois de oito anos em Nova Iorque, ele retorna ao Brasil como CEO da Asset Management da Concórdia Corretora. Em Nova Iorque atuou como diretor de estratégia para mercados emergentes do banco alemão WestLB, tendo antes trabalhado na consultoria IDEAglobal e no banco francês BNP Paribas. É também, desde 2003, comentarista do programa semanal de economia, política e variedades “Manhattan Connection”, do canal à cabo GNT, da Globosat.

por Ana Borges e Ronnie Nogueira

ENTREVISTA: Ricardo Amorim

Prever que uma crise como a atual atingiria a maior economia do mundo, não era nada óbvio, muito pelo contrário. Mas depois de 17 anos acompanhando os mercados emergentes, ficou claro para Ricardo Amorim que as fragilidades dos Estados Unidos eram as mesmas de países em desenvolvimento que passaram por sérios problemas. Após a economia mundial atingir o fundo do poço, o cenário não é de tranquilidade. Amorim prevê, pelo menos, a formação de duas novas bolhas para o futuro. Uma já está praticamente pronta, foi criada pela ida dos investidores para os títulos do Tesouro dos EUA. A segunda será de mais longo prazo e está ligada à perspectiva de aumento do fluxo de recursos para países emergentes. Acompanhe a entrevista.

REVISTA RI: Tal como Nouriel Roubini - o guru que previu, com grande precisão, a severa crise financeira que estamos vivendo - você também vinha antecipando em suas análises a possibilidade de uma crise de grandes proporções na economia americana e tem sido preciso em suas previsões econômicas. O que você viu no passado recente que a grande maioria dos economistas não viu?

Ricardo Amorim: O que me ajudou a prever a crise foi o fato de que venho acompanhando as economias emergentes há 17 anos e me acostumei a olhar as fragilidades exibidas pelos países, e como tais problemas levam à crise. Como essas fragilidades estavam nos Estados Unidos, os economistas acreditaram que a economia norte-americana era forte demais para entrar em crise. Mas lá existiam os mesmos sintomas que já vi diversas vezes em países como Brasil, Leste Europeu, Rússia e na Ásia. Os economistas que cobrem Estados Unidos não estão acostumados a lidar com crises, e sim ciclos econômicos de altos e baixos. Não estão acostumados com momentos de euforia e pânico, como nós de países emergentes. Isso dificultou a análise deles. Também me ajudou o fato de estar nos EUA, sendo bombardeado de informações. Outros economistas brasileiros que têm essa visão de crise não contavam com tantas informações quanto eu. Além disso, por acompanhar mercados emergentes, vinha olhando muito de perto a China e ficava claro que havia um movimento de bolha.

RI: Que fragilidades eram essas?

Amorim: Havia claramente um movimento de bolha de preços de ativos que dependem de crédito. A China e a Índia vinham inundando o mundo de produtos baratos. Isso colaborou para a redução da inflação mundial e a queda dos juros, de forma a beneficiar os setores que mais dependem de crédito, como o imobiliário. Os bancos e investidores em geral perceberam que haveria um movimento positivo do setor imobiliário por conta dessa inflação mais baixa e começaram a montar as estruturas

para aproveitar o momento. No entanto, houve um período muito grande de valorização dos ativos o que caracteriza o movimento clássico de bolha. Esta era a primeira fragilidade. A segunda questão é que os EUA tinham um problema crescente nas contas externas, com déficit comercial imenso, o que é outra característica de um país que passa por crise. Uma terceira fragilidade era a situação fiscal, que se encontrava cada vez pior devido aos gastos com a guerra e incentivos dados pelo governo Bush. Além disso, os EUA estavam se enfraquecendo no campo externo. Isso tudo criava o caldo para, num momento de elevação dos juros, ocorrer o estouro da bolha. Foi o que aconteceu com o Japão na década de 80 e que precipitou a crise asiática em 1998. Era uma questão de tempo. A pressão chinesa de migração do campo para a cidade fez as pessoas começarem a consumir mais, sem produzir alimentos, o que acarretou na alta dos preços, levou à elevação da inflação mundial e aumento dos juros dos EUA. Quando os juros subiram o mecanismo de elevação dos preços dos imóveis que funcionava com os juros em queda passou a ser contrário. E aí começou o estouro da bolha.

RI: Com base em que indicadores você se deu conta de que havia uma crise em gestação? Como se percebe o surgimento de uma bolha?

