

## **Bernanke apertou o botão de emergência: quais as consequências para o Fed, para a economia mundial e para o Brasil?**

A motivação desta nota foi o corte surpreendente de juros de 0,75 pp pelo Fed, antes da reunião ordinária do FOMC. A primeira parte interpreta a própria ação do Fed e examina a questão da potência da política monetária. A segunda parte, analisa a consequência para a economia brasileira.

Claramente, foi uma ação de emergência, o que significa que o Fed vê a economia americana em um estado de emergência. E em emergências, os custos de longo prazo costumam ser menos importantes. A intenção de Bernanke não terá sido apenas sustar o impulso recessivo que está esfriando a economia americana, pois isso poderia ser feito com a devida preparação para a reunião ordinária da próxima semana. Não se pode descartar, portanto, que o pânico nas principais bolsas de valores nas últimas semanas, e em particular na abertura da semana, tenha sido a gota d'água para o abandono da moderação.

Ninguém questiona a seriedade do impulso recessivo, e poucos ainda duvidam de que a recessão possa afetar todo o mundo, tanto via comércio internacional, dada a importância da economia americana para moldar a demanda externa, quanto pelos efeitos de uma contração de crédito em consequência da desorganização da oferta de crédito. Conclui-se pois que ou Bernanke de fato se assustou com a rapidez da queda dos preços de ações, ou perdeu a confiança na capacidade do Fed para controlar a desorganização da oferta de crédito.

### **O que se questiona?**

Primeiro, a mudança de estilo na resposta do Fed em contraste com a postura que vinha sendo característica de Ben Bernanke, de manter a chamada “grande moderação” (ações lentas, mercados preparados para recebê-las e volatilidade reduzida em consequência da maior previsibilidade nas reações de política), que ele próprio considerava o principal conquista da política monetária americana a partir da era Volker. Desde agosto último, o chairman do Fed vem anunciando três atitudes para manter a grande moderação em tempos de crise: explicou como o Fed usa os dados, explicou o processo de tomada de decisões a partir de modelos, debates, julgamentos intuitivos e consensos, e finalmente prometeu, em dezembro, explicitar com maior frequência os efeitos dos novos dados sobre as perspectivas de ação.

Segundo, a possibilidade de que o Fed tenha agido mais por causa das reações dos mercados nos dias que antecederam a queda de juros, o que decretaria o fim da “grande moderação” denominação dada pelo próprio Bernanke, ao regime de política monetária pós-Volker. Neste caso, qual o regime daqui por diante, se o resultado for a perda de confiança na serenidade do Fed no futuro?

Em terceiro lugar as consequências da menor preocupação com a inflação, fruto da lembrança explícita do “dual mandate”, que justifica o foco no nível de atividade.

Finalmente, mas não menos importante, algum sinal de sensibilidade excessiva do processo decisório do Fed às pressões externas, sejam em consequência dos pleitos de importantes economistas republicanos, como Martin Feldstein que vinha pressionando por uma ação mais drástica sobre os juros, sejam em consequência do momento político do debate sucessório americano.

### **Há um segundo fator de questionamento da ação recente: será eficaz?**

Uma característica das ações de política monetária é a lentidão de seus efeitos sobre o nível de atividade. Já se incorporaram ao cotidiano a famosa expressão de Milton Friedman acerca das “defasagens longas e variáveis”, que frustrariam as tentativas de *fine-tuning* que é sempre tentadora para os responsáveis pela política monetária. Mas nos anos mais recentes, a previsibilidade das reações de política monetária, que ficou consagrada pela descoberta de

John Taylor acerca da regularidade das reações dos diversos bancos centrais aos desvios da inflação e aos desvios da tendência do crescimento, popularizada como regra de Taylor, outro elemento ficou importante: a capacidade dos Bancos Centrais influenciarem as expectativas dos agentes. Bancos Centrais com alta credibilidade, por serem mais previsíveis, têm os mercados ao seu lado, e assim, tornam-se menos variáveis e menores as defasagens entre as ações de política e as suas consequências práticas.

Este resultado, bem conhecido pelos economistas, parecem ter levado a uma atitude auto-destrutiva: a tentação do fine-tuning, mesmo diante da precariedade da capacidade preditiva dos modelos em tempos de mudança de regime.

