

EUA: política monetária e riscos de estagflação

1. Introdução

O agravamento da crise financeira internacional levou o Fed a redirecionar de forma surpreendente a política monetária em meados de setembro, em resposta a um agravamento dos riscos de um colapso nos mercados de crédito capaz de atingir imediatamente a economia real. Embora esta ação tenha trazido uma sensação de alívio generalizado, ainda é cedo para afirmar que o banco central americano tenha atingido seus objetivos.

Por um lado, os pessimistas de sempre (Roubini e outros) acreditam que a ação do Fed foi insuficiente e tardia. Do outro lado, no atual cenário de fortes pressões sobre os preços de matérias-primas, o corte de juros pode ter sido excessivo.

As atenções dos analistas têm se voltado para considerações à respeito das probabilidades de um destes três cenários: o “oficial”, no qual a política monetária consegue limitar as perdas para a economia real, o pessimista, no qual o risco mais relevante é de recessão e deflação e o da exacerbação dos riscos morais caracterizado pela frouxidão da política monetária.

Neste artigo, discutiremos a possibilidade de um quarto cenário, no qual a política monetária consegue limitar a contração da demanda agregada, mas é incapaz de evitar uma redução da oferta agregada devida à perda de eficiência econômica com a ruptura dos mecanismos de crédito.

O agravamento da crise financeira internacional levou o Fed a redirecionar de forma surpreendente a política monetária em meados de setembro, em resposta a um agravamento dos riscos de um colapso nos mercados de crédito capaz de atingir imediatamente a economia real... Não que se deva descartar o consenso que resultou da reunião anual de banqueiros centrais e especialistas promovida pelo Fed de Kansas City, em Jackson Hole, na qual economistas influentes e insuspeitos do pecado do expansionismo crônico, como Martin Feldstein e John Taylor, vocalizaram suas opiniões de que o Fed deveria não apenas diminuir os juros imediatamente, mas também desconsiderar a parcimônia usualmente recomendada e fazer uma redução de um ponto percentual, que não deixasse dúvidas quanto à intenção de promover um estímulo monetário inequívoco que compensasse o notável encolhimento da liquidez que estava ocorrendo. Explica-se significativa, no entanto, a surpresa provocada pela ação prática, diante da postura que vinha adotando Ben Bernanke antes dos debates de Jackson Hole.

Embora esta ação do Fed tenha trazido uma sensação de alívio generalizado, acalmando alguns investidores e mercados, ainda é cedo para afirmar que o banco central americano tenha atingido seus objetivos de evitar um mergulho do nível de atividade americana no primeiro semestre de 2008. Restam dúvidas ponderáveis sobre os desdobramentos de médio prazo de um relaxamento monetário movido por preocupações com o nível de atividade.

Por um lado, os pessimistas de sempre (Roubini e outros) acreditam que a ação do Fed foi insuficiente e tardia. Para estes, a desorganização dos mercados de crédito e a forte correção do mercado imobiliário americano ainda em andamento (ver o Primeiro Artigo desta Carta) impedem que a política monetária seja suficiente para compensar os fatores já contratados de queda da demanda agregada. Por outro lado, pode-se argumentar que, no atual cenário de fortes pressões sobre os preços de matérias-primas impulsionados por fatores de aquecimento da demanda mundial, o corte de juros pode ter sido excessivo, sinalizando uma disposição da política monetária para acomodar os riscos de inflação que já eram indicados pelo baixo nível de desemprego da economia americana.

Até agora, as atenções dos analistas têm se voltado para considerações à respeito das probabilidades de um destes três cenários: o “oficial” (desejado pelo Fed), no qual a política monetária consegue limitar as perdas para a economia real, sem gerar maiores pressões inflacionárias; o pessimista (antecipado originalmente pela opinião de Nouriel Roubini), no qual o risco mais relevante é de recessão e deflação, com o colapso do consumo das famílias; e, finalmente, o da exacerbação dos riscos morais (“moral hazard”), caracterizado pela frouxidão da política monetária, que impediria que os exageros tanto no mercado imobiliário quanto na alavancagem financeira fossem devidamente punidos, resultando em um aumento da inflação esperada no médio prazo.

