

# Instabilidade financeira e ‘General Inverno’

**Carlos Braga**

**Valor, 20/10/2022**

**Frio pode barrar a contraofensiva ucraniana e permitir à Rússia reorganizar forças**

A economia mundial está desacelerando. Em fevereiro de 2022, o FMI projetava um crescimento de 4,4% em 2022 (e de 3,8% em 2023). As estimativas mais recentes (outubro/2022) apontam para um crescimento de 3,2% em 2022 (e de 2,7% em 2023). A desaceleração econômica é particularmente dramática no caso da Europa - as estimativas atuais sugerem um crescimento de apenas 0,5% para a região em 2023.

A Rússia aposta que o aumento da demanda por energia no inverno irá gerar a necessidade de racionamento com impactos significativos sobre as economias europeias. A crise britânica e o inverno aumentam a incerteza que caracteriza a economia mundial

Essa desaceleração econômica não surpreende já que Bancos Centrais ao redor do mundo vêm apertando os freios para combaterem níveis elevados de inflação, como discuti recentemente (Revoada dos ‘falcões’ e a ‘fada’ da confiança, **Valor**). A crise geopolítica no Leste Europeu e a política de Covid-Zero na China também contribuem para esse ambiente tóxico para o crescimento econômico. Dois fatores, porém, podem ampliar a crise nos próximos meses: a ameaça de instabilidade financeira e o papel do “General Inverno”.

A instabilidade financeira é um perigo bem conhecido. Como Hyman Minsky costumava alertar: “Estabilidade gera instabilidade. Quão mais estáveis os mercados estão e quão mais longo o período de estabilidade perdura, mais instáveis os mercados irão operar quando a crise ocorrer”. Crises financeiras têm trajetórias similares ao colapso de montes de areia. Os montes podem crescer substancialmente até que a adição de um simples grão de areia pode gerar uma “avalanche”.

Outubro de 2022 foi caracterizado por um episódio que se assemelha ao grão de areia proverbial. Esse episódio ocorreu no Reino Unido e as suas implicações para os mercados de pensão ao redor do mundo ainda estão sendo avaliadas. Tudo começou com apresentação de um mini-orçamento em 23/09/2022.

O então ministro da Economia, Kwasi Kwarteng, apresentou um plano de redução de impostos, ao custo de 45 bilhões de libras esterlinas, em paralelo com uma intervenção nos mercados de energia (custo de cerca de 60 bilhões de libras). Ao fazer isso, em um ambiente caracterizado por inflação elevada (ao redor de 10% nos últimos doze meses) e sem oferecer um plano consistente de financiamento, os anúncios do governo da primeira ministra Liz Truss provocaram um ataque especulativo contra os títulos públicos britânicos (gilts) e uma desvalorização significativa da libra esterlina.

Esses movimentos afetaram a estabilidade dos fundos de pensão britânicos. Planos de pensão recebem prêmios de seguro e os investem, tendo obrigações futuras de pagamentos de pensões como passivo. Com taxas de juros extremamente baixas e inflação reduzida nos últimos anos, fundos buscaram alternativas de investimento utilizando estratégias de alavancagem financeira.

Com o aumento recente de taxas de juros, essa estratégia gerou chamadas de margem (margin calls) para liquidar parte das perdas acumuladas. Isso produziu um “estouro da boiada” com fundos obrigados a venderem ativos líquidos (principalmente gilts), contribuindo para um círculo vicioso que levou a uma desvalorização ainda maior dos títulos britânicos.

A crise de liquidez dos fundos exigiu uma intervenção temporária do Banco da Inglaterra e gerou a crise política que culminou com a substituição do ministro da Economia. Fica a questão se os mercados irão se estabilizar ou se novas intervenções do Banco Central serão necessárias, em conflito com a sua política anti-inflacionária.

As declarações recentes do novo ministro da Economia (Jeremy Hunt), basicamente cancelando várias das políticas anunciadas em setembro, acalmaram os mercados. Cabe assinalar que os ativos de fundos de pensão no Reino Unido correspondem a 118,5% do PIB do país (a relação entre ativos de fundos de pensão e o PIB é da ordem de 95,8% nos Estados Unidos e de 13,1% no Brasil). Se a crise de liquidez se transformar em uma crise de solvência, os efeitos globais podem ser avassaladores.

Esse choque financeiro ocorre em paralelo com o choque econômico da guerra na Ucrânia. A história da Rússia é marcada por momentos em que conflitos militares foram influenciados por condições climáticas. A expressão “General Inverno” se tornou popular em explicações sobre alguns dos sucessos militares russos.

Em 1708/09, as tropas invasoras do Rei Carlos XII enfrentaram um dos invernos mais rigorosos da história (estima-se que quase metade dos soldados suecos morreram em virtude do frio), facilitando a vitória do Tzar Pedro I na Batalha de Poltava. Em 1812, as tropas de Napoleão, já em retirada, foram dizimadas pelos russos com o apoio do “General Inverno”. Napoleão, em uma carta para a Imperatriz Marie Louise, disse que o “... inverno foi o nosso desastre”. Na Segunda Guerra Mundial, o inverno teve um papel importante na batalha por Stalingrado (1942-43).

A expectativa é que o inverno irá dificultar a atual contraofensiva ucraniana. Uma eventual estabilização do front permitirá à Rússia reorganizar as suas forças e incorporar (e treinar) novos soldados mobilizados. Mas o papel do “General Inverno” pode ser mais decisivo no que tange à estabilidade da coalizão aliada.

As sanções impostas à Rússia têm impactado a economia do país, mas enquanto a Rússia conseguir escoar as suas exportações para outros países (como China, Índia e Turquia) os seus efeitos serão amortecidos. As respostas da Rússia, por sua vez, vêm gerando custos substantivos para as economias europeias. Preços de gás e eletricidade aumentaram até 15 vezes em alguns mercados quando comparados aos preços de 2021. A Rússia aposta que o aumento da demanda por energia no inverno irá gerar a necessidade de racionamento com impactos significativos sobre as economias europeias. Nesse contexto, o apoio político, econômico e militar para a Ucrânia se tornaria crescentemente impopular.

A crise britânica e os efeitos do “General Inverno” aumentam a incerteza que caracteriza a economia mundial e a estabilidade da aliança ocidental contra a Rússia. 2023 promete.

**Carlos A. Primo Braga é professor associado da Fundação Dom Cabral e ex-diretor de Política Econômica e Dívida do Banco Mundial.**