

Estagflação americana e bolha dos emergentes: fim de festa ou correção?

O dinheiro barato de Greenspan produziu crédito farto, milagres e milagreiros.

O problema do dinheiro barato por muito tempo é que a festa termina com uma ressaca socialmente custosa em termos da combinação de desemprego e inflação. Em 2008, começa a ressaca global.

O governo brasileiro parece ignorar que estamos em um momento de correção de rumos na economia internacional, e que isso não se deve só à crise dos *subprimes* ou ao fim de uma fase de prosperidade americana.

Governantes, banqueiros centrais e investidores já dão os clássicos sinais de quem procura avaliar a profundidade da crise e já não conseguem disfarçar aquela sensação desagradável de quem não consegue sentir o fundo debaixo dos pés. O crescimento de 2008 pode ser bem razoável, mesmo que o governo resolva ignorar as conseqüências para os anos posteriores. Basta apelar para alguns argumentos que ajudam a espalhar a crença de que a deterioração externa é um “problema americano”, e combiná-la com a visão de que o mundo está menos dependente do ciclo americano. Dado que as projeções dos preços das exportações brasileiras continuam em alta, se acreditarmos que as pressões inflacionárias atuais são pontuais e passageiras, e que não precisam ser combatidas por um aperto monetário, estamos preparados para mais uma injeção de otimismo para sustentar um ano.

O dinheiro barato de Greenspan produziu crédito farto, milagres e milagreiros. Empresas com lucros a perder de vista, economias com crescimento sem limites, investidores otimistas, gestores e banqueiros dispostos a arriscar o dinheiro alheio e governantes que se acostumaram com boas notícias. Não faltam os vendedores de elixir do crescimento eterno e ilimitado nem pilotos exímios em céu de brigadeiro. Nos tempos modernos, há ainda os que vendem proteção contra os riscos que nunca viram e que não sabem precificar, vendedores de regulação que supostamente blindam sistemas bancários contra os abusos de seus próprios administradores se eles repetirem os erros do passado e, como em toda onda crescente de confiança às vésperas de desabar, políticos que se acham ungidos pelo destino contra a teimosia da experiência histórica do ciclo econômico.

O problema do dinheiro barato por muito tempo é que a festa termina com uma ressaca socialmente custosa em termos da combinação de desemprego e inflação, cujas conseqüências são mais instabilidade econômica e maior risco para os negócios. Em 2008, começa a ressaca global. Mercados e gestores de política econômica mostram-se mais nervosos.

O governo brasileiro parece ignorar que estamos em um momento de correção de rumos na economia internacional, e que isso não se deve só à crise dos *subprimes* ou ao fim de uma fase de prosperidade americana. A favor do otimismo oficial, estão o crescimento da economia brasileira ao final de 2007, a inflação baixa, o balanço de pagamentos, os balanços das empresas, o final de ano glorioso para o comércio, a popularidade do Presidente, a euforia dos investidores e o desempenho do mercado de ações. Contra o comportamento de avestruz, há o estrangulamento da oferta de energia, a velocidade excessiva do crescimento, a elevação do consumo do governo, a dependência crescente dos preços de commodities e a deterioração da gestão macroeconômica, a derrota no Senado.