Neste artigo, discutiremos a possibilidade de um quarto cenário, o de estagflação para 2008, no qual a política monetária consegue limitar a contração da demanda agregada, mas é incapaz de evitar uma redução da oferta agregada devida à perda de eficiência econômica com a ruptura dos mecanismos de crédito. Na [Seção 2](#) ilustramos, de forma estilizada, como os mecanismos de geração de crédito afetam o equilíbrio macroeconômico através do impacto sobre demanda e oferta agregada. A partir desta análise estilizada, mostramos como se encaixam os cenários acima descritos, inclusive como surge a possibilidade de um cenário de estagflação. Na [Seção 3](#), apresentamos alguns argumentos microeconômicos por trás dos resultados apresentados na [Seção 2](#). Por último, concluímos com algumas considerações sobre os dilemas de política que o Fed e outros bancos centrais podem enfrentar nos próximos meses.

2. Crédito, Equilíbrio Macroeconômico e Política Monetária

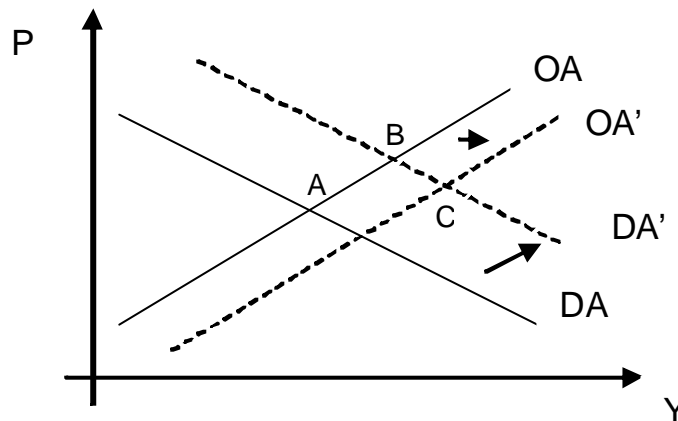
A relação entre a disponibilidade de crédito e a demanda agregada é clara: quanto maior o acesso ao crédito, maior a capacidade das firmas de financiar investimentos e dos consumidores de aumentar seus gastos. Quando analisamos o impacto macroeconômico de uma redução do crédito, pensamos na sua influência sobre os diversos componentes da demanda agregada.

Menos explorada é a relação entre crédito e oferta agregada. O ambiente de vasta disponibilidade de liquidez em que viveu a economia mundial sugere que a abundância financeira tenha se traduzido em ganhos de eficiência econômica.

De um modo geral, a relação entre a disponibilidade de crédito e a demanda agregada é clara: quanto maior o acesso ao crédito, maior a capacidade das firmas de financiar investimentos e dos consumidores de aumentar seus gastos. Desta forma, quando analisamos o impacto macroeconômico de uma redução do crédito, pensamos na sua influência sobre os diversos componentes da demanda agregada. Na medida em que a política monetária é capaz de atenuar estes efeitos, esta funciona como um instrumento importante para evitar uma forte contração de demanda resultante de uma redução do crédito.

Menos explorada, porém, é a relação entre crédito e oferta agregada. O ambiente de vasta disponibilidade de liquidez em que viveu a economia mundial nos últimos anos, sem o surgimento de significativas pressões inflacionárias nos países centrais (EUA, Eurolândia, Japão) sugere que a abundância financeira tenha se traduzido em ganhos de eficiência econômica. Dito de outra forma, é como se as pressões sobre a demanda agregada exercidas pela disponibilidade de liquidez tenham sido compensadas por deslocamentos favoráveis da oferta agregada (ver [Figura 1](#)).

Figura 1



Fonte de Dados: Galanto Consultoria

Que a relação entre movimentos de juros e o mercado de crédito não é trivial, os economistas sabem desde pelo menos, quando Knut Wicksell explicou a expansão do crédito bancário como o resultado do excesso do que denominou de taxa natural, que equilibraria poupança e investimento, sobre a taxa de mercado.