Amorim: As bolhas são caracterizadas por fundamentos econômicos positivos, ou seja, boas histórias. Nesse caso, a história era de que a inflação americana ia permanecer baixa e os juros também. Mas, numa bolha, os preços sobem mais do que as histórias justificam. A bolha começa com a elevação dos preços a um determinado ritmo e depois essa elevação acelera muito. É esta aceleração que caracteriza a bolha. Como exemplo, temos o caso das incorporadoras aqui no Brasil. A história era: você vai ter uma expansão de crédito no Brasil e uma expansão imensa do setor imobiliário. A história era muito boa, mas os preços que essas empresas foram vendidas nos IPOs estavam muito elevados. Muito maiores do que o justificado. Isso é uma

Quando todo mundo fala de determinado ativo, é preciso pular fora, pois está na hora da bolha estourar. Se todo mundo está no mesmo barco, não tem mais ninguém para entrar. Então só existirá um movimento: o de saída. Ninguém vai comprar mais, daí a mesma euforia vira pânico. Isso foi o que a gente viveu e ainda está vivendo neste momento.



bolha. As pessoas não olham mais para os fundamentos. Seguem a euforia. Existem outros bons indicadores. Quando todo mundo fala de determinado ativo, é preciso pular fora, pois está na hora da bolha estourar. Se todo mundo está no mesmo barco, não tem mais ninguém para entrar. Então só existirá um movimento: o de saída. Ninguém vai comprar mais, daí a mesma euforia vira pânico. Isso foi o que a gente viveu e ainda está vivendo neste momento.

RI: A maioria dos analistas que trabalham para instituições financeiras não costuma reconhecer os riscos que existem à frente. Quando há uma bolha, costumam dizer: “Bom, esse é um novo mundo e as coisas serão diferentes”. Acreditam que as coisas são sustentáveis, mesmo quando não são. Neste cenário, é preciso ser um analista independente para reconhecer quando o “rei está nu”?

Amorim: Não sei se precisa ser independente. Mas não se pode deixar levar emocionalmente pela euforia. Eu diria que no momento atual, vale a mesma coisa para o movimento contrário. Estamos vivendo um pânico generalizado e as pessoas não estão vendo que na verdade o rei não está tão nu quanto o nosso medo

nos leva a crer. Hoje é o contrário. As perspectivas não são tão boas, mas os preços estão piores do que deveriam. Tanto que a bolsa já vem subindo de forma significativa. É a história do pêndulo. Saiu da euforia foi direto para o pânico e agora está tentando achar o equilíbrio, mas ainda não está no meio do caminho. A questão é não se deixar levar pelas emoções, cair no senso comum. Precisamos analisar friamente.

RI: Esta crise é tão grave quanto parece? O mundo está mesmo derretendo?

Amorim: A crise econômica dos países desenvolvidos é mais grave do que a maioria já se deu conta. Por mais grave, quero dizer que vai demorar anos para se resolver e não meses ou trimestres. Neste sentido, deve haver ainda muita decepção. Se formos analisar o Japão, por exemplo, vemos que a bolha de imóveis estourou na década de 80 e até hoje, mais de 25 anos depois, o país ainda não se recuperou. O índice Nikkei chegou a 40 mil pontos e agora está ao redor dos 10 mil pontos. Não acredito que nos Estados Unidos deva acontecer algo parecido com isso, mas não compro as expectativas de que a economia já começa a se recuperar no segundo semestre. Houve uma

quebra de confiança. Os consumidores gastavam mais do que ganhavam e eram financiados pelo resto do mundo. Agora os bancos perderam capital e têm medo de emprestar. O resto do mundo apostava que a economia americana era sólida e com perspectiva de crescimento. Hoje não se faz mais essa aposta. Então, não há mais financiamento extra. Para completar está acontecendo uma destruição de empregos brutal. Só nos últimos três meses, o saldo negativo líquido entre a destruição de vagas e o número de empregos criados já soma mais de 2 milhões. Por conta disso, quem perdeu o emprego segura o consumo e quem não perdeu também, porque está morrendo de medo de perder. Acho que a crise nos países desenvolvidos é mais séria do que se está imaginando.

RI: E no caso dos emergentes?

