

## SEÇÃO I – ECONOMIA INTERNACIONAL

### A Caravana e a Bolha (Um Espetáculo Pós-Moderno)

Antonio Carlos Macedo e Silva<sup>1</sup>

#### Introdução

2004, 28 de janeiro: o FOMC (Comitê de Mercado Aberto do FED), divulga, como de praxe após suas reuniões, o breve comunicado em que explica sua decisão relativa à *FED funds rate*.<sup>2</sup> “O Comitê acredita que pode ser paciente na remoção de sua política de acomodação”, reza o texto. Na nota anterior, de 9 de dezembro, o Comitê dizia acreditar “que a política de acomodação pode ser mantida por um período considerável”. Cidadãos desavisados talvez tivessem ignorado a mudança, interpretando-a como uma opção pela variedade do estilo. Os mercados, porém, escolados no jogo do *FED watch*, lêem no comunicado um indício forte da aproximação do momento de troca de sinais na política monetária. Perspectivas de aceleração do crescimento econômico e crescimento dos preços geram expectativas de elevação da *policy rate*. Sob o dólar, sobem as taxa de juros de longo prazo, caem os preços das ações e dos *bonds* norte-americanos; sobe o risco e caem os preços dos títulos dos mercados emergentes.

Cinco de março: o relatório do BLS (Bureau of Labor Statistics) sobre a situação do emprego tem sobre os mercados o impacto de um atentado a bomba.<sup>3</sup> Os dados (que serão revistos no mês seguinte) registram um crescimento pífio do emprego não-agrícola: somente 21.000 novas

vagas criadas em fevereiro, numa economia que normalmente precisa gerar algo em torno de 125 a 170 mil postos para evitar o crescimento do desemprego. Nesse caso, o FED talvez só eleve as taxas de juros após as eleições de novembro. Mudam as apostas: cai o dólar; sobem as ações e os *bonds*; cai o risco, sobem os títulos emergentes.

Dois de abril: novamente o relatório sobre o emprego. Ôps, erramos: os 21.000 novos postos de fevereiro foram de fato 46.000, os 97.000 de janeiro foram 159.000. E, ainda mais importante, os dados preliminares para março indicam um crescimento de 308.000 postos, no melhor resultado mensal em 4 anos. Bem, então volta a ser provável que o FED aumente os juros no verão, o mais tardar em setembro: o dólar sobe, os *bonds* (emergentes inclusive) caem; desta vez sobem as ações, dadas as perspectivas de bons resultados por parte das empresas.

Choques e repercussões acentuadas – dos quais somente alguns foram acima referidos – têm marcado o ano de 2004. O epicentro está, como sempre, nos Estados Unidos. A situação é inusitada: o retorno da economia norte-americana a um crescimento “normal” é aguardado com ansiedade, previsto (quase) por consenso e ao mesmo tempo temido pelos mercados.<sup>4</sup> Paradoxalmente, o inusitado já não surpreende. O *boom*, a bolha, a breve recessão; a recuperação *job-loss*, a prodigalidade do consumidor norte-americano, a queda dos juros e dos *spreads*, o crescimento dos lucros e da produtividade, as novas bolhas: os últimos dez anos foram uma sucessão de surpresas (entre as quais se incluem, é claro, os eventos ditos “geopolíticos” de 2001 para cá).

<sup>1</sup> Com os agradecimentos a Fábio Salim e Diego Martinez, bolsistas de iniciação científica do PIBIC-CNPq. O texto incorpora os dados disponíveis até o dia 1/5/2004.

<sup>2</sup> Trata-se da *policy rate* norte-americana, a taxa de juros de curto prazo que o FED procura assegurar por meio de suas operações de mercado aberto.

<sup>3</sup> Assim se expressou um executivo da Lehman Brothers, em depoimento colhido pela agência Reuters: “Acho que nunca vi as pessoas tão chocadas por um número – toda a sala de operações paralisada, fitando as telas por minutos após a divulgação”.

<sup>4</sup> Para ser mais exato, há similaridades, destacadas por vários analistas, entre o período corrente e a recuperação posterior à recessão de 1990, bem como entre o ano corrente e o de 1994 (quando a elevação dos juros pelo FED resultou numa forte desvalorização dos títulos mais longos).

Mas o hábito da surpresa não faz os mercados mais tranquilos, nem mais... “monásticos”. As surpresas enfraquecem o grau de confiança nas convenções a que recorrem os agentes para varrer para debaixo do tapete a incerteza em meio à qual formulam suas expectativas. Por outro lado, o próprio instrumento ao qual recorreu o FED desde a recessão de 2001 – a redução da taxa de juros e sua manutenção num patamar muito baixo – gerou, ao lado de efeitos positivos e desejáveis (como a recuperação dos balanços do setor produtivo), um aumento da alavancagem e da exposição ao risco de juros por parte de agentes financeiros. Em outros termos, uma nova farrá especulativa, que tanto pode desacelerar calmamente quanto implodir de forma abrupta, devido a fatos novos ou à própria evolução das expectativas dos mercados quanto aos pensamentos, atos, palavras e omissões de Greenspan e seus colegas na diretoria do FED.

Disso resulta a volatilidade observada em muitas variáveis no decorrer deste ano. Com a perícia possível e (muita) sorte, a política econômica norte-americana – não só monetária como fiscal – poderá sustentar o crescimento esperado, neste ano, para a economia global. Terá, nesse caso, obtido sucesso em conduzir a caravana pela trilha ao longo do despenhadeiro. Convém, durante o trajeto, estarmos cientes de que o despenhadeiro está lá. E de que, do ponto de vista dos mercados, o êxito não será menos celebrado se, por um infeliz acaso, algumas das carroças do terceiro mundo rolarem serra abaixo (ou ficarem para trás, a imergir lentamente em areias mais que movediças).

O próximo item dessa seção apresenta uma breve síntese das expectativas de crescimento econômico para o ano corrente. O último item concentra-se na análise da economia norte-americana.

## 1 O cenário global: feliz 2004 para todos nós?

Nas contas do FMI,<sup>5</sup> o crescimento real do PIB global vem se acelerando ano a ano desde 2001, ano em que despencou para 2,4%, após a taxa 4,7% atingida em 2000. Em 2002 e 2003 as taxas foram, respectivamente, de 3,0% e 3,9%.<sup>6</sup> Para este ano, a previsão é de 4,6%, muito próxima do pico de 12 anos de 2000. A expectativa de uma aceleração é, de fato, praticamente geral.

Após um leve declínio em 2001 e um crescimento de apenas 2,5% em 2002, o comércio internacional aumentou 4,5% no ano passado, excedendo em 50% as expectativas iniciais da OMC, calibradas pela guerra no Iraque e pela eclosão da SARS. A expectativa da organização para o ano corrente é de um crescimento de 7,5% (superior à média, nos anos 90, de 6,5% anuais).<sup>7</sup>

Após a breve recessão norte-americana de 2001 – e a conseqüente desaceleração global – o crescimento econômico distribuiu-se entre os países de forma heterogênea. É possível identificar claramente um conjunto de líderes: países cujo crescimento, nos dois últimos anos foi não apenas relativamente elevado como crescente. Tal padrão verificou-se – surpresa? – nos Estados Unidos e em parte significativa da chamada “Ásia dinâmica”.<sup>8</sup>

Nos Estados Unidos, o crescimento passou de 0,3% em 2001 para 2,4% em 2002 e 3,4% em 2003; as expectativas para 2004 são de uma taxa

<sup>5</sup> IMF. *World Economic Outlook*. Apr., 2004a.

<sup>6</sup> Variação real do PIB, medida com base na paridade de poder de compra.

<sup>7</sup> O comércio internacional de bens montou a US\$ 15,2 trilhões em 2003. Os Estados Unidos responderam por 13% desse valor, seguidos pela Alemanha (9%), pelo Japão (5,6%) e pela China (5,58%).

