

## A Crise Atual em Perspectiva

Em nossas últimas cartas temos escrito sobre o funcionamento dos mercados financeiros a partir de contribuições de outros campos do saber, como a Psicologia, Neurociência, Física e Biologia. À luz destas contribuições tentamos explicar alguns desenvolvimentos da conjuntura econômica e financeira. Nesta carta, devido ao volátil movimento nos principais mercados financeiros e em todas as classes de ativos, julgamos importante voltar à questão do ambiente econômico já que estamos atravessando uma crise de grandes proporções.

A crise atual, possivelmente a mais grave desde a grande depressão no início dos anos trinta, constitui-se fundamentalmente em um fortíssimo e veloz desmonte de situações econômicas vigentes e suas posições financeiras associadas. Para melhor compreender as suas causas e principalmente suas conseqüências, esta carta faz um breve histórico dos últimos 20 anos, com foco na identificação dos principais fatores que nos levam ao panorama atual. Muitos destes fatores já foram temas de nossas cartas anteriores como, por exemplo, a questão do dólar como reserva de valor e a emergência do gigante vermelho Chinês. Mas nesta carta, vamos elaborar e resumir as conexões entre estes elementos considerando suas respectivas contribuições para a crise atual.

Na primeira seção falaremos sobre a segunda metade da década de 1990 em que tivemos um boom econômico nos EUA combinado com um forte *bull market* na bolsa americana. Na segunda seção escrevemos sobre os anos de 2003 a 2007 em que se desenvolve a grande parte das situações que nos levaram à atual crise. Na terceira seção escrevemos sobre os desenvolvimentos deste ano e na última seção concluímos com alguns pensamentos prospectivos, discutindo a possibilidade, que já adiantamos ser remota, da atual recessão tornar-se uma depressão nos moldes ocorridos em 1929.

### A segunda metade dos anos 90 e os primeiros anos da década atual

A segunda metade da década de 1990 foi um período de bastante prosperidade para a economia americana. Entre 1994 e 2000, os EUA cresceram em média, em termos reais, 3,77%, o que para uma economia madura como a americana é um crescimento alto. A inflação caiu de um patamar acima de 5% a.a para 2% no final de 2000, em uma trajetória quase monotônica. Foi o período áureo da era Greenspan como presidente do FED que consolidou a desinflação promovida na década de 1980 por Paul Volker. Entre o início de 1994 e o pico do *bull market* no primeiro semestre de 1999 as 30 ações

## Os Riscos da Construção pelo Medo

Jiosef Fainberg \*

É curioso como tratamos o mercado econômico através dos sentimentos humanos, como se realmente estivéssemos falando de alguma pessoa importante e instável que, por hora tememos e, por outra, amamos. Dizemos, mesmo sem que este registro esteja claro em nossas mentes, que ele (o mercado) está nervoso ou calmo, pessimista ou otimista, depressivo ou eufórico, de ressaca, de bom ou de mau humor, etc.. É como se inventássemos um ser coletivo de vontade própria que traduz o sentimento de todos os seus membros componentes.

Diante desta evidencia, optamos por adotar uma estratégia equivalente neste artigo e ousamos dizer que o mercado, no momento atual, está emocionalmente doente. Até agora em nada estamos sendo originais, uma vez que todos os analistas econômicos dizem que o mercado passa por uma grave crise de confiança. Ou seja, o dinheiro não sumiu necessariamente, mas, de repente, ninguém confia mais no seu par, o suficiente, para estabelecer acordos que não serão honrados.

Algo novo surgiu no cenário internacional que mudou o clima emocional do mundo. No entanto, diferente dos economistas que tentam, perplexos, encontrar os motivos para este pessimismo generalizado, talvez devêssemos iniciar nossa breve investigação a partir de um novo ângulo. Para tal precisamos fazer novas perguntas. Por exemplo: quais teriam sido os motivos do otimismo exagerado e generalizado, anterior, que enlouqueceu o mundo a tal ponto, que o dinheiro passou a ser oferecido para qualquer um sem qualquer critério? O que aconteceu com as medidas de segurança, que seriam esperadas habitualmente em qualquer relação entre pessoas que iniciam um relacionamento, econômico ou não? Para onde foi, não o medo exagerado que paralisa as ações, mas aquele outro que é primo irmão da prudência? Talvez estes sejam alguns bons pontos de partida.