O momento de correção produz vilões: banqueiros centrais que estragam a festa, governantes que passam à História associados às desgraças sociais, banqueiros retraídos que não estão dispostos a financiar barato os sonhos de consumidores e investidores, políticos sem rumo. Mais uma etapa de correções teve início em 2007. Mas não se pode dizer, até agora, se a festa chegou ao fim ([Editorial de Agosto](#)), porque governantes, banqueiros centrais e investidores evoluem da fase da negação para a fase da minimização da seriedade. Alguns já dão os clássicos sinais de quem procura avaliar a profundidade da crise e já não conseguem disfarçar aquela sensação desagradável de quem não consegue sentir o fundo debaixo dos pés. Para permanecer na mesma rota insensata contida no discurso da Fazenda, e agora no Ipea, pisar no acelerador tem lá seus atrativos. Particularmente para quem olha para um horizonte curto, de um ano ou pouco mais pela frente. No Artigo de Conjuntura da Carta de Novembro ([BOLLE e OLIVEIRA \(2007b\)](#)), mostramos que as defasagens entre a deterioração externa e a interna, implicam que o crescimento de 2008 pode ser bem razoável em termos históricos, mesmo que o governo resolva ignorar as conseqüências para os anos posteriores. Basta apelar para alguns argumentos que ajudam a espalhar a crença de que a deterioração externa é um “problema americano”, e combiná-la com a visão de que o mundo está menos dependente do ciclo americano (argumento examinado em [BOLLE e OLIVEIRA \(2007a\)](#)). Dado que as projeções dos preços das exportações brasileiras continuam em alta, apesar da recessão americana projetada ([CARNEIRO, DEVELLY e OLIVEIRA \(2007\)](#)), se acreditarmos que as pressões inflacionárias atuais são pontuais e passageiras, e que não precisam ser combatidas por um aperto monetário, estamos preparados para mais uma injeção de otimismo para sustentar um ano. Não faltam economistas para subscrever algumas ou mesmo o conjunto destas crenças, e assim podem reforçar as apostas em mais “vamos que vamos”, no ano eleitoral.

Qual o panorama dos riscos, visto do início do ano? O primeiro é o ambiente de estagflação nos EUA. O segundo, é a incerteza quanto ao futuro do dólar. O terceiro é o risco de uma explosão repentina do que está sendo denominado de “bolha dos emergentes”.

Qual o panorama dos riscos, visto do início do ano? Escolhemos três fenômenos que estarão na tela dos analistas de risco macroeconômico na primeira metade de 2008. O primeiro é o ambiente de estagflação nos EUA, que dificulta a sinalização da política monetária. O segundo, não totalmente desvinculado do primeiro, é a incerteza quanto ao futuro do dólar. O terceiro, que será particularmente importante caso ganhe força na visão dos analistas, é o risco de uma explosão repentina do que está sendo denominado de “bolha dos emergentes”.

Tabela 1: Variação Anual das Bolsas dos Países Selecionados (Moeda Local e Dólar)

	Índia	Rússia	China	Alemanha	Japão	Reino Unido	Brasil	EUA (Dow Jones)	EUA (S&P 500)
2006	46,7% (48,1%)	91,54% (109,25%)	130,43% (137,93%)	21,98% (9,45%)	6,92% (5,89%)	10,71% (-2,84%)	32,93% (45,38%)	16%	14%
2007	47,25% (67,3%)	0,86% (7,34%)	96,66% (108,12%)	22,29% (10,53%)	-11,13% (-5,33%)	3,79% (2,34%)	43,65% (73,08%)	6%	4%

Nota: Valores entre parênteses representam a variação em dólar.

Fonte de Dados: Bloomberg e Galanto Consultoria

A estagflação americana no início de 2008

Quando 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. Fenômenos de empocamento da liquidez bancária, tal como o que vem ocorrendo desde a eclosão da crise dos *subprime*, são resultados da tentativa dos bancos de defender-se dessa seleção adversa; racionam o crédito, e isso afeta todos os tipos de tomadores de empréstimos. Na atual conjuntura, ocorreu uma redução indiscriminada do crédito interbancário, que os bancos centrais têm tentado compensar. Chamamos a atenção para o fato de que a política monetária é incapaz de impedir que se espalhem as perdas de eficiência que começam no processo de intermediação financeira. A redução da oferta agregada é consequência da contração do que Bernanke, Gertler e Gilchrist denominaram de multiplicador financeiro.

Em artigo na Carta de Setembro ([BOLLE e CARNEIRO \(2007\)](#)), fizemos uso de um argumento tradicional das consequências da informação assimétrica nos mercados de crédito, para examinar um cenário de estagflação na economia americana em 2008, em consequência da crise de confiança e da falta de liquidez.