<sup>8</sup> O grupo de países classificado como “Ásia em desenvolvimento” pelo FMI (que exclui os Coréia, Taiwan, Cingapura e Hong Kong) passou a responder, em 2003, por 23,8 do PIB global (medido em PPP), contra 22,4% em 2001. A participação do grupo “hemisfério ocidental” (América Latina) caiu de 8,0% em 2001 para 7,6% em 2003. Dados do WEO Database, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2004/01/data/index.htm>.

superior a 4%. Na China,<sup>9</sup> no mesmo período, subiu de 7,5% para 8,0% e daí para 9,1% (a mais alta taxa desde 1996). Fenômeno semelhante verificou-se na Tailândia (6,7% em 2003), na Índia (7,4%), na Malásia (5,2%), nas Filipinas (4,5%), na Indonésia (4,1%) e em Hong Kong (3,3%).<sup>10</sup>

Já a economia japonesa, que crescera 0,4% em 2001, recuperou-se da contração de – 0,3% em 2002, crescendo a uma taxa de 2,7% em 2003. Coreia do Sul e Taiwan apresentaram desempenho também oscilante. Na primeira, o crescimento foi de 3,8% em 2001, 7,0% em 2002 e 3,1% em 2003. Em Taiwan, para os mesmos anos, foi, respectivamente, de –2,2%, 3,6% e 3,2%.

No núcleo duro da Eurolândia (França, Alemanha e Itália), a trajetória foi exatamente oposta: crescimento cada vez menor nos últimos três anos, próximo de zero ou mesmo negativo (–0,1% na Alemanha) em 2003. Neste ano, a Eurolândia como um todo cresceu somente 0,4%, contra 1,6% em 2001 e 0,9% em 2002.

A América Latina oscilou, com baixo crescimento em 2001 (0,4%), contração em 2002 (–0,1%, determinada pela forte queda do PIB na Argentina e na Venezuela, não compensada pelo medíocre crescimento brasileiro e mexicano) e alguma melhora em 2003 (1,7%); nesse último ano, a recuperação na Argentina e uma taxa mais alta no México compensou a estagnação brasileira (e a contração ainda mais profunda na Venezuela, de –9,2%).

Ao que parece, o mundo agora caminha para uma ordem (um pouco mais) unida. As expectativas para 2004 são de um crescimento global não apenas mais rápido como mais bem distribuído. Uma pesquisa junto a fontes como bancos de investimento e os *polls* de opiniões

coletadas pelo *Economist* mostra previsões de crescimento positivo para as três ou quatro dezenas de países mais relevantes. Mais do que, isso, com raras exceções, mostra previsões de crescimento, em 2004, significativamente superior ao de 2003. Isso inclui os retardatários dos últimos anos, como América Latina e Eurolândia, onde o crescimento deve aumentar (agora segundo o FMI) em 2,2 pontos percentuais no primeiro caso e em 1,3 no segundo.<sup>11</sup>

O Japão é, talvez, a mais importante aposta na aceleração do crescimento. Trata-se, afinal, da segunda economia global (a taxas de câmbio de mercado), enredada numa armadilha de baixo de crescimento desde 1992. O crescimento verificado no último trimestre de 2003, de 1,6% (variação real sobre o trimestre anterior), ou 6,4% anualizados, foi simplesmente o maior em 13 anos. Um outro possível bom sinal está no fato de que o saldo comercial tenha sido responsável por apenas 25% desse crescimento.<sup>12</sup> O resto deveu-se à demanda doméstica, com destaque para o investimento privado não-residencial (62,5% do crescimento); não se pode descartar a hipótese, contudo, de que parte substancial desse investimento seja motivada menos pelo comportamento e perspectivas da demanda interna do que pelas exportações para a China (ver abaixo).

É bem verdade que os preços ao consumidor ainda caem (a deflação foi de 0,2% entre dezembro e janeiro deste ano), onerando os agentes cujas dívidas têm seu valor fixo em inenes.<sup>13</sup> Porém, com a recuperação dos lucros, as

<sup>9</sup> Dados extraídos de IMF (2004a).

<sup>10</sup> Padrão semelhante foi observado no leste europeu (Rússia exclusive), onde o crescimento aumentou de 0,3% em 2001 para 4,4% em 2002 e 4,5% em 2003.

<sup>11</sup> Na Eurolândia, a taxa de crescimento vem acelerando – discretamente – desde o segundo trimestre de 2003. Neste ano, o consumo privado e governamental foram as principais fontes de crescimento, compensando com escassa margem a contribuição negativa da formação bruta de capital fixo e das exportações líquidas. ECB (2004). *Monthly Bulletin*, April.

<sup>12</sup> Dados do ESRI (Economic and Social Research Institute), do governo japonês, em <http://www.esri.cao.go.jp/>.

<sup>13</sup> Por outro lado, os preços no atacado têm aumentado, e – talvez ainda mais importante – há indícios de que a queda dos preços da terra pode estar chegando ao fim. The Economist Global Agenda. *Eastward ho!* <http://www.economist.com/agenda>.

empresas têm conseguido promover uma substancial redução em suas dívidas; segundo o *Economist*, a relação entre dívidas empresariais e PIB caiu de 125% em 1996 para 90% hoje em dia.<sup>14</sup> A melhora nos balanços das empresas, juntamente com a forte valorização das ações durante este ano (promovida fundamentalmente pelos pesados influxos de investimento de portfólio no Japão), tem efeito favorável sobre a situação dos bancos (como credores e proprietários de ações), outro dos nós estruturais da situação japonesa. Embora o volume total de empréstimos continue a contrair-se, a reversão poderá estar próxima.<sup>15</sup>

As últimas notícias relativas à economia japonesa (entre as quais a divulgação em fins de março do chamado Tankan, mostrando expectativas empresariais mais otimistas do que o previsto), levaram o *poll* de *forecasters* a elevar suas previsões de crescimento, para 2004, de 2,6% para 3,2% – o que poderia ser a taxa mais elevada desde 1996.

Se a grande aposta é o Japão, uma das principais incógnitas é a China. Segundo Stephen Roach, durante 2003, a demanda chinesa respondeu por 32% do aumento das exportações japonesas e aproximadamente 30% do crescimento japonês no segundo semestre. “Mais do que isso, parece que o dispêndio em capital – outra sólida fonte da aceleração do crescimento no Japão – obteve apoio considerável da expansão da capacidade por parte das indústrias mais beneficiadas pela expansão do comércio com a China”.<sup>16</sup> Dado o baixo crescimento do consumo interno, a performance de vários países asiáticos –

além do Japão, Coréia e Taiwan – permaneceria refém do crescimento chinês.

Verdade ou não, uma desaceleração do crescimento chinês seria um fato em si mesmo da maior importância. Trata-se, como se sabe, da sexta economia do mundo (a taxas de câmbio mercado) ou da segunda (com base na paridade de poder de compra). Nos últimos 25 anos, nenhum país cresceu mais rapidamente do que a China. Segundo o *Economist*, o país gerou 25% do crescimento global nos últimos 5 anos.<sup>17</sup> Já o JPMorgan estima que, no ano passado, o crescimento das exportações e importações chinesas (respectivamente, 8,1% e 7,2%) teria respondido por 17,0% do crescimento das exportações globais e 16,5% do crescimento das importações (sobre o impacto da China no comércio internacional, ver a seção 3 deste relatório).

O crescimento da economia chinesa, neste primeiro trimestre do ano, foi, segundo dados oficiais,<sup>18</sup> de 9,7% (em relação ao primeiro trimestre do ano passado). O aumento do investimento em capital fixo, calculado pelo mesmo critério, foi de 43,0%.<sup>19</sup> Em termos reais, a renda nas regiões urbanas aumentou 9,8%.

O governo chinês vem, desde o ano passado, emitindo sinais que demonstram a intenção de reduzir o crescimento a níveis considerados mais sustentáveis. Ma Kai, que comanda a Comissão para o Desenvolvimento e a

---

<sup>14</sup> *The Economist* Japanese company debt – an end in sight, Feb. 12, 2004. Ver, também no *Economist*, A renewed force in Asia, Feb. 18, 2004.

<sup>15</sup> Feldman, R. A. *Japan: loan growth is back (in some places)*. Morgan Stanley. Global Economic Forum, Apr. 2, 2004. [www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040402-fri.html](http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040402-fri.html).

<sup>16</sup> Roach, S. Global: pondering Asia. Morgan Stanley. Global Economic Forum, Apr. 5, 2004a. <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040405-mon.html>.