Antes da desilusão houve uma ilusão que a precedeu. De repente acordamos diante de uma nova era, a do mundo globalizado. De uma hora para outra, parece que o mundo diminuiu. As fronteiras se dissolveram. Tudo passou a acontecer em tempo real, sem segredos. Não há mais distancias. Estamos em um novo século, em um novo milênio. Chegamos ao futuro em que tudo deveria ser diferente. Globalizados, finalmente podemos fazer o melhor uso do antigo provérbio de que a união faz a força e resolver os problemas do mundo. Quem tem confiança tem crédito e crédito não é necessariamente dinheiro, é mais a segurança de um respeito mútuo.

Este foi o maior engano, um otimismo infundado e irreal. Não que este tipo de engano seja raro, pois todo fim de ano acredita-se que terminada uma etapa de vida, algo novo e bom virá com o amanhã. O famoso bordão ano novo, vida nova é mais uma expressão do nosso pensamento mágico do que da realidade. Acreditava-se que o novo milênio traria uma fatura que surgiria naturalmente através da mão mágica, expressão corrente do mercado financeiro. Isto fez com que muitos acreditassem que tudo daria certo na nova ordem mundial. Infelizmente, assim como a cada dia 01 de janeiro, isto não aconteceu. A fantasia cedeu mais uma vez a realidade de que nada muda por decreto.

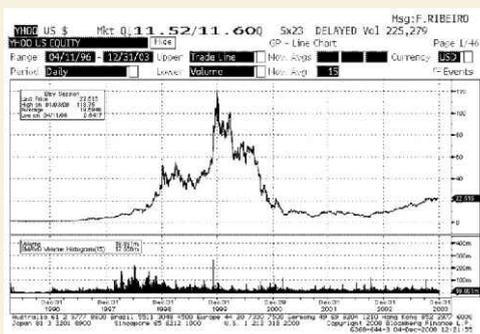
Mais importantes medidas pelo índice Dow Jones composto subiram 144%. Mas o grande ganhador deste período foi o setor de Tecnologia. O índice Nasdaq 100 que concentra os principais nomes deste setor subiu neste mesmo período aproximadamente 449%!

Neste período a alta das ações nos EUA só foi interrompida, temporariamente, pela quebra do fundo LTCM em 1998 em meio à crise da Rússia. De fato, enquanto os EUA gozavam de prosperidade o quadro era totalmente diferente nos mercados emergentes. Este conjunto de países estava sofrendo crises no balanço de pagamentos muitas vezes por seguirem políticas econômicas inconsistentes com cambio fixo combinado à baixa disciplina fiscal ou nas contas externas. À crise do México em fins de 1994, seguiu-se a crise da Ásia em 1997, o colapso da dívida Russa em 1998 e o fim do regime de cambio fixo do Real no Brasil em 1999.

Voltando aos EUA, o tema deste período foi a “Nova Economia”, termo que designava uma mudança de paradigma econômico. A globalização e a evolução das tecnologias de informação geraram um boom de produtividade, baratearam custos e aumentaram a lucratividade das empresas americanas justificando, portanto preços mais altos para as ações. Acontece que à medida que este tema foi ganhando força e ficou claro que as tecnologias de informação eram a principal fonte propulsora do que seria um processo “Schumpeteriano” de destruição criativa, uma bolha acabou por desenvolver-se no setor, isto é, preços de ações que descolam muito dos fundamentos.

Em dezembro de 1996 Alan Greenspan fez um famoso discurso em que usou o termo “exuberância irracional” para alertar sobre os preços dos ativos descolando dos fundamentos. Mas como diria Herb Stein, conselheiro econômico dos ex-presidentes dos EUA Nixon e Ford, se alguma tendência é insustentável, então ela não pode perdurar. O problema é que somente em 1999, mais de dois anos após o alerta de Alan Greenspan, a bolha das ações de tecnologia estourou. Entre março de 2000 e março de 2001 o índice Nasdaq caiu quase 70%.

O Gráfico abaixo mostra o preço das ações da Yahoo, um dos grandes ganhadores no período 1995 a 1999. Note que o final do movimento de alta é marcado por alta parabólica, o que caracteriza um movimento de bolha.