O argumento básico é simples: quando 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 transparência, as assimetrias de informação, que em geral se exacerbam em momentos de crise de confiança, fazem com que o preço do crédito não equilibre a oferta e a procura. Quando ocorre o fenômeno generalizado de falta de liquidez, faltam preços de mercado para muitos ativos e aumentos dos custos do crédito geram incentivos perversos porque os tomadores mais dispostos a se endividar a um custo maior são em geral os menos confiáveis e de pior qualidade, e os emprestadores relutam em abrir mão da sua liquidez. Fenômenos de empocamento da liquidez bancária, tal como o que vem ocorrendo desde a eclosão da crise dos *subprime* em agosto, são resultados da tentativa dos bancos de defender-se dessa seleção adversa (emprestar aos piores); racionam o crédito e isso afeta todos os tipos de tomadores de empréstimos, inclusive aqueles de melhor qualidade.

Na atual conjuntura, ocorreu uma redução indiscriminada do crédito interbancário, que os bancos centrais têm tentado compensar, para evitar uma queda brusca não apenas da demanda global (que os banqueiros centrais podem evitar pelo afrouxamento da política monetária), mas da produção de bens via restrição de capital de giro e para a concretização dos investimentos que têm sustentado o ritmo de crescimento da oferta mundial.

Quando examinamos o argumento, chamamos a atenção para o fato de que a política monetária, que atua sobre o mecanismo de formação de preços do crédito, é incapaz de impedir que se espalhem as perdas de eficiência que começam no processo de intermediação financeira. Assim, a redução da oferta agregada é consequência da contração do que [BERNANKE, GERTLER e GILCHRIST \(1998\)](#) denominaram de multiplicador financeiro. Um fenômeno que no Brasil ajudou a explicar a contração brusca de 2003 ([CARNEIRO, SALLES e WU \(2003\)](#)).

A evidência principal do empoçamento de liquidez foi a abertura dos *spreads* entre as taxas curtas e as longas, e entre o custo de redesconto oficial e da rolagem de dívidas no mercado interbancário. Os leilões semanais de liquidez foram o reconhecimento oficial de que as quedas da taxa de juros não eram adequadas para lidar com a situação atual.

A disposição do Fed para agir foi importante, e os leilões foram um sucesso. A ação imediata dos bancos centrais europeus evitou que a iliquidez prolongada gerasse suspeita de uma onda de insolvência bancária. Mas dificilmente terá sido suficiente para reverter o impulso recessivo.

Por outro lado, as pressões sobre a inflação já são suficientemente fortes. Restaria a Bernanke tentar coibir os repasses dos preços usando mais o *fed speak* do que os juros.

Essa é uma tarefa inglória e uma péssima notícia a médio prazo. O resultado é maior incerteza para os investidores em geral e maior risco de erro para os gestores de política.

O resto do mundo segura o tranco da recessão? Depende da duração da parada americana. Nossa conclusão não tem sido animadora, mas isso não implica em pessimismo. Há fatores de resistência que podem ajudar se a recessão americana for rápida, e o *momentum* da economia chinesa é um deles. Uma recessão rápida ajudará a evitar também um colapso do dólar.

A evidência principal do empoçamento de liquidez foi a abertura dos *spreads* entre as taxas curtas (US Treasuries de 6 meses) e as longas (US Treasuries de 10 anos) que passaram de 0,1 p.p. no início de setembro para 0,6 p.p. em dezembro; e entre o custo de redesconto oficial e da rolagem de dívidas no mercado interbancário (TED Spread passou de 49,6 p.b. no início de agosto para 212 p.b. no fim de dezembro). Para lidar com o “empocamento de liquidez” nos mercados interbancários os bancos centrais de todo o mundo agiram em dezembro de modo a contrabalançar o agravamento das assimetrias de informação que se fizeram sentir nos principais sistemas [financeiros](#)¹. Os leilões semanais de liquidez foram o reconhecimento oficial de que as quedas da taxa de juros não eram adequadas para lidar com a situação atual, e que os mecanismos de redesconto tradicional, mesmo com a aceitação de ativos que não costumam servir de lastro para empréstimos aos bancos, chamou a atenção de muitos analistas para os riscos de estagflação na primeira metade de 2008: faltava combustível para os negócios, e continuavam a sobrar pressões inflacionárias.