Em termos dos sistemas financeiros modernos, é conveniente a idéia de multiplicador financeiro, que viram nas imperfeições do mercado de crédito os fundamentos para a multiplicação dos efeitos expansionistas e contracionistas do crédito.

Ou seja, partindo de um equilíbrio inicial em A, a abundância de liquidez desloca a curva de demanda agregada para fora. Se a oferta não se alterasse, a economia atingiria um novo equilíbrio em B, com um nível de atividade maior e também mais inflação. Porém, se a curva de oferta se desloca para OA' como resultado dos ganhos de eficiência econômica gerados pela abundância de liquidez e inovações nos canais de crédito, a economia caminha para C, onde o aumento do nível de atividade é ainda maior e o nível de inflação menor. Esta pode ser uma descrição razoável do mundo em que vivíamos antes da crise financeira.

Que a relação entre movimentos de juros e o mercado de crédito não é trivial, os economistas sabem, pelo menos, desde que Knut Wicksell explicou a expansão do crédito bancário como o resultado do excesso do que denominou de taxa natural, que equilibraria poupança e investimento, sobre a taxa de mercado. Essa teoria explicava porque a taxa de juros de mercado poderia estar subindo e ainda assim haver pressão expansionista sobre o nível de atividade, por exemplo, ao contrário da intuição da época. Mais recentemente, as idéias de Wicksell foram modernizadas por [WOODFORD \(2003\)](#) e outros, que calculam a taxa natural a partir de modelos de equilíbrio de longo prazo, com expectativas racionais, e servem de base para os modelos de equilíbrio geral para avaliação das opções de política monetária, que fazem parte do instrumental de pesquisa dos bancos centrais.

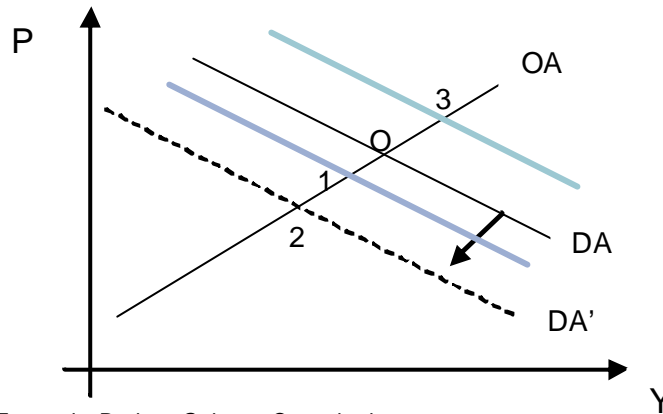
Em termos dos sistemas financeiros modernos, é conveniente a idéia de multiplicador financeiro, introduzida por [BERNANKE, GERTLER e GILCHRIST \(1996\)](#), que viram nas imperfeições do mercado de crédito que explicam a importância das garantias, os fundamentos para a multiplicação dos efeitos expansionistas e contracionistas do [crédito](#)¹. No caso presente, este é um dos elementos para o risco dos efeitos em cascata da contração de crédito e a queda dos preços dos ativos que servem de garantia. Tal situação leva os governos a tentarem impedir o mergulho deflacionista que gera um grande risco de desorganização nas economias.

Em quaisquer dos três casos, a hipótese implícita é a de que a contração do crédito tem impacto apenas sobre a demanda agregada; ignoram-se os efeitos do crédito sobre a eficiência econômica e a oferta agregada.

2.1. Os 3 Cenários Mais Comuns

Como se encaixam, nessa análise, os três cenários descritos na introdução? Primeiramente, em quaisquer dos três casos, a hipótese implícita é a de que a contração do crédito resultante da turbulência financeira tem impacto apenas sobre a demanda agregada; ignoram-se os efeitos do crédito sobre a eficiência econômica e a oferta agregada. A questão, portanto, é como a política monetária afeta a demanda agregada, gerando um novo equilíbrio macroeconômico.

