



COMENTÁRIOS SOBRE COISAS SIMPLES

Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

1. Complexo e Simples. Professores escrevem em *journals* especializados, numa linguagem complexa e num formato pasteurizado, seguindo convenções não escritas para publicar seus artigos. A maioria dos artigos trata de coisas pretensamente complicadas, enche os currículos dos professores, e ponto! Convido à leitura de um dos *journals* da Ares ou da Areuea.

Professores que são consultores, nessa função desvestem a beca acadêmica para aconselhar investimentos, ou ações estratégicas em corporações, devendo responder às demandas enunciando as coisas simples, com o objetivo de produzir informação capaz de dar sustentação a decisões. Trabalhar com as coisas simples não implica em fugir do rigor técnico. Documentos de análise de investimentos em real estate, por exemplo, devem tratar algumas coisas simples com muito rigor, tendo em vista os riscos que podem ficar mascarados nas decisões de investimento.

Estas Cartas do NRE-POLI não seguem os preceitos dos artigos dos *journals*. Buscamos estar muito perto do meio, colaborando com informação e conhecimento avançado. O NRE-POLI quer, por meio delas, transmitir a opinião prevalente no núcleo, com relação aos temas mais atuais do setor: os técnicos e os da conjuntura. Entendemos que ambientes de estudo como o nosso devem se dedicar à evolução do conhecimento, mas não para reservar a inovação para suas entranhas. Inovação só tem valor se servir para que a economia, os mercados e a sociedade ganhem força.

Nesse sentido e com este propósito, por meio destas Cartas procuramos tratar os assuntos como coisas simples¹.

Dedico esta Carta a temas do momento econômico, que são coisas simples e estão na raiz dos problemas da atualidade, mas que, talvez por serem tão simples, os

¹ Entretanto, nem sempre assestamos nosso foco com a devida acuidade. Um importante empresário do setor mandou um recado de que não lê as cartas que escrevo, porque elas são muito complicadas. Vou me corrigir!



articulistas e economistas não tenham enfatizado na mídia, deixando dúvidas na sociedade. Um grande empresário me perguntou: “onde estão os bilhões (agora são trilhões) de dólares que foram perdidos nesta crise”. A resposta é simples: o que se perdeu não foi riqueza, mas meios de pagamento e falso valor dos bens, muitos deles imobiliários, ancorados nesses meios de pagamento.

2. Crédito. Na origem dos mercados um homem produzia riqueza explorando a natureza, em excesso contra as suas necessidades, e trocava esse excesso por riqueza de outra espécie, produzida por outro homem. Os mercados evoluíram e a riqueza produzida pelos homens resulta em produtos e serviços mais complexos e sofisticados, tendo se introduzido a moeda, como bem intermediário de trocas.

A riqueza dos homens é expressa em moeda ou em bens, aos quais os mercados atribuem valor. Os bens podem ser trocados por moeda e tem seu valor referenciado em moeda, resultando que a riqueza dos homens se mede pelo seu equivalente em moeda.

Homens que acumulam mais riqueza do que podem desfrutar (moeda em excesso) guardam moeda para suprir necessidades ou anseios no futuro. Bancos, na sua atividade primária, prestam serviço de ser fiéis depositários dessa reserva de riqueza e, numa atividade derivada, contratam com os depositantes pagar uma certa renda (mais riqueza) para serem autorizados a “explorá-la”.

Os recursos mantidos nos bancos migram para o mercado por meio de empréstimos, criando-se aí meios de pagamento e não moeda adicional. Tanto o dono da reserva guardada no banco pode sacar contra ela, como o que pediu o empréstimo pode sacar o valor emprestado. O banco honra os dois saques, feitos sobre uma única riqueza depositada. Como o recurso sacado serve para fazer pagamentos no mercado e o saque é feito por meio virtual (ordem de pagamento, cheque, cartão de débito, TED), que voltam como depósitos, o sistema financeiro se equilibra entre saques e depósitos. O equilíbrio do sistema não é o tema desta Carta.

2.1. O meio de pagamento oferecido ao tomador do empréstimo é usado no mercado para adquirir riqueza, mas esse tomador deverá gerar riqueza no futuro para pagar o valor emprestado e mais a riqueza adicional demandada pelo banco (os juros), que será compartilhada com o dono da moeda que foi depositada no banco.

No financiamento à produção de um empreendimento residencial, por exemplo:

- cidadãos depositam suas poupanças em bancos, que emprestam recursos para uma empresa produzir habitações;
- na produção, a empresa compra bens e serviços. Os vendedores trocaram



riqueza por meios de pagamento, que se depositam nos bancos, como riqueza, e que voltam a circular sob a forma de outros empréstimos, fazendo mais meios de pagamento com âncora ainda na mesma quantidade de recursos (riqueza original).