---

<sup>17</sup> Medido com base na paridade de poder de compra. *The Economist*. The temperature is rising, Apr. 15, 2004. Empregando o mesmo critério de mensuração, Roach (2004a) lembra que a região asiática (Japão inclusive) responde agora por 33% da economia global, contra 21% dos Estados Unidos e 16% da Eurolândia.

<sup>18</sup> National Bureau of Economic Statistics. *GDP rose by 9,7% in the first quarter*, Apr. 16, 2004. [http://www.stats.gov.cn/english/newsandcomingevents/t200401416\\_402144253.htm](http://www.stats.gov.cn/english/newsandcomingevents/t200401416_402144253.htm).

<sup>19</sup> Roach estima que a formação bruta de capital fixo tenha gerado 43% do PIB em 2003. Roach, S. *Shades of 1994*. Morgan Stanley. Global Economic Forum, Apr. 5, 2004b. [www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040412-mon.html](http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040412-mon.html).

Reforma Nacionais, definiu como meta para 2003 um crescimento de somente 7,0%.<sup>20</sup> No ano corrente – para os quais os mercados esperam um crescimento semelhante ao de 2003, da ordem de 9,0% – as declarações tornaram-se mais explícitas e as iniciativas mais freqüentes.

Numa linguagem incomum em comunicados do gênero, o National Bureau of Statistics explicita que “os principais problemas” são o crescimento “demasiadamente acelerado do investimento”, o “investimento cego” e “as construções redundantes em algumas indústrias e regiões”. Resultam disso transtornos como estrangulamentos “nas principais matérias-primas, energia e transporte” e aumentos de preços. Em meados de abril, o Banco Central chinês elevou os depósitos compulsórios do setor bancário (de 6,0% para 7,5%). Foi essa a terceira medida no sentido da contenção dos empréstimos adotada nos últimos oito meses. Juntamente com aumentos do compulsório e das taxas de empréstimos e de desconto cobradas pelo Banco Central, o governo vem exercendo pressões sobre os bancos para que estes restrinjam os empréstimos para setores particularmente aquecidos,<sup>21</sup> como aço, automóveis, cimento, alumínio e imóveis. Parte importante do problema está no nível da inadimplência<sup>22</sup> e no risco de que o sobre-investimento venha a potenciar os problemas já existentes no sistema bancário.<sup>23</sup> O mês de abril, por sinal, encerrou-se com boatos de

---

<sup>20</sup> Reuters. *China seeks to dodge economic “ups and downs”*, Mar. 5, 2004.

<sup>21</sup> *The Economist*. *China’s economy – losing its balance*, Mar. 18, 2004. Para descrições mais detalhadas das medidas, ver, por exemplo, Yam, D.; Xie, A. e Lam. *China: the second tightening move*. Morgan Stanley: Global Economic Forum, Mar. 10, 2004. [www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040329-mon.html](http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040329-mon.html).

<sup>22</sup> Segundo Greenspan (em comentários remetidos ao Congresso após audiência em 12 de fevereiro de 2004), embora os bancos chineses informem a existência de “*bad debts*” da ordem de 15% dos empréstimos, analistas de mercados “estimam que o verdadeiro nível de *non-performing loans* entre os bancos chineses seja da ordem de 40% a 50%”. Por essa razão, aliás, Greenspan reconhece que seria temerário caminhar rapidamente na direção da liberalização financeira.

<sup>23</sup> Xie, A. *China: rising hard-landing risks*, Apr. 13. Morgan Stanley: Global Economic Forum, Mar. 10, 2004. [www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040413-tue.html](http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040413-tue.html).

que o Banco Central elevaria as taxas de juros pela primeira vez em nove anos.

Vários analistas destacam o fato de que, dez anos atrás, a China atravessava também uma situação de superaquecimento. Na opinião do *Economist*, porém, as diferenças também são marcantes: em 1993-94, “o investimento cresceu a uma taxa superior a 60%, o crescimento do PIB atingiu um pico acima de 15% e a inflação chegou a 28%”;<sup>24</sup> a inflação atual é baixa (o índice de preços ao consumidor estava no primeiro trimestre apenas 2,8% acima daquele relativo ao mesmo período no ano anterior), a bolha imobiliária está restrita a umas poucas cidades e o mercado acionário chinês foi dos menos beneficiados pela recuperação das ações em 2003. Não é possível, porém, aquilatar com um mínimo de confiança qual seria o impacto de uma desaceleração num contexto de excesso de capacidade instalada e de endividamento. Vale lembrar que, segundo as próprias autoridades chinesas, um crescimento anual da ordem de pelo menos 7% é indispensável para garantir emprego a uma população em rápido processo de urbanização. O risco é que a emenda saia pior que o soneto, e a política de desaceleração acabe promovendo um tombo da economia.

*Mutatis mutandis*, administrar o sucesso é também uma preocupação para a economia norte-americana.

## 2 A economia norte-americana e a volta da bolha (a vingança?)

Quando um agente gasta, outro recebe. Quando, durante um período de tempo, um agente gasta mais do que recebe, algum outro agente necessariamente recebe mais do que gasta. Proposições óbvias como essas nem por isso são inúteis.

Se o governo gasta mais do que recebe, os agentes privados recebem mais do que gastam.

---

<sup>24</sup> *The Economist*. *The temperature is rising*, Apr. 15, 2004.

Numa economia fechada (ou na qual o déficit corrente externo é desprezível, como nos Estados Unidos até meados dos anos 80), o déficit público gera superávit privado, cuja apropriação se distribui de alguma forma entre empresas e famílias.<sup>25</sup>

No caso norte-americano, no período do pós-guerra, de forma geral, as contas governamentais acusaram um déficit que determinou contas privadas superavitárias. Mais especificamente, a normalidade consistia em saldos financeiros positivos por parte das famílias e negativos por parte das empresas. As famílias, tomadas como um todo, gastavam na aquisição de bens e serviços um valor inferior ao total de rendimentos por elas recebido; com isso (e sem deixar de recorrer ao crédito ao consumidor e ao financiamento imobiliário), acumulavam ativos financeiros contra as empresas e contra o governo. O conjunto das empresas, por seu turno, realizava mais ou menos sistematicamente um dispêndio total superior a seus rendimentos, financiado com o recurso a capital de terceiros.

Fazia parte da normalidade, igualmente, o aumento do déficit público nas recessões e nos trimestres subseqüentes. Resultava daí, nesses períodos, o crescimento do saldo financeiro do setor privado como um todo; elevavam-se os saldos financeiros das famílias, ao passo que os déficits das empresas contraíam-se, convertendo-

---

<sup>25</sup> O raciocínio aqui exposto baseia-se na metodologia desenvolvida por Wynne Godley. Note-se que o conceito de saldo financeiro é calculado (por exemplo no caso das famílias) deduzindo-se dos fluxos de renda a totalidade do dispêndio em bens e serviços (incluindo portanto o investimento em imóveis). Não se trata, portanto, do conceito habitual de poupança. O saldo financeiro de um setor, quando positivo, evidentemente implica a aquisição de algum tipo de ativo financeiro. Saldos financeiros negativos são evidência da acumulação de passivos (ou de redução de reservas) empregados para financiar aquisições de bens e serviços. Nada impede, por outro lado, que um determinado setor tenha saldo financeiro positivo e mesmo assim apareça como tomador líquido de empréstimos que, utilizados para financiar a aquisição de ativos financeiros (ou ativos no exterior), não alteram os dois lados da equação pela qual se calcula o saldo financeiro.

se muitas vezes em superávits – não muito duradouros, de vez que as empresas logo voltavam à emissão líquida de passivos de forma a financiar o crescimento da atividade.<sup>26</sup>

Como se sabe, o ciclo de expansão recente, em seu auge a partir de meados dos anos 90, caracterizou-se pelo aprofundamento do déficit corrente norte-americano (que já nos anos 80 passara a distorcer a trajetória do saldo financeiro privado como reflexo invertido do déficit público) e pela acumulação de déficits privados de grande monta, não só do setor empresarial (o que, como se disse acima, é constitutivo dos períodos de expansão) como também das famílias. Estas, portanto, endividaram-se fortemente, financiando com isso a aquisição de imóveis e bens de consumo. O déficit privado elevado possibilitou a acumulação, durante uns poucos anos, de um superávit igualmente incomum nas contas públicas.