Amorim: Nos países em desenvolvimento, a história é diferente. Nos últimos dez anos, a economia tem passado por um processo de mudança em que o crescimento mundial está nos países emergentes. Este processo só se intensificou com a crise. Os preços das commodities, que caíram fortemente após o estouro da bolha, devem registrar recuperação ao longo do ano. A China fez um pacote de estímulo à economia muito maior que os EUA. O pacote chinês equivale a 16% do PIB. Já o dos Estados Unidos é de 6% do PIB. É 16% contra 6% para uma economia muito mais sólida. Então eles vão voltar a crescer e, quando a China retomar o crescimento, vai aumentar a demanda por produtos básicos. Assim, as commodities voltam a subir. Neste cenário, o Brasil se fortalece e o real fica mais forte - o que leva a uma queda dos preços importados, queda de inflação, queda dos juros e volta para o ciclo positivo de expansão do crédito.

RI: Em quanto tempo a recuperação deve ocorrer?

Amorim: No caso dos países emergentes este descolamento já está começando e vai ser melhor sentido ao longo do segundo semestre deste ano. Já os EUA, a Europa e o Japão vão ter problemas por mais tempo. Do ponto de vista econômico, o cenário para emergentes melhora no segundo semestre. Já pela ótica do mercado financeiro, a tendência é de antecipar os movimentos. Por isso acredito que vamos ver um movimento de valorização das bolsas dos países emergentes, que já começou. Se pegarmos este ano, as três bolsas no mundo que mais valorizaram, por ordem, foram China, Chile e Brasil, onde as empresas exportadoras de commodities têm um peso muito grande. A gente vai ver alta das bolsas, valorização das moedas dos países exportadores de commodities ao longo deste ano.

RI: Mas o fato do Brasil ser um grande exportador de commodities não torna nossa economia mais frágil?

Amorim: Há um problema de percepção e realidade. Até a vi-

rada do milênio tivemos um período em que o preço das commodities vinha despencando e se criou esta visão de que exportar commodity é uma fragilidade. Desde 2001, o preço das commodities vinha com tendência de elevação e este processo ajudou os países exportadores destes produtos. A crise fez com que o processo fosse temporariamente revertido. Só que é temporário. O processo de valorização vai continuar. Em 2002, o barril do petróleo custava US\$ 8, chegou a subir para US\$ 150 e agora está na faixa de US\$ 40. Mesmo depois da queda, o preço do barril multiplicou por cinco. Agora pense numa TV de plasma. Hoje ela vale um quinto do que valia em 2002. Isso significa que está ocorrendo uma transferência de riqueza de quem faz TV de plasma, ou seja, dos países desenvolvidos, para os produtores de commodities. O efeito desta história é que as commodities realmente são mais voláteis em termo de preço, mas a idéia de que os preços das commodities precisam cair está desfocada com a realidade econômica dos últimos dez anos. A maior parte do crescimento vem de países muito pobres e muito populosos que precisam de comida, metais e minerais para a montagem de sua infraestrutura. Os EUA, por exemplo, têm 809 veículos para cada mil pessoas. A China tem 35 para cada mil e a Índia 19. Esses dados são de 2007, mas a perspectiva é de que a venda de carros para estes países deva crescer de forma colossal. Em janeiro, pela primeira vez na história, o número de veículos vendidos na China superou os EUA. Até a demanda por carros já não é mais os EUA que definem.

RI: Quanto tempo você acredita que vai durar esta crise? O fundo do poço está próximo de ser atingido?

Amorim: Primeiro é preciso dividir, pois está havendo o descolamento dos emergentes. Se o fundo do poço significa que as coisas vão ficar piores do que já estão, acredito que mesmo nos EUA, esta fase já passou. Um dos grandes riscos que havia e foi sendo reduzido pela adoção das medidas dos governos era do sistema financeiro mundial vir abaixo. Hoje este risco praticamente inexistente. O fundo do poço foi quando ocorreram as preocupações com o sistema financeiro. O que vai acontecer não é que a recessão vai se aprofundar ou intensificar, mas que ela não terminará antes de alguns anos. Apesar disso, o ponto mais agudo da recessão muito provavelmente ocorreu do final do ano passado para o início deste ano. A situação neste momento estava piorando e existia a percepção de que ia piorar ainda mais. No Brasil, em alguns casos, já está ocorrendo um movimento de recontração de profissionais pelas multinacionais que estão mantendo seus investimentos e estão expandindo suas operações aqui. Não estou surpreso que isso ocorresse, mas não esperava que começasse tão rápido. As empresas americanas e européias não têm boas perspectivas econômicas em seus países de origem e vão precisar investir em emergentes. Talvez, este processo já tenha até começado, apesar de parecer muito cedo para isso.