Source: Bloomberg

Após o estouro da bolha a economia americana entrou em recessão. Os ataques terroristas de 11/09 em 2001 e os escândalos nos balanços de empresas como World Com e Enron em 2002 minaram ainda mais a confiança de consumidores e investidores. Em meio à queda da atividade econômica, o governo usou agressivamente tanto a política fiscal quanto monetária para pisar no acelerador.

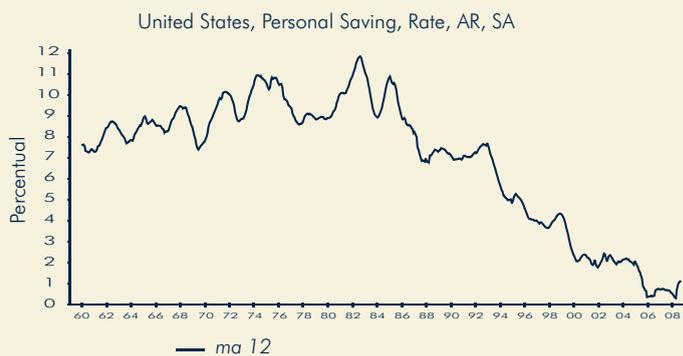
No fronte fiscal, um programa de corte de impostos que eliminou de vez os superávits conquistados na era Clinton. No fronte monetário, a forte queda da inflação, que atingiu 1,3% em 12 meses, fez com que a autoridade monetária cortasse juros até atingir o nível de recorde de 1% em meados de 2003. Em 21 de novembro de 2002, Ben Bernanke, então um dos diretores do FED presidido por Alan Greenspan, fez um discurso no Clube de Economistas em Washington intitulado: “Deflação: Evitando que aconteça aqui”, em que discutiu medidas que o FED poderia tomar para evitar um quadro de deflação à semelhança de experiência Japonesa. A política monetária americana permaneceu frouxa até meados de 2004.

### O período 2003-2007

O período de 2003-2007 foi marcado por diversas dinâmicas importantes para o entendimento do panorama atual: bolha de crédito e imobiliária, emergência dos mercados em desenvolvimento e o aumento do preço das commodities.

A taxa de poupança do consumidor atingiu menos de 1% a.a em meados de 2006, isto é para cada 100 dólares de renda corrente ganha no ano o consumidor poupava menos do que um dólar! É claro que a renda corrente não é a única fonte de recursos do

Consumidor. O consumidor pôde retirar dinheiro também do seu estoque de riqueza que crescia com a valorização dos ativos, principalmente durante o boom dos preços das casas, ativo que servia como colateral para a tomada de empréstimos para os mais variados fins. O Gráfico abaixo mostra a evolução da taxa de poupança. Note que no início desta década, já baixa, em torno de 2%, a recessão de 2001 não foi suficiente para diminuir o ímpeto do consumo. Pelo contrário, na recuperação esta taxa caiu ainda mais e o consumidor americano foi um motor de crescimento do mundo no período que se seguiu.



Source: Reuters EcoWin

A contrapartida da baixa taxa de poupança era o déficit em transações correntes, isto é, a absorção interna da economia era maior do que a produção. Este déficit foi superior a 6% do PIB em 2006. A contrapartida deste déficit era um superávit em outras partes do mundo, onde a poupança é mais alta como os A contrapartida da baixa taxa de poupança era o déficit em transações correntes, isto é, a absorção interna da economia era maior do que a produção. Este déficit foi superior a 6% do PIB em 2006. A contrapartida deste déficit era um superávit em outras partes do mundo, onde a poupança é mais alta como os mercados emergentes, principalmente asiáticos e exportadores de petróleo. Estes países reciclavam os dólares que recebiam comprando títulos do tesouro americano e mantendo as taxas de juros baixas, desta forma, financiando indiretamente seus próprios consumidores. Este círculo se reforçava e ficou conhecido como Sistema de Bretton Woods II e já o mencionamos em cartas anteriores.