A disposição do Fed para agir foi importante, e os leilões foram um sucesso para a virada do ano. A ação imediata dos bancos centrais europeus evitou que a iliquidez prolongada gerasse suspeita de uma onda de insolvência bancária. Mas dificilmente terá sido suficiente para reverter o impulso recessivo que continua desde que instalou-se a chamada crise dos *subprime*. Os efeitos sobre o nível de atividade continuam a espalhar-se pela economia. Os dados mostraram um aumento do desemprego aberto de 4,7% para 5% em dezembro, o pior número desde novembro de 2005. Os mercados acionários esperam desaceleração forte da produção industrial americana ao final do ano, anunciada por indicadores antecedentes tradicionais como os *surveys* do ISM, resultado das consultas entre gerentes de compras.

Por outro lado, as pressões sobre a inflação na virada do ano, reforçadas pela manutenção dos preços de petróleo em elevação e pela depreciação do dólar, já são suficientemente fortes para que os analistas dessem maior valor à confissão contida na ata da reunião do FOMC sobre a divisão do comitê entre os dois desconfortos de uma desaceleração industrial e de uma aceleração da inflação. Os mercados financeiros decidiram, na virada do ano, como sinal de juros mais baixos mais rapidamente, o que significa que restaria a Bernanke tentar coibir os repasses dos preços de importados, de alimentos e de energia sobre os preços em geral usando mais o *fed speak* do que os juros.

Essa é uma tarefa inglória, uma decisão improvável para um economista da estirpe de Bernanke, e uma péssima notícia a médio prazo: depois de descobrirem que os gestores de riqueza não sabem medir os riscos que tentam proteger, os investidores são informados de que os gestores da política monetária não são capazes de prever de forma satisfatória a combinação de inflação e nível de atividade que têm diante de si. O resultado é maior incerteza para os investidores em geral e maior risco de erro para os gestores de política.

O resto do mundo segura o tranco da recessão? A resposta simples é: depende da duração da parada americana. A Carta Galanto tem examinado os argumentos e a evidência do *decoupling*. Nossa conclusão não tem sido animadora para os que esperam que o resto do mundo possa contribuir mais do que com a defasagem dos movimentos [cíclicos](#)². Mas isso não implica em pessimismo quanto ao desempenho nem da Europa como um todo, nem dos emergentes em seu conjunto. Há fatores de resistência que podem ajudar se a recessão americana for rápida, e o *momentum* da economia chinesa é um deles. Uma recessão rápida (com início da recuperação no final de 2008) ajudará a evitar também um colapso do dólar.

¹ 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”.

² Ver [CARNEIRO e HOFFMANN \(2007\)](#) e [BOLLE e CARNEIRO \(2007\)](#).

Incertezas cambiais

Em meio às incertezas que têm caracterizado a atual transição de ciclo, as incertezas de natureza cambial têm desempenhado um papel crucial.

É razoável perguntar-se até que ponto as reações dos mercados de ativos podem decretar o fim do chamado “privilégio exorbitante” dos EUA, de financiar-se permanentemente em uma moeda cujo valor depende de suas políticas domésticas. Uma onda de desconfiança poderia desencadear uma instabilidade cambial.

A pergunta é: a correção em curso deve provocar maior fuga ao dólar porque os agentes econômicos tentarão limitar suas perdas futuras, ou prevalecerá uma visão de longo prazo, segundo a qual a correção significa menores sustos no futuro, e assim reforça o papel do dólar como moeda internacional?

Depois de tentar sustentar a força do dólar por meio de defesas pouco convincentes no primeiro mandato de Bush, podemos estar agora assistindo a sustentação do dólar como moeda de reserva, apesar das perdas que já estão a caminho.