ENTREVISTA: Ricardo Amorim

RI: Qual a sua opinião sobre as mudanças de algumas normas regulatórias, e o aumento da supervisão do sistema bancário. E se o “remédio” for forte demais, não poderá gerar uma estagnação na economia?

Amorim: É preciso tomar cuidado porque esta é a mesma história do pêndulo. O que acontece é que, quando a economia vai bem, existe um movimento de desregulamentação, com a busca pela flexibilização para estimular ainda mais o crescimento. Isso aconteceu até um ano atrás. Quando a economia vira e vai mal, existe um movimento contrário. Os agentes dizem: a economia foi mal pelo excesso de desregulamentação, o que em parte é verdade. Mas também não é a única razão. O efeito prático disso é que se tende a exagerar na falta de regulamentação quando a economia vai bem e no excesso de regulamentação quando vai mal. Esta postura faz a economia demorar mais a se recuperar. Essa é a grande preocupação que se deve ter com os EUA daqui para frente. Não é a falta de regulamentação, mas o excesso dela. O problema é exagerar na dose. Engessar o setor financeiro e outros setores e, por conseqüência, acabar tendo uma crise mais longa do que já seria.

RI: Estamos sempre entre Keynes e Smith...

Amorim: É exatamente. O Smith ganha quando a economia está crescendo e o Keynes tende a ganhar quando a economia está indo mal. Acho que há exageros dos dois lados.

RI: A crise já atinge quase todos os países desenvolvidos – os Estados Unidos, a zona do euro, a Grã-Bretanha, o resto da Europa, o Canadá, a Nova Zelândia, o Japão. No momento, esses países, que representam cerca de 50% do Produto Interno Bruto (PIB) global, já apresentam sinais de forte retração econômica. Qual é o risco da recessão atingir países emergentes como o Brasil?

Amorim: No Brasil, o risco de recessão é muito baixo, mas a desaceleração econômica é uma certeza. Vale a pena fazer uma divisão em dois grupos de países emergentes. Há um grupo que já está entrando em recessão, formado pelos países com bolhas imobiliárias e/ou grandes déficits das contas externas. Este é o caso da Ucrânia, Hungria, Cazaquistão e Rússia. Agora, em países que estavam com as contas ajustadas, como é o caso do Brasil e que a expansão de crédito não foi explosiva, a probabilidade de uma recessão é pequena. Só para ilustrar: entre 2003 e 2007, o crédito em relação ao PIB brasileiro cresceu 11 pontos

percentuais. Na Ucrânia e no Cazaquistão cresceu mais do que 40 pontos. Estes países agora terão problemas sérios.

RI: Então o que era bastante criticado no Brasil, ou seja, a falta de crédito, acabou salvando a economia...

Amorim: Sim. O que está ocorrendo é uma contração de crédito, que é maior em quem tinha mais. Neste momento, ajudou termos menos crédito. Pela mesma razão, antes da crise o Brasil andou menos do que os outros países. Quando estava tudo bem a gente não era tão beneficiado quanto outros países, mas agora que a coisa vai mal, estamos sendo menos afetados que outros países.

RI: Seria possível identificar as principais causas e os principais responsáveis pela crise?

Amorim: O processo de busca de responsáveis está ganhando um espaço maior do que deveria porque está tirando o foco da busca de soluções. Mas as pessoas acabam pensando mais sobre o que causou e menos sobre como sair dessa. Primeiro esse era um processo inevitável diante do que vinha acontecendo e as causas só se fortaleceram. Há uma mudança do eixo econômico mundial, saindo dos desenvolvidos e indo para os emergentes, principalmente a China. Isso colaborou primeiro para a queda da inflação e dos juros nos EUA à medida que os Estados Unidos eram inundados de produtos chineses e serviços indianos baratos; e, mais tarde, para o estouro da bolha quando a demanda chinesa causou uma forte elevação dos preços dos alimentos pelo mundo, levando a alta da inflação e dos juros nos EUA. Em segundo lugar, há a responsabilidade do governo Bush. Em 2001, quando os EUA estavam em recessão, o governo Bush adotou algumas medidas fiscais para incentivar o crédito imobiliário, mas nunca parou com estes incentivos. Outro ponto foi a política bélica americana e a falta de incentivo ao desenvolvimento de tecnologias alternativas de energia, o que colaborou para a alta dos preços do petróleo e demais commodities. Os EUA são um grande importador de commodities. Isso fez com que as contas externas se fragilizassem muito. Então, vejo que o governo norte-americano tem uma parcela de culpa. Por último quem mais está levando a culpa, mas que tem a menor parcela de responsabilidade, é o processo de desregulamentação. A falta de regulamentação ajudou a incentivar que bancos e investidores se alavancassem demais. Este processo foi importante, mas não é a origem. Se a gente não tivesse as duas outras condições, a falta de