A partir da recessão e durante o governo Bush, a combinação desses agregados macroeconômicos sofreu novas alterações. A mais importante delas consistiu no mais rápido aumento do déficit público observado na economia norte-americana desde a Segunda Guerra Mundial. Em poucos trimestres, superávits da ordem de 1,2% do PIB converteram-se em déficits de 4%. Parte da diferença “vazou” para o exterior, na forma de um déficit corrente que até agora não parou de crescer. Parte importante, porém, converteu-se em superávits de vários segmentos do setor privado. Nos estertores da “nova economia”, o velho mecanismo anticíclico da economia norte-americana voltou a mostrar sua eficiência.

O lado mais conhecido da outra política anticíclica – a monetária – consistiu na promoção de cortes sucessivos da *FED funds rate*, que caiu de

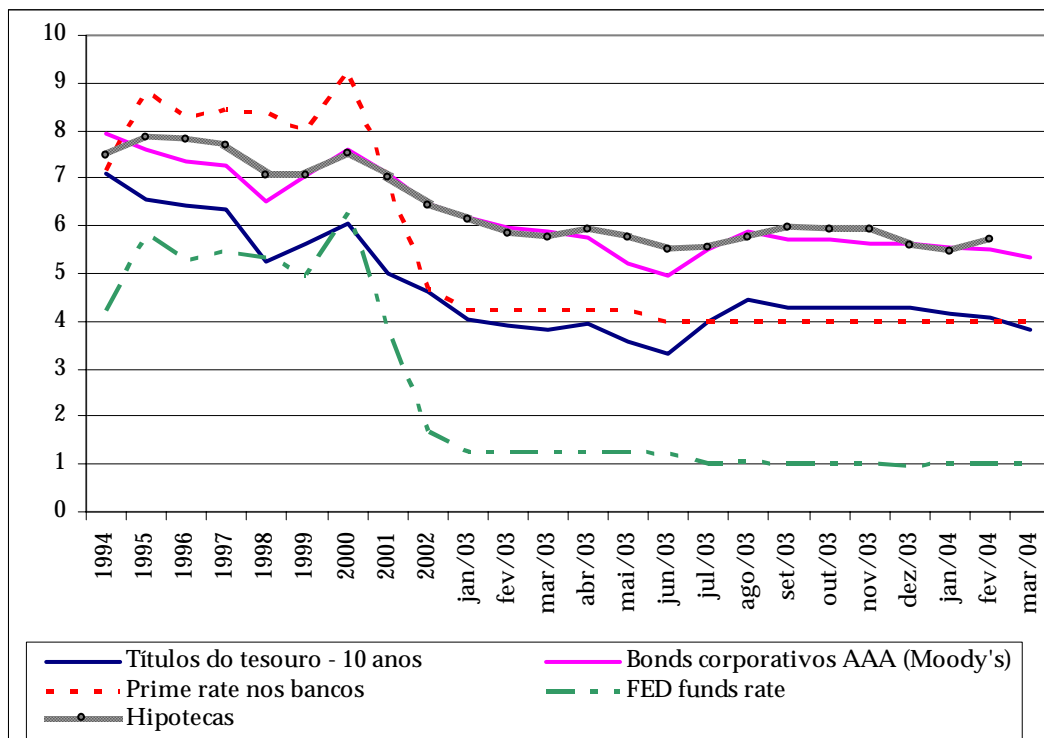
---

<sup>26</sup> Para uma ilustração, ver o Gráfico 9 na SEÇÃO I de *Política Econômica em Foco*, n. 1, maio/ago. 2003.

6% em janeiro de 2001 para 1% em junho de 2003.<sup>27</sup> Porém, a política monetária adotada é menos notável pela intensidade do que pela persistência. Segundo publicação do Financial Markets Center,<sup>28</sup> desde que “a recessão de 2001 terminou formalmente (...), o FED de Greenspan adotou uma política singularmente acomodatória. Nas oito recessões que ocorreram entre 1953 e 1991, o FED esperou em média três meses após o vale antes de elevar a taxa de juros de referência – e nunca esperou mais do que cinco meses antes de

elevar a *funds rate*”. Contudo, prossegue o texto, “nos seis trimestres após o vale de 2001, a FED *funds rate* caiu tanto em termos nominais e reais – a única vez em que isso ocorreu numa recuperação após o acordo com o Tesouro,<sup>29</sup> à exceção do período de crescimento igualmente *jobless* que se seguiu à recessão de 1991”. A baixa inflação, a demora na recuperação da produção industrial e a substancial destruição de empregos foram os responsáveis por isso. A redução na *policy rate* norte-americana foi acompanhada de reduções (variadas) em taxas mais longas (ver Gráfico 1).

**Gráfico 1**  
Taxas de juros e retornos de *bonds* (% anual)



Fonte: Council of Economic Advisors (2004). *Economic Indicators* (Mar., 2004).

<sup>27</sup> Em termos reais, a *FED funds rate* efetiva passou, no período, de 2,25% para -0,89%.

<sup>28</sup> Financial Markets Center. *FOMC Alert*. The Bush FED in perspective, v. 7, n. 1, Winter, p. 6, 2003.

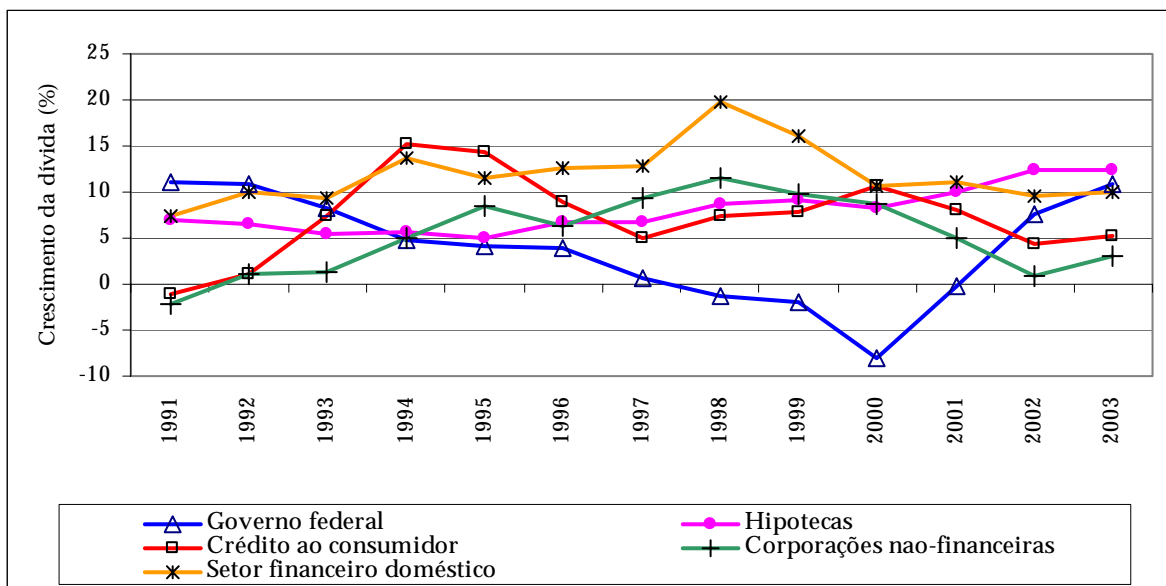
<sup>29</sup> O texto aqui se refere ao acordo de 1951 entre o Tesouro e o FED, e que desobrigou o último de sustentar as taxas de juros sobre os títulos da dívida pública nos níveis determinados pelo primeiro; reverteu-se com isso política estabelecida em 1942, que tinha por objetivo tornar menos onerosa a inevitável expansão da dívida pública durante a guerra.

Como se sabe, a economia norte-americana não deixou de crescer de 2001 para cá. Paralelamente a esse crescimento (que entre outras coisas determinou um aumento da participação dos lucros pré-impostos na renda nacional de 8,6% em 2001 para 11,0% em 2003), a política fiscal de Bush – mais gastos e menos impostos – ofereceu aos agentes privados a possibilidade de elevar seus saldos financeiros (ou reduzir seus déficits). Já a política monetária não apenas barateou sobremaneira a contratação de novas dívidas como permitiu aos agentes o refinanciamento a taxas mais baixas das dívidas antigas.<sup>30</sup>

Corporações e famílias aproveitaram a oportunidade, cada sub-conjunto à sua maneira.