Mas o que permitiu este enorme apetite do consumidor americano? O consumo sempre respondeu pela maior parte do PIB nos EUA, mas de 2000 para 2007 a participação aumentou de 68% para 72%. Em parte já respondemos no parágrafo anterior quando falamos sobre taxas de juros mais baixas. Ou seja, o combustível para o consumo era o crédito que assumiu proporções de bolha com a explosão da securitização de ativos no mercado de ABS - Asset Backed Securities - que seriam os recebíveis colateralizados, isto é, um conjunto de recebíveis de dívidas como hipotecas imobiliárias, empréstimos para a compra de automóveis, crédito educacional ou mesmo de cartões de crédito que eram então securitizados, pulverizados e vendidos a investidores de toda parte do planeta.

Esse boom de crédito era conveniente para todos. Os originadores tomavam recursos a juros baixos e emprestavam, depois securitizavam os recebíveis e repassavam o risco para outros investidores num modelo em que todos tinham incentivos a emprestar. Desta forma as principais instituições financeiras do mundo se alavancaram no limite e assistimos a um proliferação de SPVs-Special Purpose Vehicles que eram empresas independentes, mas ligadas aos grandes bancos, que se especializavam em se endividar a curto-prazo e emprestar a prazos mais longos para embolsar o spread entre as taxas e prazos. Na prática eram estruturas fora do balanço dos bancos que os permitiam aumentar a alavancagem. Já em 2005 e 2006 proliferaram as ARM's (Hipotecas com taxas ajustáveis) para tomadores de mais alto risco de crédito, o *Subprime*, muitas vezes sem comprovação de renda, um dos pontos mais fracos do sistema.

Freddie Mac e Fannie Mae, as duas empresas ligadas ao governo com o objetivo de gerar crédito habitacional, originaram ou garantiam USD 5,3 trilhões em hipotecas, aproximadamente metade de todo mercado hipotecário americano. Estas empresas gozavam de garantias implícitas do governo americano e tinham relativo baixo custo de captação considerando o alto grau de alavancagem que carregam.

Com isso preços das residências nos EUA tiveram seu pico em meados de 2005, quando boa parte do processo de normalização (leia-se: alta) da taxa de juros do FED já estava implementada. Mas mesmo assim o crédito farto, a alavancagem e a busca por altos rendimentos continuaram implacáveis.

A menor volatilidade do crescimento econômico e da inflação, justificada fundamentalmente por alguns analistas como resultado da "grande moderação do ciclo econômico" (que foi outro tema de discurso do então Diretor do FED Ben Bernake em 20 de fevereiro de 2004), levou à busca por maior risco e à maior alavancagem. O gráfico abaixo mostra os *spreads* de crédito da dívida de empresas de maior risco que sofreu queda a partir de 2003 até meados de 2007 quando a taxa de inadimplência dos papéis *subprime* começou a subir rapidamente.

United States, Merrill Lynch, High Yield Master Index, OAS, Close



Outro mercado que evoluiu muito rapidamente neste período foi o de *commercial papers* que se constitui em dívida de curto-prazo das empresas. Os principais compradores destes papéis eram fundos mútuos de *money market* onde grande parte da liquidez de grandes instituições ficam investidas.

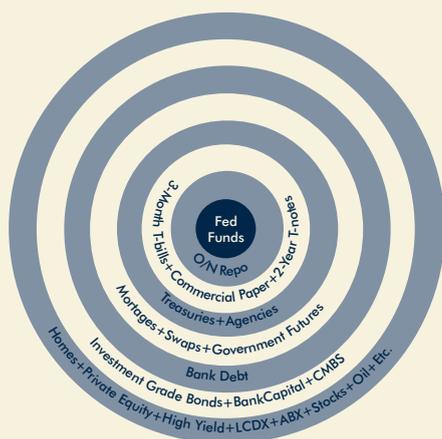
Já neste período os mercados emergentes passaram a ser os responsáveis pelo crescimento mundial. Em geral após as crises da década de 90, este conjunto de países passou por ajustes incluindo boa situação fiscal e principalmente grandes superávits na conta-corrente. A China tem um papel fundamental neste processo (foi o tema da nossa carta de número 8). Com taxas de crescimento superiores a 10%, puxada por vultuosos investimentos em infraestrutura, tornou-se a segunda maior economia do mundo em medida ajustada pela paridade do poder de compra. Um forte crescimento que demandava recursos energéticos e commodities em grande escala, num momento em que a oferta destes recursos encontrava-se em relativa escassez.