Em meio às incertezas que têm caracterizado a atual transição de ciclo, as incertezas de natureza cambial têm desempenhado um papel crucial. A razão primária é o déficit americano, cuja correção estrutural envolve uma perda de valor da moeda com respeito aos parceiros comerciais. A boa notícia é que o dólar vem sofrendo uma contínua correção ao longo dos últimos cinco anos, tendo perdido cerca de 30% diante das principais moedas, sem causar a ruptura que se temia nos fluxos de capitais. Essa depreciação é um elemento importante na diminuição do déficit corrente americano, que passou de um auge de 6,15% do PIB em 2006 para 4,62% em outubro, sem que isso tenha custado uma desaceleração do crescimento.

Mas o dólar não é apenas a moeda americana, mas também a principal moeda internacional, na qual são denominados a maioria dos preços dos bens e dos ativos transacionados no mercado mundial, além de ser a moeda de reserva de riqueza. É, pois, razoável perguntar-se até que ponto as reações dos mercados de ativos, que até agora têm sido razoavelmente benignas com o dólar, não podem decretar o fim do chamado “privilégio exorbitante” dos EUA, de financiar-se permanentemente em uma moeda cujo valor depende de suas políticas domésticas. Uma onda de desconfiança poderia desencadear uma instabilidade cambial caracterizada pela busca de substitutos e assim agravar a crise de confiança global e particularmente dos bancos americanos.

A questão é complexa e envolve algo mais do que o papel corretivo das depreciações cambiais, especialmente quando se trata de um processo de correção da principal causa de desconfiança estrutural: o excesso de oferta da moeda padrão de trocas e de denominação de ativos. A pergunta é: a correção em curso deve provocar maior fuga ao dólar porque os agentes econômicos tentarão limitar suas perdas futuras, ou prevalecerá uma visão de longo prazo, segundo a qual a correção significa menores sustos no futuro, e assim reforçam o papel do dólar como moeda internacional?

A [Tabela 2](#) de dupla entrada abaixo ajuda a arrumar as idéias, ao combinar o estado da moeda (fraca ou forte), que representa diagnósticos sobre o nível atual, com a visão sobre os rumos da política econômica, simplificados em duas avaliações do governo (forte ou fraco), definindo-se como forte o governo que consegue sustentar uma política econômica coerente. No canto noroeste temos assim as condições que sustentam uma moeda de reserva (alto poder de compra e confiança na sustentabilidade de políticas racionais), enquanto no quadrante oposto (sudeste) as condições típicas do desastre da moeda (governo fraco com moeda fraca), como é o caso agora da Argentina, exemplo de insustentabilidade das políticas internas. Nos demais quadrantes, temos o alto risco de uma moeda forte com um governo incapaz de manter uma moeda forte (talvez o caso brasileiro, caso mantenha-se a tendência à submissão da racionalidade econômica às conveniências da sustentação política nas urnas e nas pesquisas) e o caso da moeda fraca que corrige os desequilíbrios, no quadrante sudoeste. Depois de tentar sustentar a força do dólar por meio de defesas pouco convincentes no primeiro mandato de Bush (acompanhadas de déficits fiscais crescente que minavam a confiança no dólar e agravavam o desequilíbrio externo), podemos estar agora assistindo a uma migração do dólar do quadrante nordeste para o quadrante sudoeste, o que abre espaço para a sustentação do dólar como moeda de reserva, apesar das perdas que já estão a caminho.

Tabela 2: Cenários para a Força da Moeda e Avaliação do Governo

Moeda/Governo	Forte	Fraca
Forte	Moeda de reserva	Alto risco do desequilíbrio
Fraca	Esforço corretivo	Desastre

Fonte de Dados: Galanto Consultoria

As previsões catastróficas acerca do abandono do dólar como moeda de reserva em consequência da crise não se realizaram, mas ainda há processos de desgaste. É prematuro, portanto, comemorar um *happy end* para a crise, com o dólar saindo-se ileso. Nos próximos meses, os efeitos de alinhamentos do renmimbi contra as demais moedas da zona de influência imediata da China serão relevantes diante das incertezas quanto aos movimentos de juros de curto prazo na Europa e nos EUA. Temos o euro, que ainda enfrenta problemas de governança monetária e fiscal. Nada impede, entretanto, que aumente gradualmente seu papel como moeda de referência de pagamentos e preços.