No caso das primeiras, pode-se perceber, no Gráfico 2, uma significativa queda nas taxas de crescimento do estoque da dívida. Outros indicadores financeiros apontam também no sentido de uma recuperação dos balanços empresariais. O *Flow of Funds* mostra que a relação entre dívida de longo prazo e crédito de mercado<sup>31</sup> subiu de 66,2% em 2001 para 72,5% em 2003; no mesmo período, a relação entre dívida e patrimônio líquido caiu (de 51,0% para 49,4%) e aquela entre ativos líquidos e passivos de curto prazo aumentou (de 32,6% para 38,7%). Ainda segundo o FED, o chamado “*gap financeiro*” das corporações não-financeiras tornou-se negativo em 2003 – isso quer dizer, em outros termos, que os fundos internamente gerados passaram a superar o dispêndio em capital.<sup>32</sup>

**Gráfico 2**  
Estados Unidos – variação anual da dívida (%). setores e instrumentos selecionados



Fonte: FED. *Flow of funds accounts of the United States* (2004).

<sup>30</sup> Uma descrição um pouco mais detalhada das políticas fiscal e monetária norte-americanas do governo Bush, bem como de seus efeitos sobre a economia privada, pode ser encontrada no *Economic Report of the President* deste ano. O primeiro capítulo, em particular, oferece ao leitor um conjunto de “lições do ciclo econômico recente”: “a incerteza importa para as decisões econômicas”; “a política monetária agressiva pode reduzir a profundidade de uma recessão”; “cortes de impostos podem impulsionar a atividade econômica”. Tais lições – completamente redundantes para um leitor de Keynes – ao menos testemunham que, quando necessário, o pragmatismo enxota a ideologia para recessos acadêmicos e jornalísticos.

<sup>31</sup> No *flow of funds*, o FED classifica como “*credit market debt*” um amplo conjunto de instrumentos, como *securities*, hipotecas, empréstimos bancários, *commercial papers*, crédito ao consumo, títulos públicos, excluindo empréstimos comerciais, empréstimos para carregamento de *securities* e empréstimos provenientes dos proprietários (*equity sources*).

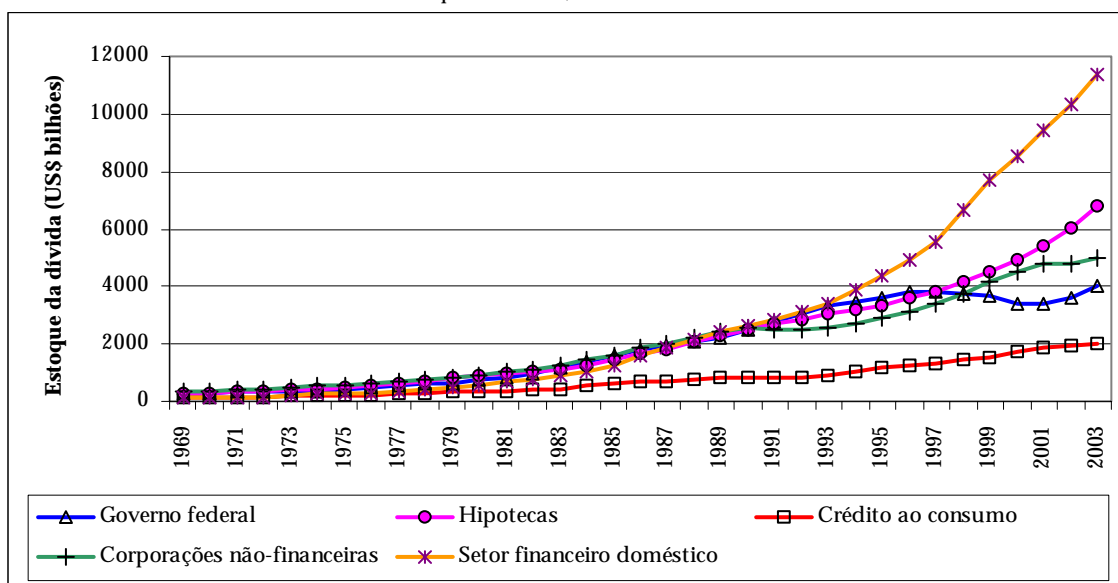
<sup>32</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System. *Monetary Report to the Congress*, Feb. 2004.



Já no que diz respeito às famílias, o crescimento da dívida acelerou-se, uma vez que a queda no ritmo de crescimento do crédito ao consumo foi mais do que compensada pelo crescimento da dívida na forma de hipotecas residenciais. Aliás, os fenômenos estão relacionados. Com a valorização dos imóveis (estimulada pela própria política monetária) e a redução das taxas de juros sobre as hipotecas, deu-se uma forte onda de refinanciamento, permitindo a chamada *equity extraction*: uma nova hipoteca é contratada, financiando-se um valor superior ao original (expressando o crescimento no valor de mercado do imóvel) e a taxas de juros mais baixas; o empréstimo apurado, além de

nos últimos 10 anos, de encontrar oportunidades apetitosas para reinvestir os recursos que empresta dos demais agentes. É bem verdade que, como demonstra o último *Flow of Funds*, no ano de 2003 o patrimônio líquido das famílias voltou a aumentar, o que não ocorria desde o ano de 2000. Tal recuperação assentou-se, porém, menos na acumulação de riqueza por meio da poupança (até porque essa caiu a um vale histórico de 1,6% da renda pessoal disponível) do que na valorização dos estoques de ativos “velhos”. Em fevereiro deste ano, o *Economist* escrevia que “o aumento no valor das residências dos americanos mais do que compensou sua perda nas ações – e as últimas recuperaram por volta de metade de suas

**Gráfico 3**  
Estados Unidos – Estoque da dívida, setores e instrumentos selecionados



Fonte: FED. *Flow of funds accounts of the United States* (2004).

saldar a hipoteca antiga, gera uma sobra que pode financiar outros gastos (como reformas do próprio imóvel) ou o pagamento de dívidas com serviço mais elevado (como o crédito ao consumidor).

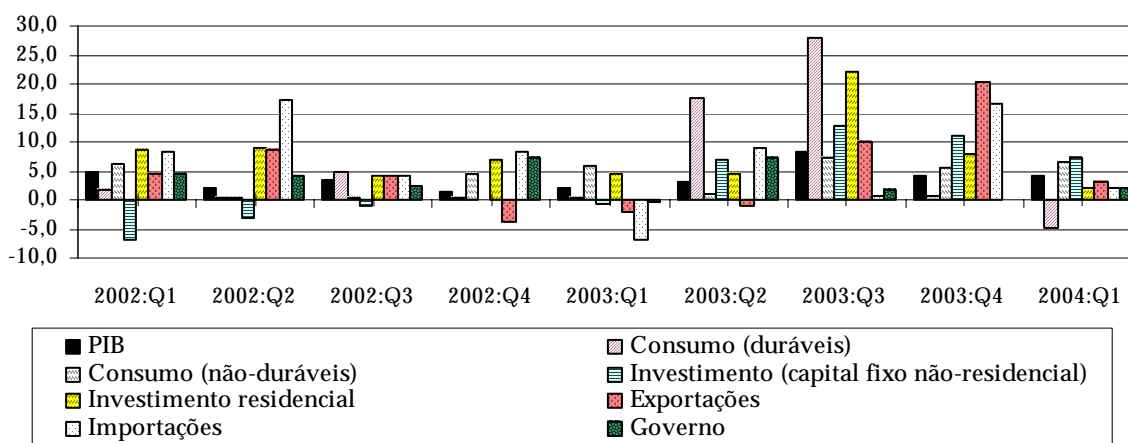
No Gráfico 3, é possível constatar, além da crescente importância das hipotecas residenciais e da contenção por parte das corporações, que o setor financeiro norte-americano, a julgar pelo rápido crescimento de sua dívida, jamais deixou,

perdas”.<sup>33</sup> No último trimestre de 2003, os preços dos imóveis aumentaram a uma taxa anual de

<sup>33</sup> No ano de 2003 até o terceiro trimestre, a riqueza das famílias norte-americanas cresceu US\$ 4,5 trilhões, contra um crescimento da renda disponível, no mesmo período, de US\$ 400 bilhões. *The Economist*. The American economy – a phoney recovery, Feb. 26, 2004. Índices amplos dos preços das ações mostram uma valorização de 25% em 2003, e do dobro disso no caso das chamadas *technology stocks*. Os números são citados por Greenspan em seu testemunho ao Congresso de 11 de fevereiro deste ano.