O alto déficit em transações correntes nos EUA, o crescimento dos mercados emergentes e a alta das commodities contribuíam para a depreciação real do Dólar americano iniciada em meados de 2002.

Os investidores estavam confiantes de que o dólar só teria uma direção: ladeira abaixo, e este período foi marcado pela proliferação das operações de *carry-trade*, em que investidores tomavam recursos em moedas com juros menores e aplicavam em ativos em moedas com juros mais altos. Em particular, moedas como o Real Brasileiro e o Dólar Australiano que tinham juros mais altos e um forte fluxo de entrada de divisas por serem grandes exportadores líquidos de commodities. Esse processo era alimentado pela queda da aversão ao risco e a baixa volatilidade nos mercados, inclusive os de moeda.

O Diagrama abaixo foi elaborado por Bill Gross da PIMCO, uma dos maiores gestores de renda-fixa do mundo. Em sua análise mensal de novembro de 2008, Gross compara a arquitetura dos produtos financeiros a um instável átomo de urânio cujo núcleo é composto pela taxa de juros do Fed. Segundo ele, essa taxa, quando mantida suficientemente baixa, fazia a liquidez se expandir para os demais ativos, incluindo derivativos atrelados a hipotecas e outros recebíveis, além de ações e commodities.

### Going Nuclear



Retirado do Relatório da PIMCO de Novembro, escrito por Bill Gross e disponível na Internet.

<http://www.pimco.com/LeftNav/Featured+Market+Commentary/IO/2008/IO+Gross+November+2008+So+CQish.htm>

Segundo dados do FMI, entre 2003 e 2007 o mundo cresceu na média 4,9% a.a sendo que os mercados emergentes cresceram em média 7,6% a.a no mesmo período. Este forte crescimento extrapolou-se para o início de 2008. Os grandes beneficiados deste período foram as empresas ligadas ao setor de commodities e materiais.

### 2008 - Crise, Desalavancagem e Pânico nos Mercados

A crise começou no segundo semestre de 2007, mas sua dramaticidade só ficou evidente ao longo de 2008 quando o que começou com uma crise de liquidez evoluiu para uma crise de solvência e confiança em grande escala.

Nesse período, a cada trimestre as principais instituições financeiras do mundo divulgaram perdas na marcação a mercado de ativos atrelados ao mercado de crédito. Segundo a

Bloomberg até meados de novembro, houve um total de 967,5 bilhões de dólares divulgados em perda nestes ativos. Com isso, os bancos são obrigados a vender outros ativos para se re-capitalizar. O gráfico abaixo mostra o enxugamento da emissão de produtos de crédito securitizados.



Source: J.P. Morgan Securities Inc. Data as of 10/31/2008.

A queda forte no preços das residências fez com que o valor da dívida com relação aos ativos dos consumidores aumentasse bastante, expondo ainda mais a sua vulnerabilidade.

A situação se complicou bastante no segundo semestre deste ano, quando a crise tornou-se um problema de confiança global. No dia 15 de Setembro de 2008 o tradicional banco de investimentos Lehman Brothers entra em falência. Detona-se aí um processo de pânico agudo nos mercados. A interconexão entre os derivativos de crédito (CDS - *cred default swap*, compra de seguro contra evento de calote) e a venda a descoberto de ações ligadas ao setor financeiro obrigou a SEC, órgão regulador das atividades financeiras nos EUA, a tomar a drástica medida de proibir vendas a descoberto de um conjunto de empresas ligadas ao setor financeiro.

Daí para frente tradicionais instituições como AIG, Washington Mutual e Wachovia, Merrill Lynch, Citibank, UBS, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Bank of Scotland, Fortis, ING, Lloyds e outros tantos tiveram que receber enorme quantidade de recursos ou foram incorporadas em outras estruturas. Freddie Mac e Fannie Mae foram de fato nacionalizadas. A crise é global já que estes produtos financeiros foram espalhados e a situação foi a mesma nos bancos europeus onde o grau de alavancagem era ainda maior e o sistema financeiro mundial passou perto do total colapso. O mercado de crédito congelou completamente. A rolagem dos *commercial papers* despencou e fundos de *money market* sofreram grandes resgates. A aversão ao risco que já estava em alta se elevou ainda mais e a ordem era vender, resgatar e desalavancar. Assistimos então à forte reversão das tendências vigentes nos mercados. Ou seja, os preços das commodities e ações ligadas a este setor despencaram. O Dólar americano se valorizou rapidamente. As moedas que eram alvo de *carry trade* ou de países exportadores de commodities como o Dólar Australiano e o Real Brasileiro se desvalorizaram fortemente.