Figura 2



Fonte de Dados: Galanto Consultoria

O cenário “oficial” descreve uma situação onde a política monetária é capaz de atenuar os efeitos da redução de demanda sobre o nível de atividade sem gerar pressões inflacionárias, o cenário pessimista (Roubini), está associado a idéia de incapacidade da política monetária de limitar a queda de demanda resultante da contração do crédito, o terceiro cenário descreve uma situação onde as pressões inflacionárias pré-existentes combinadas com os desdobramentos do relaxamento monetário levam a uma maior inflação no médio prazo. Este cenário é menos danoso para os países emergentes exportadores de matérias primas como o Brasil, pois ameniza os efeitos mais destruidores da reversão de liquidez.

Com a contração do crédito, a nova curva de demanda agregada é DA'. O cenário “oficial” (Fed) descreve uma situação onde a política monetária é capaz de atenuar os efeitos da redução de demanda sobre o nível de atividade sem gerar pressões inflacionárias, o que equivale na figura acima a um novo equilíbrio em 1. O cenário pessimista (Roubini), por sua vez, está associado a idéia de incapacidade da política monetária de limitar a queda de demanda resultante da contração do crédito; ou seja, a economia caminha para 2. O terceiro cenário, que denominamos de cenário de risco moral exacerbado, descreve uma situação onde as pressões inflacionárias pré-existentes (aquecimento da demanda global, pressões sobre preços de matérias-primas) combinadas com os desdobramentos do relaxamento monetário (desvalorização do dólar) levam a uma maior inflação no médio prazo, com a economia atingindo um novo equilíbrio em 3.

Provavelmente, como chamamos a atenção no [editorial da Carta Galanto de Agosto](#), este terceiro cenário de inflação maior é menos danoso para os países emergentes exportadores de matérias primas como o Brasil, na medida em que ameniza os efeitos mais destruidores, a curto prazo, da reversão de liquidez. Aumenta, porém, o grau de fragilidade financeira à la Minsky. Isso significa que as boas perspectivas de crescimento da demanda encorajam o endividamento e portanto a fragilidade financeira das empresas. No melhor dos mundos, há tempo para que a volta da confiança dos investidores estenda por mais tempo o período de demanda elevada por ativos e por esta via, permita a capitalização das empresas mais beneficiadas pela continuidade da expansão global.

¹ [CARNEIRO, SALLES e WU \(2006\)](#) aplicaram essas idéias ao caso brasileiro, para explicar os efeitos contracionistas da desvalorização cambial via investimento privado. (ver também [SALLES e WU \(2003\)](#))

2.2. A Quarta Possibilidade: Risco de Estagflação

Três causas podem gerar o cenário de estagnação econômica nos EUA: os descompassos entre as expectativas e as ações de política monetária; a ação das defasagens típicas de uma mudança na expansão monetária não antecipada pelos agentes e, um achatamento da curva de Phillips, que significaria a necessidade de uma recessão maior para a redução da inflação.

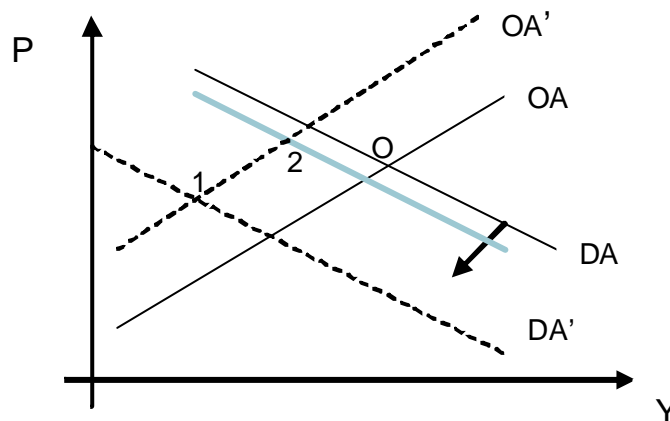
A quarta possibilidade contempla os riscos de estagflação em 2008. Três causas podem gerar o cenário de estagnação econômica nos EUA com aumento da inflação que seria exportada para o resto do mundo. A primeira causa seriam os descompassos entre as expectativas e as ações de política monetária. Uma vez que o Fed alterou seu comportamento ao promover a redução de 0,5 ponto percentual, isso pode produzir um efeito perverso de confiança excessiva nas ações futuras de política, encorajando o aumento na prática da inflação esperada. A segunda seria pela ação das defasagens típicas de uma mudança na expansão monetária não antecipada pelos agentes: expectativas de preços no futuro aumentam de forma mais rápida do que o alívio da oferta pela normalização do crédito. Neste caso, a taxa de juros real (calculada pela inflação esperada) é mais baixa a curto prazo e gradualmente se elevaria na medida em que a inflação cedesse e o nível de atividade voltasse ao normal. A terceira possibilidade seria por um achatamento da curva de Phillips, que significaria a necessidade de uma recessão maior para a redução da inflação.