Gráfico 4

PIB norte-americano. Variação percentual anualizada e dessazonalizada contra trimestre anterior; itens selecionados



Fonte: BEA.

15,5% – a mais elevada em 25 anos.<sup>34</sup> Como se verá abaixo, a possibilidade de que tais ganhos de capital se devam a uma espécie de reprise dos anos 90 torna esse resultado um tanto menos reconfortante. Além disso, a despeito dos baixos juros, as medidas do ônus da dívida familiar, calculadas pelo FED, ainda rondavam, no terceiro trimestre do ano passado, os valores mais altos registrados, sem nenhuma tendência definida à queda.<sup>35</sup>

A política anticíclica norte-americana permitiu a sustentação – mais que isso, o crescimento acelerado em alguns trimestres – do dispêndio em consumo das famílias, bem como do investimento residencial (ver Gráficos 4 e 5). Nos

últimos trimestres, o investimento em capital fixo não-residencial também voltou a crescer a taxas significativas. O Gráfico 5 deixa patente a relevância do consumo de duráveis e do investimento residencial na composição do crescimento do PIB durante o ano passado.<sup>36</sup>

Entretanto, a mesma política econômica ensejou, na visão de alguns analistas, efeitos muito menos desejáveis, e mesmo potencialmente desastrosos. Alguns anos antes da implosão da bolha bursátil, parte (minoritária) da opinião informada – com destaque, no plano internacional, para o *Economist* e Stephen Roach – já alertava para a inevitabilidade da reversão e para os riscos inerentes ao comportamento de manada predominante nos mercados.<sup>37</sup> Juros em queda e dinheiro farto contribuíram para evitar que a desinflação da bolha bursátil causasse maiores danos.

<sup>34</sup> *The Economist*. Property prices – homing in on trouble, Mar. 11, 2004. Vale notar que a presumível bolha imobiliária, se não é global, ao menos afeta um bom número de países desenvolvidos. Em vários dos países acompanhados pelo *Economist*, o aumento dos preços tem sido ainda maior do que nos Estados Unidos. Ver também, sobre o setor imobiliário, Borio, C. & McGuire, P. Twin peaks in equity and housing prices? *BIS Quarterly Review – international banking and financial market developments*. Mar. 2004.

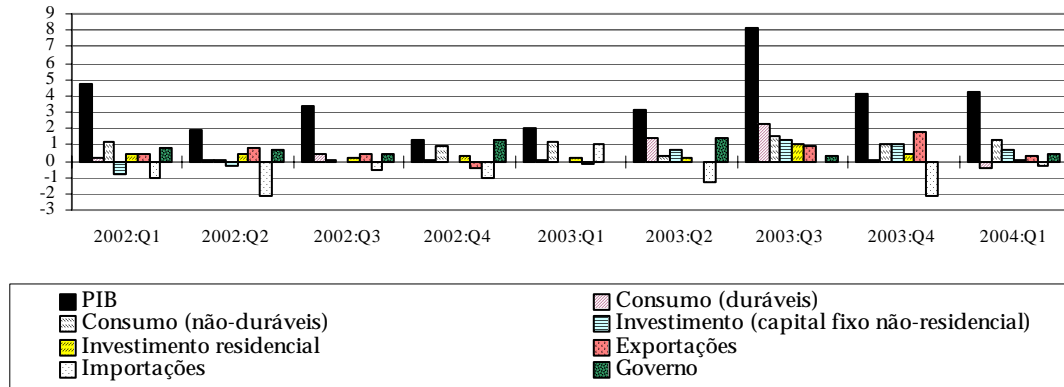
<sup>35</sup> O FED calcula a relação entre o que denomina serviço da dívida familiar ou, numa medida mais ampla, as obrigações financeiras, e a renda pessoal disponível. No terceiro trimestre de 2003 o valor da primeira medida era de 13,14%, enquanto o da segunda chegava a 18,32%.

<http://www.federalreserve.gov/releases/housedebt/default.htm>.

<sup>36</sup> Ressalte-se, porém, a perda de fôlego do consumo de duráveis no último trimestre de 2003 e sua contribuição negativa ao crescimento do PIB (segundo os dados preliminares) no primeiro de 2004.

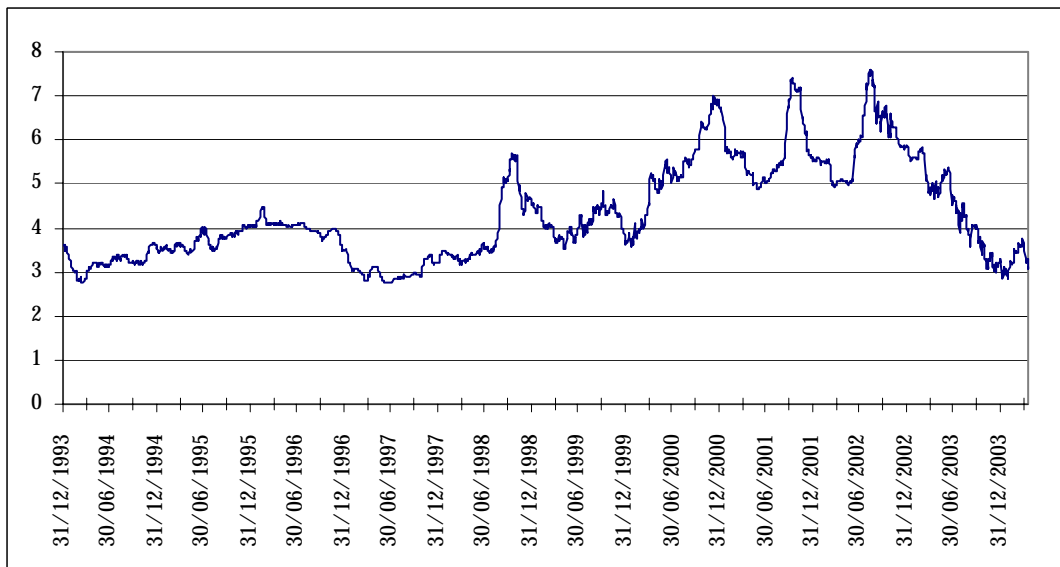
<sup>37</sup> Não faltavam, por outro lado, analistas dispostos a assegurar, como Irving Fisher, uma semana antes da “Black Thursday” de outubro de 1929, que “As ações atingiram agora o que parece ser um patamar permanentemente elevado”...

**Gráfico 5**  
Estados Unidos: contribuição de itens selecionados à variação percentual do PIB  
(anualizada e dessazonalizada contra trimestre anterior)



Fonte: BEA.

**Gráfico 6**  
Spread dos títulos *high-yields* (US Industrial 10 anos – *treasuries* de 10 anos)



Fonte: Bloomberg.