Se isso é de fato relevante para o atual episódio, temos uma consequência de longo prazo preocupante: em sua resposta rápida, que não conseguiu convencer nem mesmo William Poole, um dos mais proeminentes membros do FOMC, do acerto da medida drástica, o Fed sob Bernanke tornou-se menos previsível, e apesar de contar com os aplausos de curto prazo dos mercados financeiros, vai diminuir a eficácia da política monetária por excesso de pretensão. Os mercados acionários comemoram a sinalização de que o Fed está disposto a lançar uma bóia no meio da tempestade. Muitos dos que aplaudem, vêm nas reações dos preços de ações uma janela de oportunidade para sair do barco antes da nova onda de pânico. Teremos de aguardar as próximas semanas para saber se essa atitude simbólica – já que ninguém em sã consciência acha que a crise acabará por causa da sinalização do Fed em meio ao pânico – poderá ter algum efeito reorganizador para a oferta de crédito. O mais provável, é que o Fed continue a ser pressionado por maiores cortes, e no momento em que parar, acabará o efeito lua-de-mel que todo afrouxamento monetário costuma causar.

Há, pois razões ponderáveis para desconfiar que esta bóia será esquecida em breve, pelos que se beneficiaram dela imediatamente. Os efeitos de médio e longo prazo são perigosos: mostra que o Fed não está tão confiante na correção dos desequilíbrios associada à queda de preços de ativos e revisão das possibilidades de crescimento, e que fica mais tolerante quanto à inflação esperada. Demandarão grandes esforços de Bernanke e do Fed para reconstruir o rombo no casco da confiança dos mercados.

Nem todas as consequências práticas, evidentemente são negativas. Bernanke repetiu, de certa forma, a reação surpreendente de Greenspan na crise de 1987, que conseguiu sustar o pânico gerado pela reação automática de vendas generalizadas dos mecanismos de seguro das carteiras. Os mercados asiáticos, que estão mais próximos dos fundamentos fortes e mais distantes da recessão provocada pelos preços de moradias, foram os mais beneficiados. Quanto aos riscos dos emergentes, os impactos imediatos são favoráveis, mas os desdobramentos de longo prazo serão mais complexos e variados: a curto prazo, Cingapura e Coréia comemoram, Chávez acusa Bush pelo terrorismo mas se beneficia de uma parada na queda dos preços de petróleo, Lula recomenda que Bush cuide de seus especuladores e o governo indiano em uníssono repete o mantra “nós somos diferentes”. A segunda parte dessa nota, de autoria de Monica Baumgartem de Bolle, vê o lado positivo para o Brasil.

**DIONISIO DIAS CARNEIRO**

## Devemos agradecer ao Bernanke?

O desenrolar da crise financeira de 2007/08 e o impacto sobre a economia brasileira vêm apresentando várias peculiaridades. Anteriormente, refutamos a tese de descolamento da economia brasileira, mas sustentamos que a melhoria dos fundamentos macroeconômicos aumentou suas defasagens de resposta a choques externos de natureza adversa. São estas defasagens alargadas que permitem que o governo continue descartando a hipótese de um reflexo mais pronunciado sobre o Brasil da deterioração do cenário externo.

O terremoto nas bolsas globais dos últimos dias deixou a impressão de que o tamanho das defasagens pode encurtar rapidamente quando o grau de pânico dos investidores aumenta subitamente. No entanto, o timing parece novamente ter nos favorecido. A ação inusitada do Fed desta semana possivelmente contribuirá para que a impressão de blindagem da economia brasileira, apesar da deterioração fiscal em curso e das pressões inflacionárias em evidência, perdure.

Não é difícil enxergar como a conjunção de fatores, coordenada por esta última ação do Fed, nos favorece no curto prazo. Com a manutenção dos juros devido a alta inflacionária, o corte de Bernanke aumenta significativamente o diferencial entre as taxas de juros brasileira e americana, o que é um fator de estímulo para a entrada de capitais. O fluxo cambial, em território negativo desde o início do ano, fica mais sujeito a reversões que fortalecem o Real. O fortalecimento do Real ameniza as pressões inflacionárias, aliviando um pouco a tarefa do banco central. Temos com isso uma nova peculiaridade dos efeitos desta crise sobre o Brasil: enquanto os dilemas de política monetária se acentuam a cada dia nas economias centrais, os nossos arrefecem. Até quando?

Enquanto durar a impressão de que o Brasil continua relativamente imune à turbulência externa, permanece o espaço do qual o governo ainda dispõe para empobrecer o debate e a qualidade da política econômica. Se os cortes de Bernanke e o pacote fiscal de Bush forem de fato insuficientes para controlar a profundidade da recessão como alguns acreditam, ou mesmo ajudem a criar um cenário ainda pior de alta inflacionária e queda no nível de atividade, o pânico certamente retornará aos mercados globais. Como os últimos dias demonstraram que em momentos de pânico ninguém se salva, nem mesmo os supostamente blindados, quem dirá os que tiverem aumentado seu grau de irresponsabilidade macroeconômica.

**MONICA BAUMGARTEN DE BOLLE**