Muito provavelmente, em 20 anos, as cinco maiores economias do mundo serão por ordem: China, EUA, Índia, Rússia e Brasil. Estes países devem ganhar maior peso em tudo. O que acho é que precisamos separar o impacto de curto prazo do processo de longo prazo.

regulamentação não teria levado a um excesso de alavancagem. Havia as condições propícias para o aumento da alavancagem. Não é possível separar as duas coisas.

RI: E o Greenspan?

Amorim: Ele tem a ver com o processo de falta de regulamentação. Mas o Greenspan é culpado pelo sucesso. O objetivo do Banco Central é manter a inflação baixa e ele conseguiu. Por mérito e pela ajuda do processo de globalização. A inflação no mundo despencou com o processo de globalização e o Greenspan pegou esse processo. O que se pode criticar também é que em resposta ao estouro da bolha de tecnologia, ele reduziu muito a taxa de juros e manteve o nível baixo por muito tempo. Mas a inflação estava sob controle, então não havia uma razão para subir. Ele teve uma responsabilidade muito pequena. O processo ia acontecer independente do que o Greenspan fez.

RI: Como você analisa a posição das agências de classificação de risco que deram notas altas aos bancos envolvidos com operações arriscadas no mercado imobiliário, mas eram pagas pelos mesmos clientes que tinham de avaliar?

Amorim: De fato, as agências não fizeram um bom trabalho em verificar os riscos das operações. Elas subestimaram os riscos no período de bonança. Mas acho enganoso responsabilizar as

agências pelas decisões dos investidores. As classificações de risco deveriam ser um dos critérios usados para os investidores fazerem o seu investimento, e não o único. As agências são parceiras do processo de decisões, mas não as únicas. O investidor precisava fazer também a lição de casa. De qualquer forma, parte dos investidores viu o que a maioria não viu. As agências podem ser pagas tanto pelo emissor quanto pelo investidor. Mas não acho que o problema necessariamente foi o conflito de interesse. Esse conflito sempre houve desde que o modelo das agências foi adotado. Existiu uma falta de percepção das fragilidades da economia norte-americana. O modelo já está sendo revisto, mas a questão é o que se vai propor de modelo alternativo.

RI: Você acredita que esta crise possa representar o início do fim da hegemonia econômica americana no mundo?

Amorim: Sim e não. Do ponto de vista da participação no crescimento do PIB mundial, a hegemonia dos EUA já foi perdida há quase 10 anos. Os países desenvolvidos vêm contribuindo pouco para o crescimento mundial e, neste ano, a contribuição será negativa. Do ponto de vista do tamanho do PIB, os EUA vão deixar de ser a principal economia do mundo, mas este processo vai levar ainda dez anos ou mais. A China vai se tornar a maior economia mundial. Ainda assim, os EUA vão continuar a ser um país de renda per capita muito mais alta que a China por décadas, gerações ou talvez para sempre. O Japão anda mal há 25 anos, mas o japonês continua a ter uma renda per capita elevadíssima. Aliás, não vejo que os EUA devam sofrer tanto quanto o Japão. Primeiro porque a economia americana é mais flexível e, segundo porque o que prejudicou o Japão foi o envelhecimento da população. O que está ocorrendo nos EUA é menos grave.

RI: Neste cenário, como você vê, individualmente, a ascensão dos BRICs (sigla que designa Brasil, Rússia, Índia e China) e de outros países em desenvolvimento?

Amorim: Este processo é de ganho de espaço. Muito provavelmente, em 20 anos, as cinco maiores economias do mundo serão por ordem: China, EUA, Índia, Rússia e Brasil. Estes países devem ganhar maior peso em tudo. O que acho é que precisamos separar o impacto de curto prazo do processo de longo prazo.