O problema é que, no final de um ciclo de sobre-investimento (implicando a existência de elevadas margens de capacidade ociosa em muitas indústrias) e em um ambiente de liberalização financeira nacional e internacional, o maná vindo do FED alimentou também as engrenagens da especulação financeira. Com a queda das taxas curtas de juros, caíram também as longas, assim

como os *spreads* entre elas<sup>38</sup> (ver novamente o Gráfico 1 e o Gráfico 6). Mesmo assim, as *yield curves* mantiveram-se suficientemente empinadas para justificar a multiplicação das operações de *carry-trade* (ou mesmo “a mãe de todos os *carry-trades*”, nas palavras de Roach), mediante as quais

<sup>38</sup> Segundo o BIS (2004: 5), o *spread* entre os títulos avaliados como BBB pela Merrill Lynch e os *treasuries* norte-americanos caiu de um pico de 260 pontos-base em outubro de 2002 para aproximadamente 130 em 27 de fevereiro de 2003; no mesmo período, os *spreads* sobre títulos emergentes caíram 490 pontos.

os agentes financiam, com os baixos juros de curto prazo, a aquisição de outros ativos.<sup>39</sup>

Evidentemente, o processo não foi linear. A partir de meados de 2002 – ano em cujo primeiro semestre os maus resultados de várias companhias importantes e as notícias de fraudes contábeis determinaram um forte aumento da aversão ao risco<sup>40</sup> – torna-se nítida a tendência à queda dos *spreads*. Entretanto, houve oscilações importantes. A primeira ocorreu em meados do ano passado, quando os mercados concluíram que o cenário nublado do início do ano (guerra no Iraque e SARS) daria lugar a um período de retomada do crescimento, o que viria em algum momento a ensejar pressões inflacionárias e o endurecimento da política monetária do FED. Posteriormente, o comportamento anêmico do mercado de trabalho e os baixos índices de inflação, juntamente com a retomada do apetite pelo risco, voltaram a provocar uma redução nos *spreads*, distribuída de forma desigual entre os vários ativos.<sup>41</sup>

**39** “A despeito do nível reduzido dos retornos nominais dos títulos mais longos denominados em dólar, a inclinação da *yield curve* permaneceu em termos historicamente elevados. Por exemplo, no início de 2004, a diferença entre as taxas de juros de 10 anos e 3 meses permanecia acima dos 300 pontos-base, mais do que o dobro da média desde janeiro de 1990. A inclinação íngreme da estrutura de prazos pode ser atribuída largamente a expectativas de uma mudança na postura monetária para além do curto prazo bem como a um maior prêmio de risco devido à incerteza quanto a essa postura” (BIS, 2004, p. 8-9).

**40** Ver, a respeito, a SEÇÃO II do boletim *Política Econômica em Foco*, n. 1.

**41** No caso dos *treasuries*, a manutenção de taxas de juros baixas tem contado com a contribuição significativa dos bancos centrais asiáticos, particularmente do Japão e da China. Segundo Michael Dooley e seus co-autores, deu-se uma reconstituição do velho sistema de Bretton Woods, cabendo agora aos países asiáticos a tarefa de sustentar – por interesse próprio – a moeda norte-americana. Este ponto de vista não parece ser compartilhado por instituições multilaterais como o BIS e o FMI, que continuam a alertar para os riscos de um *hard landing* do dólar. É importante levar em consideração, para analisar o problema, o fato de que, no estoque de ativos norte-americanos em poder de não-residentes privados e oficiais, os estoques de *bonds* privados, ações, *treasuries* e títulos emitidos pelas agências para-governamentais do setor imobiliário, em mãos privadas, superam em mais de três vezes os *treasuries* e títulos de agências de propriedade oficial. Uma mudança de

O suprimento de dinheiro barato para financiar operações mais longas esteve no centro de algumas das mais bem sucedidas operações de estímulo ao crescimento econômico da história, como no caso de vários países asiáticos. Na conjuntura estabelecida após o longo *boom* e nas condições institucionais vigentes, porém, era inevitável que parte substancial desse estímulo – especialmente com a sinalização, pelo FED, de que a política de juros baixos seria mantida por tempo considerável, dados os riscos de uma “queda indesejável” da inflação – acabasse por “vazar” para a órbita acelerada daquilo que Keynes denominou “circulação financeira”.

Assim é que – também citando Roach – o *Economist* endossa a repreensão a Alan Greenspan como um “*serial bubble-whistler*” – um inveterado insuflador de bolhas financeiras. A diferença é que, dessa vez, a desconexão entre os valores de mercado e os supostos “fundamentos” parece ter se tornado um fenômeno geral. Dos *treasuries* norte-americanos aos imóveis, das commodities aos *high-yield bonds*<sup>42</sup> e aos títulos dos países emergentes,<sup>43</sup> nada parece ter escapado à atenção do capital vadio e barato engendrado pela prolongada política de juros baixos. Na síntese rigorosa elaborada pelo FMI (2004b, p. 8), “baixas taxas de juros e uma *yield curve* íngreme geram poderosos incentivos ao aumento da alavancagem, à realização de *carry trades* e à busca de retornos explorando todo o espectro do risco de

ânimos significativa no campo privado imporia dificuldades significativas aos bancos centrais que, na outra ponta do mercado, quisessem evitar uma queda do dólar. Dooley, M.; Folkerts-Landau, D. & Garber, P. *The revived Bretton Woods system: the effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and exchange rates in center countries*. 2004. (NBER Working Paper 10332).

**42** Em fevereiro deste ano, o *Economist* registrava uma queda, a partir do pico em 2002, de 2/3 nos *spreads* entre os *bonds* com grau de investimento e os *Treasuries*. No caso de *bonds* Caa (i.e., altamente especulativos), a queda havia sido de 19 a 5 pontos percentuais. *The Economist*. Bond markets – too close to the sun? Feb. 5, 2004. Ver também *The Economist*. Financial markets – a question of perspective. Mar. 18, 2004 e Banks – the coming storm, Feb. 19, 2004.

**43** Ver, a respeito, a próxima SEÇÃO deste boletim.

crédito. Há um risco real de complacência do investidor num ambiente de baixa taxa de juros”.<sup>44</sup> Dinheiro barato gera complacência, que gera alavancagem e... instabilidade: “Um pico inesperado nos retornos e na volatilidade no mercado de títulos do tesouro norte-americano poderia também deflagrar uma ampliação dos *spreads* nos mercados maduros e nos emergentes e encorajar uma reversão dos *carry trades* e das posições alavancadas” (FMI, *loc. cit.*). Reverter os *carry trades* e a alavancagem consiste em vender ativos comprados com dinheiro alheio para, com a receita apurada, realizar lucros e saldar dívidas. Porém, quando a venda torna-se o objetivo da maior parte do mercado, os ativos não encontram compradores, os preços caem e as dívidas não podem ser pagas. A bolha financeira, quando explode, não desaparece simplesmente – aqui a metáfora “saponácea” perde pertinência – mas deixa uma enorme cratera em seu lugar. Tais explosões podem refletir mudanças objetivas ou bruscas flutuações das expectativas (bem como na confiança que os agentes depositam em sua capacidade de delinear cenários futuros).

Neste início de ano, os mercados voltaram a farejar a mudança dos ventos. Ao sabor dos acontecimentos, as taxas de juros dos *treasuries* de 10 anos mergulharam para 3,65% (dia 10 de março, no mais baixo nível desde julho do ano passado), subindo para 4,46% em meados de abril, num pico de 6 meses. Uma variação positiva de mais de 80 *basis points*, em tão pouco tempo, não é trivial. Longe disso, provoca perdas e danos. No mesmo período, as hipotecas de 30 anos passaram

de 5,41% (novamente atingindo um mínimo desde julho) para 5,89% (superando 6% na última semana de abril). Às taxas mais baixas, os mercados já previam uma nova onda de refinanciamentos das hipotecas antigas, com os mesmos impactos (positivos) sobre o consumo e (altistas) sobre os *treasuries* verificados no ano passado. À taxa ora vigente, essa hipótese foi afastada.

Nas últimas semanas, na seqüência dos números do emprego de março, os resultados relativos às vendas no varejo e ao índice de preços ao consumidor voltaram a assombrar os mercados com o espectro do crescimento sustentado e “normal”. Voltaram as pressões sobre as taxas longas. Voltaram as referências à fragilidade das contas externas de certos países emergentes.