Esse sistema é sempre instável, porque o seu equilíbrio depende da geração de riqueza no futuro, para liquidar as obrigações do passado. Se a velocidade de emissão de meios de pagamento for alta e havendo pressão para liquidação de todas as posições dos agentes envolvidos, o sistema fica vulnerável. Há que decorrer tempo adequado para a geração de riqueza futura, que servirá para liquidar as posições tomadas. Dai resulta o conceito de rolagem de um financiamento, que deverá acontecer quando ainda não decorreu o prazo adequado para o tomador gerar a riqueza que permite pagar o débito do financiamento tomado, ou porque não encerrou o ciclo de produção, porque se encontra estocado de produto, ou qualquer outro fator que não permita ao devedor adquirir liquidez no patamar dos seus débitos.

2.2. Quanto mais volume de meios de pagamento se oferece com suporte na mesma quantidade de moeda (riqueza), mais instável é o sistema. A questão é “a sociedade e os mercados suportam qualquer grau de instabilidade?”

A aversão ao risco que marca atualmente a economia global provoca a quebra dos ciclos de produção, elimina empregos e renda, porque o sistema produtivo tem que se ajustar a uma oferta de crédito em níveis inferiores à rolagem necessária para manter os patamares de produção. Essa é uma coisa simples de se perceber e simples de corrigir, mas que esbarra na soma dos medos, que faz o investidor não entregar recursos à confiança dos bancos que se mostram frágeis e os bancos não entregar recursos (riqueza dos seus clientes) ao risco de mercados com medo de comprar e de investir. O restauro da confiança no sistema financeiro corrige esse fator².

3. Securitização. Crédito no formato tradicional (banco prestador x tomador) tem menor expressão no sistema financeiro moderno, porque, na sua maioria representa o primeiro elo de uma cadeia. Os originadores de contratos de

² A queda da taxa de juros é necessária, seja porque o alto custo do dinheiro trava ainda mais o sistema, porque não há riqueza adiante capaz de pagar pelo uso da riqueza internada como poupança, desestimulando, portanto, a geração de riqueza no sistema produtivo, mas também porque o custo mais baixo dos recursos tende a fazer com que a riqueza existente produza meios de pagamento em maior alavancagem, induzindo à produção, geração de empregos (ou manutenção) e renda, essa sim representando riqueza. Entretanto, sem que o mercado reponha confiança no sistema financeiro, a economia não retoma, apesar da queda da taxa de juros.



crédito concebem meios de pagamento derivados inovadores, via títulos de investimento ancorados em créditos de toda ordem.

Esse modelo de atuação:

- acelera a geração de liquidez, porque alavanca recursos mais cedo do que a data de liquidação dos créditos concedidos, para serem dados em novos créditos;
- tira o risco de crédito dos bancos, passando aos títulos de investimento, resultantes da securitização dos créditos;
- acelera os resultados dos bancos, porque seus ganhos estão apoiados em diferenças de preços de colocação de títulos no mercado ou em honorários e comissões na sua venda para investidores.

Com estas vantagens, as janelas sempre estarão abertas para a produção de meios de pagamento ancorados em alguma riqueza a ser produzida adiante. Riqueza a ser produzida adiante, fomentando a criação de meios de pagamento presentes, pode ser o estopim de uma crise econômica complexa, porque nada garante que ela será gerada.

3.1. Securitização faz meios de pagamento. Para ficar dentro do ambiente do real estate, quando se faz a securitização dos recebíveis de crédito imobiliário, o que se produz é um meio de pagamento (título) no presente, mas que será pago com a riqueza produzida no futuro. Porque o título é meio de pagamento? Porque pode ser trocado por moeda, ou outro meio de pagamento, que se usa para adquirir riqueza. A colocação do título faz caixa para o originador, que pode comprar um terreno, um imóvel, um bem durável, ou registrar crédito num banco, contra o qual pode sacar para despesas ou compras de ativos.

O devedor da prestação securitizada precisa, nos 30 anos futuros, gerar riqueza para pagar a sua dívida, que já foi transformada em meio de pagamento hoje. O título tende a ser vendido para alguém que acumula riqueza, especialmente os fundos de pensão ou de investimento, que podem receber retorno dos seus investimentos em longo prazo.

Os recursos que os fundos dispõem são resultado do trabalho de pessoas, que poupam parte da riqueza gerada, em benefício de criar uma âncora para o seu futuro. Quando o fundo compra o título, troca riqueza por meio de pagamento, porque o título não encerra riqueza implícita, mas o direito de acesso à riqueza (a prestação do comprador da casa) que será produzida no futuro.