Pensando na metáfora do átomo de urânio da seção anterior, é como se o processo fosse revertido, ao invés de expansão,

temos agora um processo de implosão nuclear destrutiva. Até agora esta crise destruiu o valor das ações globalmente em aproximadamente 25 trilhões de dólares. Estima-se que o custo de re-capitalização do sistema financeiro mundial fique entre 1 e 2 trilhões, mas estas estimativas continuam sendo revisadas para cima.

### Depressão, Deflação?

Na fase atual da crise, o risco sistêmico foi bastante reduzido pela ação dos governos em resgatar o sistema bancário. Hoje, as principais instituições financeiras do mundo tem algum tipo de participação estatal relevante. O problema agora é o setor real da economia que foi bastante contaminado pela drenagem do crédito. No mundo desenvolvido vemos desemprego em forte alta, confiança de consumidores, empresários e investidores bastante abalada, EUA, Europa e Japão em recessão e as economias emergentes desacelerando rapidamente.

Como um motor que super-aquece e simplesmente funde, no espaço de poucos meses passamos de um forte crescimento econômico global e medo agudo de inflação para um medo de depressão e deflação. De fato, estamos passando pela maior crise do pós-guerra e muitos analistas começam a pensar na possibilidade de passarmos por um período de depressão e deflação como no início dos anos trinta.

Os números da crise de 1929 impressionam. Nos primeiros anos da década de trinta houve forte deflação. Num período de três anos os preços ao consumidor caíram quase 30%. A taxa de desemprego saiu de 3% para 25%! Ainda existem algumas controvérsias sobre as causas da grande depressão, mas o consenso parece pender para uma política monetária excessivamente apertada do FED, que não dispunha ainda da função de empréstador de última instância que poderia evitar falências bancárias que ameaçassem o sistema. A deflação fez com que as taxas de juros reais se elevassem rapidamente. Além disso, o caráter global da grande depressão corrobora a tese de que a rigidez do padrão ouro, sistema monetário da época, contribuiu bastante para o agravamento da situação.

Acreditamos que a possibilidade do mundo enfrentar algo parecido é remota frente a atual resposta dos governos à crise. Como em 2003, o FED já cortou juros para 1% a.a e deve continuar cortando nas próximas reuniões possivelmente levando a taxa para zero e fazendo política monetária expandindo a quantidade de dinheiro na economia. Na verdade, o FED já vem fazendo isso, a taxa de juros efetiva tem ficado abaixo da taxa-objetivo e o gráfico abaixo mostra a fortíssima expansão da Base Monetária dos EUA (papel moeda em circulação e reservas bancárias) através de amplos programas para dar liquidez ao sistema. Recentemente, a autoridade monetária americana anunciou um programa de compra de ativos atrelados às hipotecas que deve provocar a baixa das taxas de juros para o crédito imobiliário.

O que a verdade mostra é que passamos por uma grave crise de ideologia e de valores. Ou seja, a entidade “mercado financeiro”, que não passa de uma projeção de todos nós, não sabe, ao menos temporariamente, no que acreditar. O que mudou foi a percepção de que tanto o exagero do rumo comunista como o do rumo capitalista estavam errados. Descobriu-se que nenhum profeta ainda nos disse a verdade. Nem a intervenção absoluta do estado proposta pelo ideal comunista logrou êxito, e perplexo o mundo assistiu a derrocada da União Soviética, nem a regra da auto regulação capitalista se sustentou e agora,, atônito,, o mundo assiste as grandes dificuldades financeiras vividas pelos países e pelas maiores empresas do mundo ocidental. O muro de Berlim desmoronou e, o muro do livre mercado totalmente desregulado também. Quebrou-se o encanto.