A incerteza cambial dificilmente será dissipada antes que o Fed exorcize o espectro da insolvência que ronda o sistema bancário americano.

Ao contrário das crises anteriores, os prêmios de risco têm-se sustentado. As dívidas dos emergentes mais importantes são privadas, o que removeu dois fatores de auto-agravamento do desempenho das carteiras carregadas de emergentes. Além disso, a proliferação de derivativos permitiu a segregação dos riscos de inadimplência.

Há percepção de maior governança, a melhoria institucional nos países receptores e a melhor qualidade da política macroeconômica, que sustentam o processo de *upgrading* do risco das empresas.

Finalmente deve ser lembrado que as previsões catastróficas de Nouriel Roubini acerca do abandono do dólar como moeda de reserva em consequência da crise não se realizaram, mas processos de desgaste ainda estão em andamento. É prematuro, portanto, comemorar um *happy end* para a crise, com o dólar saindo-se ileso. Na transição para um novo equilíbrio, é natural que haja um destaque para moedas como o iene e o franco suíço, como base para as arbitragens de juros, conhecidas como *carry-trades*. Mas, estas moedas, que ficam atraentes como pontos de referência para os gestores que procuram neutralizar os efeitos das oscilações do dólar em suas carteiras, não têm condições de substituir o dólar como moeda de reserva. Nos próximos meses, os efeitos de alinhamentos do renmimbi contra as demais moedas da zona de influência imediata da China (Coréia, Japão, Cingapura, Austrália e Nova Zelândia, para citar as mais importantes) serão relevantes diante das incertezas quanto aos movimentos de juros de curto prazo na Europa (que tendem a subir de forma menos duvidosa) e nos EUA (onde os dilemas de política estão menos favoráveis a projeções confiáveis). Finalmente, temos o euro, que apesar de ter-se valorizado cerca de 40% contra o dólar, nos últimos cinco anos, ainda enfrenta problemas de governança monetária e fiscal que terão de ser superados antes que possa assumir um papel de moeda de reserva. Nada impede, entretanto, que aumente gradualmente seu papel como moeda de referência de pagamentos e preços ("*invoice currency*", no jargão especializado), ou efeito Gisele Bündchen, como tem sido mais conhecido.

A incerteza cambial dificilmente será dissipada antes que o Fed exorcize o espectro da insolvência que ronda o sistema bancário americano. Em princípio, poderia contar com a ajuda valiosa dos atuais detentores de reservas abundantes, capazes e dispostos a oferecer capital de risco através dos fundos soberanos. Mas estes não parecem ser considerados parceiros confiáveis, pelo governo americano. Este assunto é retomado no [Primeiro Artigo](#) desta Carta, que analisa os obstáculos e dilemas enfrentados pelos esforços para desarmar a bomba de retardo nos primeiros meses de 2008.

Uma bolha emergente?

A principal razão para prestar a atenção nos argumentos em torno de uma bolha dos emergentes, é o papel crescente dos ativos derivados de investimentos em países emergentes nas carteiras internacionais. Ao contrário das crises anteriores, quando o otimismo desabou como um castelo de cartas, os prêmios de risco têm-se sustentado. As dívidas dos emergentes mais importantes não são públicas (soberanas) mas privadas, e no caso brasileiro, na própria moeda do país emissor, o que removeu dois fatores de auto-agravamento do desempenho das carteiras carregadas de emergentes, quando mudaram os ventos do mercado financeiro internacional. Além disso, a proliferação de derivativos permitiu a segregação dos riscos de inadimplência e uma grande parte da exposição dos fundos especializados em ativos "exóticos" está concentrada em ações e derivativos colateralizados seja em ações seja em títulos de longo prazo. Esses ativos podem agüentar mais ventos desfavoráveis do que foi o caso dos títulos da dívida pública soberana nas experiências anteriores.