RI: Acho interessante a colocação da Índia ficar em terceiro lugar, pois este país exhibe sérios problemas sociais.

Amorim: Do ponto de vista social o problema é sério, mas do ponto de vista de crescimento este não é um problema. O que precisamos ter bem claro é que a China e a Índia são países ricos de populações pobres. Os PIBs são grandes, mas a renda per capita desses países é muito baixa. A renda per capita brasileira, por exemplo, é um quinto da renda do norte-americano. Já a renda do indiano é um quinto da brasileira. O fato de o país sair de um estágio muito atrasado torna mais fácil crescer usando a tecnologia disponível no mundo. Índia e China encontram-se num estágio de industrialização similar ao brasileiro na década de 50. Por isso acredito que esse processo de crescimento ainda dura algumas décadas.

RI: O que diferencia esta crise de outras que ocorreram na história?

Amorim: Com relação às crises das últimas duas décadas, a diferença é que esta originou-se na maior economia do mundo. Ela é pior que qualquer outra crise, a não ser a de 1929, não apenas por sua intensidade, mas porque está ocorrendo no epicentro do capitalismo mundial. Mas esta crise é menos complicada que a de 1929 por dois aspectos. Primeiro pelas lições aprendidas. Os governos estão agindo muito mais rapidamente do que na crise de 1929. Naquela época, eles aumentaram a taxa de juros e isso colaborou para agravar a crise. A política econômica de resposta à crise foi mais rápida agora. O segundo aspecto é a mudança do epicentro da economia que ajudou a reduzir o impacto da crise mesmo para os países desenvolvidos. Como a China cresce fortemente e tem reservas elevadas pôde comprar ativos nos EUA e Europa. Se isso não tivesse ocorrido, a queda das bolsas seria muito maior e, por conseqüência, os impactos econômicos também. Neste sentido ela é menos grave que 1929.

RI: Como você analisa o plano do governo americano de injetar quase US\$ 2 trilhões no sistema financeiro? Isso será suficiente?

Amorim: Têm alguns aspectos. Este plano específico envolve não só a injeção de capital no sistema financeiro, mas também no setor imobiliário. Envolve participação do setor privado. Não acredito que esse dinheiro vá entrar tão rápido. Com a crise

financeira, os bancos estão com medo de emprestar para as pessoas e isso vai demorar. O pacote impede o aprofundamento da crise, mas não acaba com a crise de confiança. O outro plano econômico tem a parte de estímulo para o crescimento, com redução de impostos para as empresas aumento de gastos públicos em áreas específicas de investimento. Mas tem a parte de elevação dos investimentos do governo em educação e outros segmentos para amenizar os efeitos da crise. Os democratas estão vendo a crise como oportunidade para aumentar o tamanho do governo.

RI: O grande problema não foi o excesso de crédito de recursos, o consumo desenfreado? A busca agora é curar o excesso de crédito com mais crédito.

Amorim: A busca é por evitar que a solução de equilíbrio de médio longo prazo aconteça. Esta solução exige redução de consumo e essa queda de consumo significa que o crescimento dos EUA vai ser baixo por muito tempo, inclusive negativo. Se o consumo não cair agora, serão criadas as condições para daqui alguns anos haver uma crise ainda mais grave. As respostas para a crise de 2001 plantaram as sementes da crise atual. Se os pacotes funcionarem, vamos continuar com essa fragilidade de excesso de consumo mais para frente. Mas acredito que não funcionarão. Porque a psicologia agora mudou. Os consumidores dos EUA não estavam acostumados com crise. Por isso estão segurando e vão continuar segurando o consumo.

RI: É possível estimar o prejuízo total do sistema financeiro com esta crise?

Amorim: As estimativas variam. Os números que medem as perdas com os créditos podres ficam entre US\$ 2 trilhões e US\$ 5 trilhões. A outra parte é a perda de riqueza pela queda dos preços dos ativos. Só as quedas das bolsas destruíram US\$ 11 trilhões no mundo a fora. Isto nos níveis atuais. Nas mínimas a perda se aproximou de US\$ 20 trilhões.

RI: E quais lições ela deixa para o futuro?