Estamos em um momento de transição sem uma ideologia dominante ou sequer um líder que assuma o papel de herói, aquele que guiará o seu povo pelo deserto para terra prometida. Vivemos um momento sem fé, e sem fé não há confiança e, sem confiança não há crédito. Este talvez seja afinal o verdadeiro “bug do milênio” que todos tanto temiam. Houve, como há muito vem acontecendo, muito avanço tecnológico, mas pouco avanço em nossos fundamentos humanos. As pessoas estão sós, perdidas, desconfiadas uma das outras e oscilando, sem controle, entre períodos de distintos estados de humor. Nós nos conhecemos pouco e, por isso, atribuímos, facilmente, aos outros as culpas pelas nossas más escolhas. Em psicanálise entendemos este recurso como modalidades de defesas psíquicas (negação e projeção), que nos protege das nossas responsabilidades, mas nos impede de aprender com nossos erros.

Por outro lado, toda crise é um momento de mudança, no sentido de Erik Erikson, um antigo psiquiatra, que entendeu que estes períodos só podem ser avaliados futuramente, segundo a sua condução e evolução. Uma mudança só pode ser plenamente entendida quando esta alcançar um novo patamar de estabilização, que pode ser igual, pior, ou melhor do que aquele que o precedeu.

Podemos construir este novo modelo, orientados pelo aprendizado ou pelo medo. A construção pelo medo, que por hora prepondera, nos conduz por um caminho perigoso orientado por tudo aquilo que empregamos para nos proteger das ameaças. A construção pelo medo, no entanto, é, ela mesma, um dos próprios elementos constituintes do cenário de desconfiança e desconforto do qual nos sentimos vítimas. Ou seja, nossas ameaças moram dentro de nós e são elas que constroem nosso inferno. É como se uma pessoa com baixa estima se afastasse, preventivamente, de todos para não correr o risco de ser rejeitada, e que, na sua solidão, confirmasse a sua tese de não ser gostada por ninguém.

Hoje adotamos a estratégia defensiva do isolamento seguro, que, curiosamente, é o oposto do que nos foi oferecido pela globalização. A simples verdade é que não há fórmula mágica, nem saída fácil. Como acontece em muitos casos os mesmos instrumentos são bons ou maus dependendo do seu uso. Os sonhos como inspiração são indispensáveis e muito nos ajudam a viver, mas como substitutos da realidade operam a serviço da patologia, são meros delírios que nos cegam e diminuem as nossas chances de viver. Estamos em um momento singular em que podemos construir pelo nosso aprendizado, renunciando às promessas mágicas e místicas de felicidade ou simplesmente construir pelo medo, esperando que outra promessa messiânica venha em substituição às passadas. Podemos evoluir ou regredir. O futuro dirá.

\* Jiosef Fainberg é Médico Psiquiatra e Psicanalista do Rio de Janeiro

United States, Adjusted monetary base, SA, USD



Source: Reuters EcoWin

Todas as opiniões contidas nesta carta representam nosso julgamento até esta data e podem mudar sem aviso prévio, a qualquer momento. Este material tem caráter meramente informativo, não devendo ser considerado uma oferta de venda de nossos serviços.

A cada recessão, a economia americana parece precisar de mais estímulo para se levantar e é bastante razoável pensar que o seu patamar de crescimento será menor após esta recuperação, já que o consumo deve ser menor e a taxa de poupança deve se elevar. Estudos do Deutsche Bank apontam para uma redução na taxa de crescimento do PIB americano entre 0,5% e 1% a.a, dependendo da velocidade de ajuste na taxa de poupança do consumidor.

No final das contas o ciclo econômico permanece. Estamos de volta na fase em que os bancos centrais cortam as taxas de juros e geram liquidez para o sistema. As forças de ambição e medo continuarão movendo os mercados. Finalizada esta crise vamos ter um mundo com preços de ativos mais baixos e menos alavancagem. Acreditamos na capacidade dos agentes econômicos de reavivar a economia e o ciclo recomeçará. Como gestores de patrimônio, o nosso maior desafio neste momento é preservar capital, para só depois tentar identificar os ganhadores do próximo ciclo. ■

## TURIM

### Family Office & Investment Management

*Gerenciamento ativo e em tempo integral das diversas situações que envolvem a estratégia de longo prazo de uma família*



Tels. RJ (21) 2259-8015  
 SP (21) 3709-2680  
[www.turimbr.com](http://www.turimbr.com)