A internacionalização das captações externas privadas dos países emergentes é ilustrada pela informação de que 39% dos valores dos IPO's em 2007 foram originados por empresas desses países. Este é um efeito positivo da globalização financeira. Reflete a percepção de maior governança, a melhoria institucional nos países receptores e a melhor qualidade da política macroeconômica, que sustentam o processo de *upgrading* do risco das empresas. Segundo o Financial Times, os quatro Brics levantaram mais capital via IPO's do que Canadá, França, Itália e Japão e as bolsas emergentes foram diretamente responsáveis (incluindo Hong Kong) por 38% dos volumes. O aprofundamento financeiro desses países é um fenômeno em curso, e a maior eficiência da intermediação financeira permite que a maior parte do volume levantado tenha sido a partir de fontes domésticas de poupança. A Bovespa, por exemplo foi responsável por lançamentos primários que somaram US\$ 33 bilhões, o dobro do que foi captado na bolsa de Londres.

É natural assim, que as atenções se voltem sobre algo além do desacoplamento macroeconômico desses países: a sensibilidade de suas empresas recém-capitalizadas a uma frustração das expectativas de lucros que determinaram o desempenho dos preços das ações emergentes em 2007. Esta sensibilidade ainda não foi posta à prova, daí os temores de que haja uma bolha de emergentes em gestação.

Nem todos os lucros esperados dos novos empreendimentos dependem apenas de eventos dentro dos países receptores, o que favorece tipicamente empresas exportadoras, cuja lucratividade está ligada ao que acontece com a economia mundial.

As projeções de lucros dessas empresas podem estar excessivamente influenciadas pelo otimismo quanto ao crescimento do comércio mundial e dos preços das matérias-primas industriais.

Os ganhos de capital com os preços dessas ações podem ter antecipado projeções super-otimistas para os lucros futuros. Assim, uma queda de preços diante de uma elevação dos juros e da moderação nas projeções otimistas para a economia mundial seria capaz de detonar um movimento de fuga.

Para a economia brasileira, as conseqüências deste cenário dependem, em grande medida, da resposta do governo a uma deterioração do ambiente. É difícil que não se possa contar com algum desses fatores, diante da evolução ao longo do primeiro ano do segundo mandato de Lula.

Apesar do colchão de reservas, o problema da deterioração da qualidade da gestão econômica é crucial, caso o Brasil seja arrastado no meio de uma explosão da bolha dos emergentes.

É natural assim que as atenções se voltem sobre algo além do desacoplamento macroeconômico desses países: a sensibilidade de suas empresas recém-capitalizadas a uma frustração das expectativas de lucros que determinaram o desempenho dos preços das ações emergentes em 2007. Esta sensibilidade ainda não foi posta à prova, daí os temores de que haja uma bolha de emergentes em gestação.

Por que teme-se que a valorização dos ativos possa caracterizar uma bolha inflada pelo dinheiro barato em busca de rendimentos maiores?

Primeiro, porque nem todos os lucros esperados dos novos empreendimentos que estão ao alcance dos investidores externos dependem apenas de eventos dentro dos países receptores, dada a preferência natural dos novos investidores por empresas cujas receitas e lucros sejam menos dependentes das idas e vindas das políticas econômicas internas, o que favorece tipicamente empresas exportadoras, cuja lucratividade está ligada ao que acontece com a economia mundial.

Segundo, porque as projeções de lucros dessas empresas podem estar excessivamente influenciadas pelo otimismo quanto ao crescimento do comércio mundial e dos preços das matérias primas industriais, dos alimentos e da energia.

Finalmente, porque os ganhos de capital com os preços dessas ações (e em grande medida com os títulos de dívidas) já podem ter antecipado projeções super-otimistas para os lucros futuros, o que os tornam particularmente sensíveis a uma correção sensata de cenários. Assim, uma queda de preços diante de uma elevação dos juros e da moderação nas projeções otimistas para a economia mundial seria capaz de detonar um movimento de fuga semelhante ao que ocorreu em 1998 e 2002 com os títulos de dívida soberana.