Amorim: A mais importante lição é não se deixar levar pelos movimentos emocionais de euforia e pânico. A crise tem dois componentes: um foi a destruição de valor, o outro foi redistribuição de riqueza. Quem se deixa levar pelo efeito manada paga a conta para quem está avaliando com mais cuidado o que está acontecendo. Sabe-se que há desequilíbrios, mas nunca se

ENTREVISTA: Ricardo Amorim

sabe quando vai estourar. Na bolha, as pessoas pensam que estão ganhando dinheiro, porque o ativo sobe, mas nunca embolsam o lucro. É preciso ter a paciência de esperar que o desequilíbrio se manifeste.

RI: O que justifica a preferência de países e investidores (principalmente os institucionais) de manterem uma enorme parcela de seus recursos “ancorada” em títulos do Tesouro americano (com rendimento quase zero), sendo aquele país a origem da crise? Quando você acha que estes recursos começarão a voltar para o mercado e para as empresas, e quais os fatores que mais influenciarão as decisões de investimento?

Amorim: Há uma mistura de liquidez e costume. Uma das maiores mentiras que existem no mundo é chamar esta ida dos investidores para os títulos do Tesouro dos EUA de “Flight to

Uma das maiores mentiras que existem no mundo é chamar esta ida dos investidores para os títulos do Tesouro dos EUA de “Flight to Quality” (vôo para a qualidade). Estes títulos não têm qualidade nenhuma. A dívida dos EUA hoje é muito grande e não se sabe qual o tamanho que ela pode chegar. Os EUA têm esqueletos fiscais. Falando em bolhas, a próxima bolha que vem se formando é a dos títulos do Tesouro norte-americano. Vai haver um movimento de venda maciça destes títulos e o dinheiro vai fluir para outro lugar.

Quality” (vôo para a qualidade). Estes títulos não têm qualidade nenhuma. A dívida dos EUA hoje é muito grande e não se sabe qual o tamanho que ela pode chegar. Os EUA têm esqueletos fiscais. Não se sabe o tamanho do salvamento e por isso a qualidade desta dívida piora. Falando em bolhas, a próxima bolha que vem se formando é a dos títulos do Tesouro norte-americano. Vai haver um movimento de venda maciça destes títulos e o dinheiro vai fluir para outro lugar. O grande problema é que isso vai ter diversas repercussões. Quando ocorrer, a taxa de juros dos EUA subirá. É outra coisa que me faz achar que a economia americana fica em recessão por mais tempo. Outro movimento que irá ocorrer é a desvalorização forte do dólar. Por isso acredito que o real vai se valorizar e muito. O último ponto é que ao contrário do que ocorria antes, quando o dinheiro saía de um país desenvolvido e ia para outro desenvolvido considerado seguro, desta vez, a situação na Europa e no Japão não é melhor que a dos EUA. Então, acredito que uma parcela importante destes recursos vai acabar nos países emergentes. Este será um cenário interessante para se acompanhar.

RI: Mas não há interesse da China, por exemplo, que esta bolha estoure.

Amorim: Este é o problema. Será preciso diversificar cada vez mais. Diversificar, no caso chinês, hoje significa ir para os títulos em euro ou iene, que não são boas opções. Assim, será preciso ir para os países emergentes, incluindo o Brasil. Cada movimento de realocação das reservas chinesas, mesmo que pequeno em relação aos US\$ 2 trilhões que estas reservas totalizam, terá grande impacto nos mercados emergentes. Esta é a questão. O impacto de longo prazo será muito positivo para os mercados emergentes. O resultado da realocação de bolsa é positivo, mas num primeiro momento cria-se o caos porque os mercados emergentes não são suficientemente grandes para absorver toda essa quantidade de dinheiro.

RI: Será criada uma bolha de emergentes?

Amorim: Sim, deverá ser criada, mas no longo prazo. Isso é outra coisa que precisamos nos acostumar: bolhas e crises fazem parte do capitalismo. De tempos em tempos, aparecem as bolhas. Existem altos e baixos. Faz parte da economia. Muitas vezes, o estouro de uma bolha cria outras. O estouro da bolha de commodities e imobiliária criou a de *treasuries*. O estouro da bolha de *treasuries* criará novas bolhas que estarão ligadas a emergentes. O que precisa ficar claro para o investidor é que uma bolha não

deve ser necessariamente ruim, e pode se tornar uma oportunidade maravilhosa. É preciso saber aproveitar. O problema é que a maioria compra quando a bolha está prestes a estourar e vende depois que estourou. O que se precisa olhar é qual a próxima bolha para fazer as posições. As moedas emergentes estão nas baixas e vem uma bolha delas no longo prazo.