Até aqui, o FED equilibrou-se na corda bamba. Enquanto alerta para a inevitabilidade da elevação dos juros, procura deixar claro que a mudança não é para já. De um lado, registra a subida do índice de preços ao consumidor e indica, em pronunciamentos individuais, que os riscos de desinflação, até aqui considerados maiores do que os de aumentos da inflação, tendem a igualar esses últimos.<sup>45</sup> De outro, pondera a presença de um conjunto de fatores cujo efeito é conter a transmissão da elevação dos preços de matérias-primas e do crescimento do emprego para os salários e preços ao consumidor.<sup>46</sup>

<sup>44</sup> IMF. *Global Financial Stability Report*. Apr. 2004. Em outro trecho, o FMI (2004, p. 2) explora as possíveis implicações para os mercados emergentes: “Há evidências pontuais [*anecdotal signs*] de ‘comportamento de manada’ enquanto os investidores movem-se para ativos arriscados que podem não ser familiares para eles, mas que apresentaram boa performance no passado. Esse processo pode levar a uma sobrevalorização de certos ativos financeiros, particularmente em mercados pequenos e ilíquidos como muitos mercados emergentes. Quando mais persiste este processo, maior o potencial para correções destruidoras”.

<sup>45</sup> Kohn, D. L. *Monetary policy in a time of macroeconomic transition*. Remarks by Governor Donald L. Kohn at the 2004 Washington Economic Policy Conference, Mar. 25, 2004a. Greenspan, A. *The economic outlook*. Testimony of chairman Alan Greenspan, Apr. 21, 2004a.

<sup>46</sup> “A baixa utilização de capacidade será provavelmente eliminada apenas de forma gradual, de forma que a concorrência por empregos e por *market share* deverá permanecer intensa. Além disso, os custos unitários de trabalho têm caído de forma acentuada. Resulta um *markup* dos preços sobre os custos unitários de trabalho bastante elevado, encorajando ainda mais as firmas a disputar *market share* enquanto garante espaço para a elevação dos salários reais dos trabalhadores sem pressionar a inflação” (Kohn, 2004a).

Nesse contexto, o FED vem recebendo críticas cada vez mais contundentes. Talvez por isso pareça ter investido, nos últimos tempos, numa complexa operação de *hedge* de seus ativos intangíveis – de sua reputação, em outros termos. Em janeiro deste ano, Greenspan pronunciou uma curiosa conferência,<sup>47</sup> em que descreve os dilacerantes dilemas do banqueiro central frente a contextos de incerteza... knightiana, sob a qual “a distribuição de probabilidades dos resultados é desconhecida” – também chamada incerteza keynesiana ou incerteza radical. Ao sublinhar a incerteza, o texto ressalta a sapiência com que o FED enfrentou as variadas e melindrosas conjunturas de 1987 para cá (por acaso, durante a gestão Greenspan). Celebra, entre outros êxitos, a “estratégia de tratar as conseqüências da bolha e não a bolha em si mesma”. Isso porque não é óbvio que as bolhas, “mesmo se identificadas precocemente, possam ser contidas a um custo menor do que uma contração econômica substancial e uma possível desestabilização financeira – os próprios eventos que estaríamos procurando evitar”. Donald Kohn (2004b), outro governador do FED, trata da hipótese de que a política monetária tenha suscitado, no período pós-recessão, um conjunto de bolhas especulativas de forma ainda mais explícita.<sup>48</sup>

<sup>47</sup> Greenspan, A. *Risk and uncertainty in monetary policy*. Remarks by chairman Alan Greenspan at the meetings of the American Economic Association, Jan. 3, 2004b.

<sup>48</sup> Kohn, D. L. *Monetary policy and imbalances*. Remarks by Governor Donald L. Kohn at the Banking and Finance Lecture Series, Apr. 1, 2004b. Segundo Kohn, há “uma elevada barreira a transpor (...) para um Banco Central endurecer sua política, e no processo comprometer uma expansão da economia no curto prazo, com base na suspeita de que movimentos nos preços dos ativos e aumentos na dívida ameaçam a estabilidade no longo prazo”. O economista chefe do Banco Central Europeu, Otmar Issing, retruca: “Podem os bancos centrais simplesmente deixar para lá e rejeitar qualquer responsabilidade? (...) Vale notar que, olhando para trás, i.e., após o colapso, quase todos parecem concordar que uma ‘bolha’ eclodiu. Não é difícil, então, aceitar o argumento de que seria totalmente impossível fazer qualquer julgamento *ex ante*? Não deveria ser o papel dos bancos centrais comunicar preocupações de uma forma apropriada e assim tentar contribuir para uma avaliação mais sóbria dos desdobramentos relativos a preços de ativos”? Issing, O. Money and credit. *Wall Street Journal*, Feb. 18, 2004.

Implicitamente, Greenspan e Kohn estão a dialogar com a aguerrida minoria baixista, em que se destacam Roach e o *Economist*.<sup>49</sup> Para estes, a persistência do dinheiro barato, ao inflar ainda mais as bolhas, magnifica os estragos potenciais decorrentes da previsível auto-combustão dos excessos especulativos. A solução consistiria na elevação imediata das *policy rates* por parte do FED.<sup>50</sup> O primeiro vem clamando por isso pelo menos desde fins de fevereiro.<sup>51</sup> Trata-se, sem dúvida, de uma proposta ousada, como o próprio Roach reconhece. “É certo que um aperto monetário nesse momento – especialmente o inusual aumento de 200 pontos que venho recomendado – incorre no risco de uma recaída recessiva (...) Em minha opinião, os riscos de outra implosão de bolha de ativos superam em muito os custos de outra recessão”.<sup>52</sup> Em função disso, Roach sugere que o FED analise a oportunidade de políticas menos ortodoxas, dando “consideração ativa aos instrumentos secundários de que dispõe. Estes incluem as exigências de margem nos empréstimos para a aquisição de ações, a elevação das exigências de reservas nos empréstimos imobiliários, a descoberta de uma forma de desafiar os *carry trades* que atualmente levam os mercados de renda fixa ao excesso”. No mundo neoliberal, porém, uma intervenção mais discriminatória do Banco Central sobre a operação dos vários mercados – distinta da natureza supostamente horizontal da política de juros curtos – seria denunciada por alguns como uma flagrante violação dos direitos humanos dos investidores...

<sup>49</sup> Como também com Otmar Issing, cujo artigo no *Wall Street Journal* foi, aliás, rápida e intensamente instrumentalizado pelos críticos do FED.

<sup>50</sup> *The Economist*. America’s monetary policy – overflowing, e American interest rates – playing loose with money, Mar. 11, 2004.

<sup>51</sup> Roach, S. *Open letter to Alan Greenspan*. Morgan Stanley. Global Economic Forum, Mar. 5, 2004c.

<http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040227-fri.html>. Ver também Roach, S. *A time for courage*. Morgan Stanley. Global Economic Forum, Mar. 5, 2004d.

[www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040305-fri.html](http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040305-fri.html).

<sup>52</sup> Roach, S. *Stymied*. Morgan Stanley. Global Economic Forum, Mar. 8, (2004e).

[www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040308-mon.html](http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040308-mon.html).

O que esperar, então, para os próximos meses? No cenário ideal, o investimento retoma a liderança do crescimento, o aumento do emprego sustenta a confiança dos consumidores, o crescimento prossegue com aumentos contidos nos preços, os juros curtos muito lentamente voltam a subir, e a economia global desfruta um feliz 2004. Num cenário um pouco menos idílico, um dado inesperado ou uma palavra inadequada do FED deflagram um pânico contido. Os mercados executam os culpados de sempre: os títulos mais arriscados, a começar pelos dos países emergentes. O FED gera a liquidez necessária para conter os danos, e a caravana (ou parte dela) prossegue em busca dos verdes vales. Mas é possível delinear cenários cada vez piores,

variando ou aumentando a quantidade de mercados em sobressalto<sup>53</sup> e culminando no pânico generalizado.

Uma caravana. Famílias ricas e imigrantes pobres. Ferramentas, pólvora e o gado inquieto. O despenhadeiro ao fundo e o inverno às costas – sim, é um *western*. Mas não há índios à espreita (os índios fazem todos parte da mesma caravana). E as pessoas estão cercadas por bolhas por todos os lados. As bolhas têm todas as cores, inflam e fazem a felicidade das crianças. O líder do grupo franze os sobrolhos grisalhos e tenta perscrutar através do denso nevoeiro, ao mesmo tempo em que ausculta os sentimentos da manada. Pois ele sabe que é personagem de um enredo pós-moderno. Um *western*, sim, mas com pitadas de terror e ficção científica.

---

<sup>53</sup> Para um cenário não particularmente otimista, ver *The Economist*. Financial markets – when rates rise. Apr., 22, 2004.