4. Quanto mais se produzem títulos de investimento, cujo objetivo é sacar recursos hoje contra a riqueza que será produzida no futuro, mais instável fica o sistema, tendo em vista alguns fatores:



- a liquidez aumenta, porque cresce o volume dos meios de pagamento, cujo destino privilegiado passa a ser a compra de ativos de valor mais evidenciado, como ações e imóveis, que tendem a ser precificados como se representassem reserva de valor;
- a desproporção entre esses ativos marcados ao seu fair value e o poder de compra na economia alavancado por meios de pagamento criados com âncora no futuro ativa a avidez de riqueza, levando os preços dos ativos para além do fair value³;
- a especulação sobre os preços dos ativos deriva poder de compra para os vendedores, disfarçado de riqueza, que os faz voltar para a economia buscando outros ativos pretensamente mais conservadores, com o objetivo de proteger a riqueza. Esses ativos protetores, são, em geral, financeiros, como as emissões de bancos ou os títulos derivados de procedimentos de securitização, marcados por notas de rating (risco de default) confortáveis.

Bancos de investimento e os outros estruturadores de títulos de investimento criativos, mais preços dos ativos para acima do seu fair value, fecham um círculo que se auto-alimenta, até que algum título entre em default.

5. Real Estate. Na securitização dos recebíveis em real estate, o default é resultado da incapacidade de gerar riqueza nivelada com a dívida constituída. O devedor não pode pagar a prestação, porque a indução à compra e geração da dívida, provocados pelo patamar de liquidez exagerado no passado recente, admitia um crescimento da renda do devedor, como resultado da exuberância da economia, que projetava índices expressivos de aumento de riqueza no futuro.

Cobrindo o título de investimento ancorado em recebíveis de real estate estão imóveis, que deveriam representar uma segurança contra os default. Mas esses imóveis, no ciclo da exuberância irracional, estavam precificados muito acima do seu fair value, porque a liquidez era grande e os especuladores dominaram a

³ Preço de transação adequado será o fair value de um ativo. O que é adequado é vago, mas pode-se dizer que, numa transação sem pressões, pela demanda ou oferta, é provável que aqueles que transacionam julguem o preço do ativo trocado levando ao seu valor adequado. Adequado pode ser também caracterizado como um preço que compreende uma margem de lucro compatível com as taxas de atratividade percebidas na economia para os diferentes segmentos de investimento, tomando em conta seu risco. Por exemplo, entende-se como adequado no mercado brasileiro um preço de habitação que leve a uma taxa de retorno dos investimentos no empreendimento no patamar de 16% a 25% ano. Esse intervalo é percebido quando se analisam os preços das ofertas contra os custos de produção e o espectro do intervalo se justifica pela diferença de risco entre os diferentes empreendimentos.



cena. Quando o default ocorre, não há valor imobiliário para ancorar o meio de pagamento. Fazendo uma leitura que vai do imóvel com preço especulativo, que gera uma dívida que só será paga se a renda do devedor crescer, dívida que ancora um título, que está internado num fundo de investimento, pago com recursos de riqueza gerada e que está guardada para o futuro, o que se vislumbra? Um círculo vicioso de geração de meios de pagamento, sem contrapartida de valor.

Quando o sistema voltar ao equilíbrio, os valores dos ativos voltarão para seu fair value e a mais valia, que não é moeda, mas o valor dado aos meios de pagamento (os títulos) se desvanece. Esse é um efeito equivalente a um Ponzi. Um efeito pirâmide se instala se todos compram tudo mais caro sempre, até que alguém não pode pagar, e, num efeito cascata, a sua reversão desvaloriza todos os ativos, até o equilíbrio, ou abaixo dele. Perdem todos, porque todos tem muito mais ativos do que moeda e os ativos estão internados como investimento a preços fora do seu valor⁴.

6. O que se viveu em todos os segmentos de investimento foi o ciclo da soma das fantasias, no qual as projeções continham um grau de euforia implícita, que se traduz em riscos e na precificação de ativos acima do razoável, para gáudio dos especuladores e dos seus sustentadores técnicos, alguns até formuladores de teorias econômicas. Entretanto, a realidade é que não há alternativa de crescimento contínuo da capacidade de geração de riqueza na mesma velocidade em que se produzem meios de pagamento através da criação de instrumentos derivativos de investimento e os default aconteceram e ainda estão por acontecer.