O que poderia aumentar a inflação em 2008? Na discussão sobre os riscos para a economia americana, alguns analistas acreditam que a desaceleração provocada pelos problemas nos mercados de crédito pode juntar-se às pressões inflacionárias pré-existentes, por exemplo, o crescimento acima do potencial nos EUA no período recente, a alta dos preços de algumas matérias-primas no mercado internacional impulsionada pelo crescimento da China e de outras regiões, entre outros fatores. Neste contexto, constroem-se alguns argumentos, ainda não muito bem articulados, sobre riscos de estagflação, mas com a característica comum de ignorar como uma contração severa do crédito afeta a oferta agregada da economia.

Como discutimos no início desta seção, a combinação de forte crescimento com inflação moderada dos últimos anos sugere a existência de ganhos de eficiência econômica com a abundância de liquidez que facilitaram enormemente a tarefa dos principais bancos centrais. Este período de amenização do *trade-off* entre crescimento e inflação pode agora ter chegado ao fim. Em particular, é possível argumentar que a reversão da liquidez e do crédito fácil rompem os canais por onde a abundância financeira se transformava em eficiência econômica, restaurando alguns dilemas clássicos de política econômica. De fato, em um estudo empírico recente, [AGHION et al \(2005\)](#) encontram evidências de que, para um painel de países industrializados, quando há maior disponibilidade de crédito, há mais investimentos em projetos que aumentam o grau de produtividade da economia.

Sintetizando o argumento de forma estilizada, a contração do crédito cria a situação ilustrada na [Figura 3](#) abaixo:

Figura 3



Fonte de Dados: Galanto Consultoria

Isto é, dependendo da magnitude relativa dos deslocamentos de oferta e demanda agregada, a economia pode atingir um novo equilíbrio com um nível de atividade menor que o inicial e inflação maior ou menor que a inicial.

Isto é, dependendo da magnitude relativa dos deslocamentos de oferta e demanda agregada, a economia pode atingir um novo equilíbrio com um nível de atividade menor que o inicial e inflação maior ou menor que a inicial. A contração da oferta reflete as perdas de eficiência associadas à contração do crédito.

Qual o papel da política monetária neste contexto? Essencialmente, o afrouxamento monetário, desde que de magnitude suficiente, imporia limites à contração da demanda, levando a economia a um novo equilíbrio em 2 ao invés de 1. Neste equilíbrio, o nível de atividade é menor que o inicial; porém, a inflação é maior.

3. Crédito, Perdas de Eficiência e Política Monetária: Um Argumento Microeconômico

Na presença de informação assimétrica, a melhor forma de se proteger é reduzindo diretamente o volume de crédito oferecido. Para minimizar este problema, as instituições financeiras racionam crédito diretamente, o que afeta todos os tipos de tomadores de empréstimos, inclusive aqueles de melhor qualidade.

Nesta situação, a política monetária, que atua sobre o mecanismo de formação de preços do crédito, é incapaz de impedir que a perda de eficiência ocorra, não evitando portanto a redução da oferta agregada.