Para a economia brasileira, as conseqüências deste cenário dependem, em grande medida, da resposta do governo a uma deterioração do ambiente. Depois da crise de 1999, a flexibilização do câmbio e a reviravolta na política fiscal ajudaram na recuperação da confiança na sustentabilidade de uma política econômica racional. Esta foi novamente posta em xeque em 2002, em meio à crise de liquidez externa que pegou o Brasil em plena mudança de quadro político. A partir de 2003, restaurou-se a confiança na sustentabilidade política da equipe de Palocci, caracterizada pela preocupação com a autonomia do Banco Central e com a sinalização da austeridade fiscal como âncoras da inflação baixa e da solvência pública. É difícil que não se possa contar com algum desses fatores, diante da evolução ao longo do primeiro ano do segundo mandato de Lula.

Apesar do colchão de reservas, nada desprezível no caso de uma crise de curta duração, o problema da deterioração da qualidade da gestão econômica é crucial, caso o Brasil seja arrastado no meio de uma explosão da bolha dos emergentes. Por isso, as questões relacionadas com a postura fiscal, tal como foram exploradas em artigo da [Carta Galanto de Novembro](#)³, continuam na ordem do dia, particularmente depois que o governo foi derrotado no Senado na sua tentativa de mais uma prorrogação da CPMF. O [Segundo Artigo](#) desta Carta dá continuidade ao da Carta de Novembro e explora os desdobramentos dinâmicos do esforço fiscal, no caso em que o espaço para o expansionismo fiscal dos últimos anos fosse estreitado por um menor crescimento adicionalmente à avaria no casco do governo causada pela perda da receita da CPMF e calcula o esforço fiscal adicional em cenários alternativos para o nível de atividade.

O [Artigo de Conjuntura](#) resume o resultado do PIB do terceiro trimestre e os principais fatores que sinalizam o aquecimento da demanda, atualizando as nossas projeções para os principais indicadores macroeconômicos.

DIONISIO DIAS CARNEIRO

³ [OLIVEIRA e GUILLÉN \(2007\)](#) mostrou que os efeitos cíclicos favoráveis permitiram que o governo afrouxasse a política fiscal sem que isso tivesse implicações negativas sobre a dinâmica da dívida pública.

Referências Bibliográficas

BERNANKE, B., GERTLER, M. e GILCHRIST, S. The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework. **C.V. Starr Center for Applied Economics**, New York University. Working Paper nº 98-03. 1998.

BOLLE, M. B. e CARNEIRO, D. D. Integração Regional na Ásia e Dependência da Economia Americana. **Carta Econômica Galanto**, nº 89. Abr. 2007.

BOLLE, M. B. e CARNEIRO, D. D. EUA: Política Monetária e Riscos e Estagflação. **Carta Econômica Galanto**, nº 94. Set. 2007.

BOLLE, M. B. e OLIVEIRA, D. Brasil: Descolamento ou Defasagem? **Carta Econômica Galanto**, nº 96. Nov. 2007a.

BOLLE, M. B. e OLIVEIRA, D. Pressões Inflacionárias e Ciclo Defasado: o Brasil se Prepara para 2008? **Carta Econômica Galanto**, nº 96. Nov. 2007b.

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

CARNEIRO, D. D. e HOFFMANN, H. A Alemanha Consegue Reabilitar a Europa? **Carta Econômica Galanto**, nº 87. Fev. 2007.

CARNEIRO, D. D., SALLES, F. e WU, T. Juros, Câmbio e as Imperfeições do Canal de Crédito. Departamento de Economia. **Texto para Discussão**, nº 480. Dez. 2003.

CARNEIRO, D. D., DEVELLY, T. e OLIVEIRA, D. Política Fiscal e Contas Externas: O Impacto das Novidades. **Carta Econômica Galanto**, nº 95. Out. 2007.

OLIVEIRA, D. e GUILLÉN, D. O Resultado Fiscal Ajustado para o Ciclo Econômico. **Carta Econômica Galanto**, nº 95. Out. 2007.