Aqui a teoria do caos se aplica na sua plenitude. Os ativos tóxicos vinculados ao real estate americano estão espalhados pelos fundos de investimento no mundo. Esses meios de pagamento, apoiados em ativos valorizados acima do fair value, devem se desvalorizar para chegar ao piso de valor de mercado. Esse mergulho na realidade afeta todos os agentes econômicos, que se retraem de comprar ativos, por não serem capazes de julgar seus preços adequados. A retração se espalha pelos mercados, porque as compras de bens e serviços mudam de patamar,

⁴ A National Association of Realtors reporta que, nos Estados Unidos, o preço médio das residências caiu 12,4% dentro do ano de 2008. Essa perda de substância dos ativos que garantem os títulos de securitização dos recebíveis não tem reflexo direto sobre o valor dos títulos, mas, havendo default, o reflexo da perda de valor é direto sobre o título. Economia deprimida, faltando emprego e renda faz default, que se reflete em perda de valor dos títulos que, pela alavancagem na securitização, pode se multiplicar, levando o valor dos títulos de hierarquia inferior na securitização a zero. Em geral a securitização produz séries de títulos, hierarquizados por privilégio no acesso a fatias do fluxo os recebíveis. Para os títulos de hierarquia inferior, uma queda do valor do lastro nesse nível, leva o seu valor a zero.



mais perto da riqueza disponível, e mais longe do nível alavancado pelos meios de pagamento gerados a preços artificiais - menor mercado, menores rendas e menos empregos. Cada indivíduo no mercado faz o efeito borboleta da teoria do caos e os bancos não tem mais meios de pagamento disfarçados de riqueza para redistribuir via outros meios de pagamento. Retração de crédito faz crise, porque as dívidas existentes só podem ser pagas com geração de riqueza, que se produz em níveis mais baixos, e, a cada giro das angústias, em níveis mais baixos ainda. O caos se mostra vivo e a mídia reverbera os seus reflexos enfática e continuamente.

A crise econômica é de não se acreditar nos agentes do mercado, dos bancos às empresas, porque, no ciclo atual, dominado pela soma dos medos, não há como identificar a dimensão dos mercados, seja pela riqueza que está sendo gerada ou pela oferta de meios de pagamento (crédito).

Ou seja, isso é uma coisa simples: os mercados não são resultado de equações ou teorias, mas da ação dos indivíduos nas transações. No domínio do medo e sem informação, ou credibilidade para dar apoio às decisões, o caos prevalece, valorizando-se toda informação negativa disponível - preços, empregos, prejuízos.....

Respondendo à questão de origem sobre “aonde foi o dinheiro?”. Coisa simples: não havia dinheiro, mas meios de pagamento a valores falsos, que serviram para comprar ativos por mais do que é o seu fair value. A economia só retoma quando os ativos e a riqueza estiverem nivelados a preços adequados.

7. Há outros fatores a considerar, que envolvem coisas simples, mas de cálculo mais complexo, quando se percebe o quanto bancos de investimento e fundos hedge foram capazes de induzir de confiança no mercado, para receber poupanças contra meios de pagamento ou ativos precificados muito além do razoável.

O processo de especulação foi tão longe, que muitos gestores de recursos, cuja responsabilidade de trustee, estranhamente, não vem sendo cobrada, seja pela mídia ou pelos formadores de opinião e articulistas, projetaram portfolios com elevado grau de alavancagem, apostando no crescimento indefinido do valor dos ativos, acima das taxas de juros dos fartos recursos (meios de pagamento) disponibilizados pelo próprio sistema financeiro.

Vejam um exemplo: o banco de investimento BancoA empresta para indivíduo adquirir uma residência em 240 prestações a juros de mercado. Esse recurso é entregue para a IncorporadoraA, que deposita os recursos no próprio banco e saca cheques contra o seu saldo para pagar fornecedores e, lógico, os bônus de desempenho, já que as vendas e os lucros são crescentes. A casa é financiada no sistema price, de forma que, passados, por exemplo, 24 meses, a uma taxa de juros



de 1,2% mês o saldo devedor ainda é 98% do valor original⁵. Os recebíveis dessa transação são internados num fundo de investimento em direitos creditórios FidcA, a uma taxa de juros de 1% ao mês, de que o BancoA vende cotas para investidores, ganhando 15% a vista, pela arbitragem de taxas de juros⁶. O BancoA recebe riqueza de um fundo de pensão FPensãoA na venda das cotas, cujos recursos são derivados para novo financiamento, no mesmo sistema e às mesmas taxas, para que os recebíveis sejam internados num FidcB e o ciclo seja retomado.

A riqueza internada no FPensãoA foi trocada por meios de pagamento do FidcA, que geraram um novo FidcB e assim sucessivamente, a riqueza vai sendo transformada em meios de pagamento, por meio de instrumentos que fazem lucros expressivos para os originadores.