Nesta seção, resumimos os principais argumentos que relacionam uma contração do crédito às perdas de eficiência econômica e, portanto, a um choque negativo de oferta. O mecanismo fundamental reside na natureza da contração de crédito, isto é, se esta se manifesta mais em aumentos do custo de obter crédito (preços) ou pelo racionamento direto de crédito (volumes).

A idéia é que na presença de informação assimétrica, isto é, se as instituições financeiras não conseguem discernir a qualidade dos tomadores de empréstimo, a melhor forma de se proteger é reduzindo diretamente o volume de crédito oferecido. Isto porque, na ausência de informação perfeita, fenômeno que em geral se exacerba em momentos de crise, o aumento do custo do crédito (preço) tende a gerar incentivos perversos: os tomadores mais dispostos a se endividar a um custo maior são em geral os menos confiáveis e de pior **qualidade**². Para minimizar este problema de seleção adversa, as instituições financeiras racionam crédito diretamente, o que afeta todos os tipos de tomadores de empréstimos, inclusive aqueles de melhor qualidade. No caso presente, a perda de credibilidade das agências de avaliação de risco pode agravar esse efeito. Essa redução indiscriminada do crédito provoca uma perda de eficiência econômica. Nesta situação, a política monetária, que atua sobre o mecanismo de formação de preços do crédito, é incapaz de impedir que a perda de eficiência ocorra, não evitando portanto a redução da oferta **agregada**³.

Apesar de bastante estilizado, acreditamos que o argumento acima capte a essência da atual crise de crédito. Afinal, o “empocamento de liquidez” nos mercados interbancários é uma expressão do agravamento das assimetrias de informação que acometeram os principais sistemas **financeiros**⁴. Embora os desdobramentos da atuação do Fed em setembro ainda estejam por se manifestar, há um risco não-desprezível de que os instrumentos tradicionais da política monetária não sejam tão adequados para lidar com a situação atual.

4. Conclusão

Enfatizamos que os cenários mais comentados por analistas de mercado e alguns acadêmicos ignoram o potencial choque de oferta implícito em uma forte contração do crédito.

Neste artigo discutimos os principais cenários para a economia americana dada a turbulência nos mercados de crédito e a surpresa diante da ação monetária do Fed em setembro. Enfatizamos que os cenários mais comentados por analistas de mercado e alguns acadêmicos ignoram o potencial choque de oferta implícito em uma forte contração do crédito. Embora algumas destas análises considerem os riscos de uma redução do nível de atividade acompanhada de alta inflacionária, os argumentos não estão bem articulados, levando a uma possível falsa impressão de que a ocorrência de um cenário de estagflação seja bastante remota.

² Ver o artigo clássico de **STIGLITZ e WEISS (1981)**.

³ Embora o efeito de limitar a queda da demanda permaneça inalterado.

⁴ Aqui cabe destacar uma peculiaridade interessante desta crise: o agravamento das assimetrias de informação vitimizou justamente os sistemas financeiros mais maduros e com regulação “state of the art”.

Os próximos meses podem ressuscitar um clássico dilema de política econômica: se o Fed tiver de corrigir expectativas excessivamente otimistas e reagir às pressões inflacionárias em andamento, estará aprofundando os danos à economia real, por outro lado, se decidir compensar o choque de oferta originado na contração do crédito com maior afrouxamento monetário, estará colocando em risco a sua reputação de intolerância com a inflação, possivelmente antecipando o fim da era da “grande moderação”.