RI: Quando começam as evidências de que a bolha dos treasuries vai estourar?

Amorim: O importante é o gatilho, que deve ser a elevação da inflação dos EUA. Mas também pode ocorrer uma paúra. Os investidores olham para os EUA e vêem que o rei está nu. Passam assim a acreditar que a dívida dos EUA é grande e que o país não vai pagar. Assim, saem vendendo. Acredito que vá realmente ocorrer um movimento de alta de commodities incluindo alimentos, bem parecido com a bolha de crédito. Isso provoca repique de inflação, que até num primeiro momento, será vista com bons olhos, dentro da crença de que a economia dos EUA está se recuperando. No entanto, a alta consistente da inflação fará os investidores verem que os *treasuries* estão pagando menos que a inflação e a taxa de juros passa a subir. Em um momento de euforia, o dinheiro tenderá a ir para a bolsa, o pensamento será de que a economia melhorou.

RI: E o euro?

Amorim: O euro vai continuar a se enfraquecer. No curto prazo, a Europa está numa situação pior que a dos EUA. Alguns países tinham bolhas imobiliárias maiores que a americana. Este é o caso da Espanha, Reino Unido e países nórdicos. Certos países tinham o percentual do crédito imobiliário em relação ao PIB maior que o dos Estados Unidos, (79%). Na Suíça, a relação era de 132%. As economias europeias são mais inflexíveis no que se refere ao mercado de trabalho. Outro fato é que o processo de envelhecimento da população tem sido mais rápido. A soma disso tudo faz com que as perspectivas para a Europa sejam ruins. O iene tem juros zero. Por isso, o dinheiro virá para os emergentes.

RI: Como o “Investment Grade”, o almejado selo de credibilidade finalmente conferido ao Brasil em 2008 pelas principais agências de risco, ajudou o nosso país no ano passado, e como poderá ajudar a enfrentar esta crise?

Amorim: Já está ajudando, pois está atraindo mais investimento. O total de investimentos das empresas no

mundo diminuiu muito, mas a nossa fatia deste total é muito maior do que era antes. Tanto que no ano passado, apesar da crise, o investimento direto superou os US\$ 40 bilhões. Nunca foi tão grande. Neste ano e nos próximos há a mesma tendência. Eu fiz um estudo com os emergentes que conseguiram o grau de investimento e a percepção é de que a média de investimento direto nos três anos pós *investment grade* em relação aos três anos anteriores, aumenta em média 1,9% do PIB. No caso brasileiro significa dobrar ao que era pré *investment grade*. Isso em valores significa um investimento direto de US\$ 70 bilhões. Está abaixo disso por causa da crise. Senão houvesse crise, estaríamos nesta linha. A tendência é crescer.

RI: Quais as suas recomendações para as empresas abertas brasileiras superarem a crise?

Amorim: A mais importante é não perder o horizonte. A perspectiva de curto prazo é nebulosa. Não é questão de dourar a pílula e dizer que não haverá impactos. Haverá impactos, sim, mas de curta duração. Os setores mais afetados no curto prazo são os que mais vão se beneficiar no longo prazo. Existem dois exemplos: o setor imobiliário, que com a perspectiva de queda de juros e expansão do crédito deve crescer. Mas, para se aproveitar da situação futura, primeiro é preciso passar pelo momento muito difícil. O segundo segmento envolve os exportadores de commodities, em geral. Vejo que no curto prazo, os preços estão baixos e a demanda está fraca. No entanto, no médio longo prazo, as perspectivas são ótimas.

RI: Qual o papel e o esforço que os profissionais de Relações com Investidores (RIs) devem ter neste momento?

Amorim: O primeiro é manter a transparência. O que agravou a crise, em alguns casos, foi a falta de transparência. No momento de euforia, ninguém olhava muito para isso. Mas a crise colaborou para o aumento da desconfiança. Isso por sua vez agravou a crise. As empresas que conseguem ser transparentes, durante as dificuldades, ganham credibilidade que as torna mais firmes. Porque o investidor sabe o tamanho do problema. Quem esconde o problema tem impacto maior quando o problema vem à tona, devido à desconfiança. O investidor acaba colocando todo mundo na mesma cesta, porém, muitas vezes, a situação é mais tranqüila do que as pessoas acreditam. **RI**