Os lucros da securitização de créditos produzem os lucros e os bônus, que fomentam as compras de bens, que alimentam a geração de empregos e renda. Nos processos de securitização de créditos imobiliários (no Brasil via Cri ou Fidc e nos mercados internacionais via Cdo ou Siv) para transformar fluxos de recebíveis de ciclos longos em riqueza presente há risco de default. Para captar recursos conservadores, com arbitragem mais agressiva entre taxas de juros, são emitidos instrumentos de investimento seniores, marcados por rating AAA, que corresponde a uma fatia do fluxo de recebíveis. O saldo do fluxo fica ligado a instrumentos subordinados que restam nas carteiras dos originadores. Os lucros são apropriados, lançados nos balanços e computados nos bônus, mas parte deles está sob a forma dos títulos subordinados nas tesourarias. Com muita liquidez, sem qualquer pudor e isento de controle, inclusive interno das instituições, o mercado americano espalhou corretores de crédito imobiliário pelo mercado, para “dar crédito” a ser securitizado adiante. Default acima do desenhado nos modelos de partição dos fluxos de recebíveis e preços de imóveis muito acima do fair value provocou a reversão dos valores, dos títulos e dos imóveis, que deixam de ancorar os títulos, consumindo toda a mais valia artificial, inclusive imersa nos títulos AAA. O processo pode ser sofisticado na técnica, mas é uma coisa simples na sua lógica perversa.

Quando esse Ponzi é descoberto, porque as perdas se multiplicam, percebe-se que a combinação explosiva de bancos de investimento originadores de títulos de

⁵ Foram pagas 10% das prestações, mas a dívida original caiu 2%. Para taxa de juros entre 1,00% e 1,25%, o saldo remanescente ao meio do ciclo (120 meses) estará entre 77% e 82%.

⁶ Parte desse ganho é repartido para corretores e outra parte é usada para pagamento de despesas de estruturação e gestão de créditos. Todavia, o total é riqueza gerada sem lastro no presente, mas contando com o pagamento da dívida no futuro.



securitização, mais gestores de fundos de investimento, saiu do real estate e se enveredou por replicar o método tendo como sustentação ativos de valor mais volátil, como bens duráveis, veículos e até crédito sem lastro (cartões de crédito). Percebe-se outra distorção: gestores de bancos e fundos são bonificados pela performance aparente, porque não se mede resultado contra o risco internado no portfólio de investimento, mas resultado contábil imediato. Todos estão a salvo, mas quantos são parte do sistema que perpetrou o Ponzí?

As múltiplas evidências e a sua reverberação pela mídia explicam o estado atual da economia. Como decide cada agente econômico, e todos somos, ao optar por uma compra ou um investimento, repercute no andamento da economia, num evidente paralelo de como se formula a teoria do caos. O estado da economia atual é coisa simples de entender, na medida em que é o reflexo da soma dos medos.

O que se pode esperar adiante é:

- mais medo, caso não seja possível infundir confiança na sociedade (as pessoas, os mercados), papel reservado para os líderes políticos das economias de maior grandeza, com destaque evidente para os Estados Unidos, onde tudo começou a ser formulado e de onde se irradiou o descontrole;
- ou uma retomada suave do consumo e dos investimentos.

A questão não se restringe a como está a situação dos bancos e dos ativos tóxicos nos Estados Unidos, ou à oferta de crédito naquela economia e sua repercussão pelo mundo. A economia compreende o conjunto das ações dos indivíduos, mesmo que alguma indução possa ocorrer por meio de governos com credibilidade na sua sociedade. Enquanto o medo preponderar, o que deve persistir por mais algum tempo, tendo em vista que o ambiente no curto prazo será de patamar de liquidez mais moderado, faltarão empregos e renda, ficando o consumo e os investimentos reprimidos. Retirar ativos podres do portfólio dos bancos americanos pode infundir confiança nas instituições, mas só admitindo que a sociedade não tem memória, porque os dirigentes e os princípios de gestão permanecem os mesmos de antes e o problema reside aí. É necessário que estas instituições se apresentem diante da sociedade com uma nova face, porque aquele sorriso de jovem especulador agressivo e bem sucedido já não é mais o paradigma. Austeridade é que pode infundir confiança e esta não está evidenciada.

A meu ver, a reorganização da economia não envolve grandes sofisticções. Limpeza do cenário se produz por meio de ações simples, mas que devem ser implementadas com rigor, trocando-se atores. O sistema financeiro continuar operando sob as mesmas premissas e teorias de ontem é um problema.