Procuramos, assim, estabelecer que, ao incorporar a possibilidade de que a contração do crédito se manifeste não só como um choque de demanda agregada mas também como um choque de oferta, o risco de um cenário de estagflação torna-se bem menos desprezível. Neste contexto, os próximos meses podem ressuscitar um clássico dilema de política econômica: se o Fed tiver de corrigir expectativas excessivamente otimistas e reagir às pressões inflacionárias em andamento, estará aprofundando os danos à economia real que já estão acontecendo por conta da correção de preços no mercado imobiliário e a contração do crédito provocada pela desorganização do sistema de financiamento; por outro lado, se decidir compensar o choque de oferta originado na contração do crédito com maior afrouxamento monetário, estará colocando em risco a sua reputação de intolerância com a inflação, possivelmente antecipando o fim da era da “grande moderação”. Uma evidência das dificuldades de reação dos bancos centrais diante de crises deste tipo foi a sequência de eventos que acompanhou as reações do Banco da Inglaterra aos primeiros efeitos do encolhimento da liquidez interbancária, em meados de agosto, quando interveio pela primeira vez no mercado de reservas. Até 14 de setembro, operou apenas com garantias sem risco, afirmando aceitar hipotecas como garantias apenas como caso excepcional. Porém, a crise do Northern Rock, um banco hipotecário que financiava 70% de suas aplicações de longo prazo (da ordem de US\$ 80 bilhões) com captações de curto prazo no mercado interbancário, forçou o BoE a, apenas cinco dias depois, oferecer empréstimos de três meses para os bancos contra a garantia de hipotecas. É natural, portanto, depois de tal sequência de eventos, que permaneça a dúvida para os analistas e investidores em geral: terão os bancos centrais agido muito tarde e demonstrando pouca consciência acerca da gravidade da contração de crédito em andamento, ou oferecido liquidez exagerada diante das surpresas diárias e gerando um ambiente de pouca prudência e favorável à elevação da inflação?

MONICA BAUMGARTEN DE BOLLE E DONISIO DIAS CARNEIRO

Referências Bibliográficas

AGHION, P., ANGELETOS, G., BANERJEE, A. e MANOVA, K. Volatility and Growth: Credit Constraints and Productivity - Enhancing Investment. **NBER Working Paper**, nº 11349. 2005.

BERNANKE, B. S., GERTLER, M. e GILCHRIST, S. The financial accelerator and the flight to quality. **Review of Economics and Statistics**, vol. 78, pp. 1-15.1996.

CARNEIRO, D.D. Os Suspeitos de Sempre e as Novas Vítimas. **Carta Econômica Galanto**, nº 93. Ago. 2007.

STIGLITZ, J. E. e WEISS, A. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. **American Economic Review**, 71, nº 3, pp. 393-410. Jun.1981.

SALLES, F. e WU, T.Y. Imperfeições nos Mercados de Crédito e o Nível de Atividade: Questões Conceituais. **Carta Econômica Galanto**, nº 40. Mar. 2003.

CARNEIRO, D. D., SALLES, F. e WU, T. Juros, Câmbio e as Imperfeições do Canal de Crédito. **Revista Economia Aplicada**, vol. 10, nº 1. Jan-Mar. 2006.

WOODFORD, M. **Interest & Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy**. Princeton University Press. 2003.

Apêndice: Crédito e Investimento – Evidências do Setor Corporativo de Alto Risco nos EUA

Neste artigo, argumentamos que um possível cenário de estagnação em 2008 para a economia americana estaria vinculado aos efeitos do aperto de crédito sobre a oferta agregada via perdas de eficiência econômica. Tais perdas manifestariam-se primordialmente via uma contração generalizada do investimento.

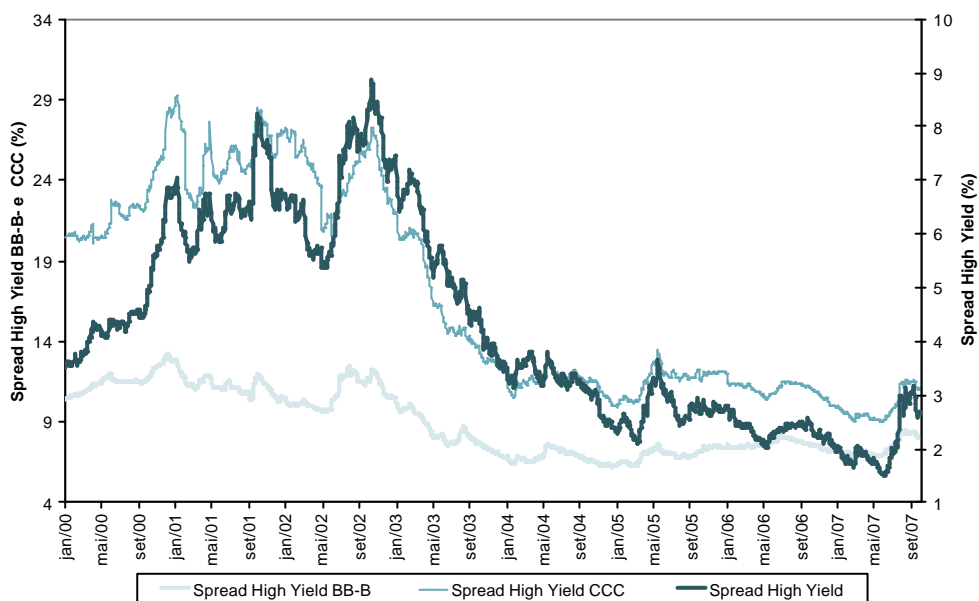
A evolução recente do setor corporativo de alto risco nos EUA (*high yield*) oferece algumas evidências preliminares sobre esses efeitos. Especificamente, analistas de algumas grandes instituições (Morgan Stanley, Goldman Sachs, PIMCO, entre outros) têm argumentado que:

- O risco do setor corporativo *high yield* não está corretamente precificado, apesar dos *spreads* terem subido desde o início da turbulência nos mercados de crédito (ver [Figura A1](#)).

- As taxas de *default* do setor *high yield* estão excepcionalmente baixas, o que em geral pressagia uma violenta correção destes ativos (ver [Figura A2](#)).

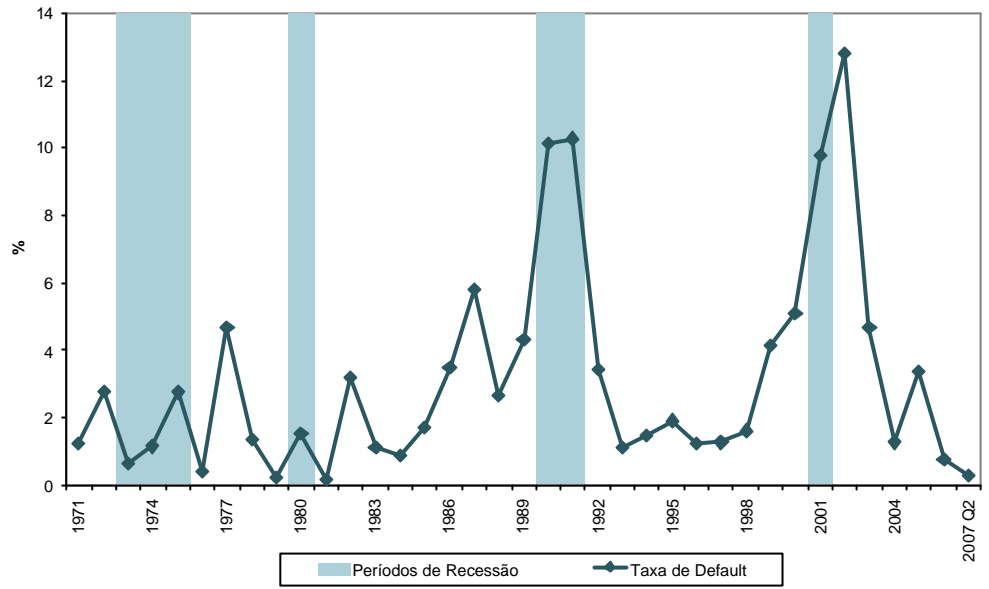
O que isto implica é que o potencial aumento de fragilidade dos balanços destas empresas aliado a um maior grau de aversão ao risco, pode gerar uma fuga generalizada de alguns ativos que tornavam o investimento relativamente barato, com um impacto negativo sobre investimento e oferta agregada.

Figura A1: EUA: Spreads do Setor Corporativo de Alto Risco - 2000 a 2007



Fonte de Dados: Merrill Lynch

Figura A2: EUA: Taxa de Default Histórica e Períodos de Recessão - 1971 a 2007



Fonte de Dados: Journal of Applied Corporate Finance (Morgan Stanley)