

“O BANCO CENTRAL DOS ESTADOS UNIDOS, AS EXPECTATIVAS DOS MERCADOS E A DURA REALIDADE (QUE SEMPRE PREVALECE)”

Na “Análise Econômica” de agosto próximo passado fizemos comentários sobre a fala do Presidente do Banco Central americano, Ben Bernanke, no Simpósio Anual de Jackson Hole, que se realizou nos dias 25 e 26 daquele mês. Agora voltamos a nos referir a um novo evento no qual Bernanke voltou a ser a figura principal. É que nos dias 21 e 22 desse mês o Comitê de Mercado Aberto do Banco Central dos Estados Unidos (Federal Open Market Committee – FOMC) se reuniu sob a batuta desse economista para avaliar as condições e perspectivas da economia americana e tomar decisões no âmbito da política monetária. Ao final da reunião sempre é divulgado um breve comunicado que resume a avaliação e anuncia as novas decisões de política monetária. Essas decisões podem ter efeitos importantes sobre toda a economia mundial e são ansiosamente aguardadas, especialmente nos momentos de crise.

Embora essas sejam decisões tomadas por um colegiado sob o critério de maioria simples, no caso do banco central dos Estados Unidos tradicionalmente o Presidente exerce uma forte liderança sobre as decisões do Comitê. Por isso os analistas de mercado que tentam antecipar essas decisões procuram conhecer profundamente a formação acadêmica, as idéias e as inclinações daquele que exerce essa posição.

Ben Bernanke é um economista de grande prestígio que dedicou boa parte da sua vida acadêmica a estudar os fenômenos das grandes depressões na economia mundial (particularmente a Grande Depressão de 1929 a 1933). E uma das suas avaliações mais conhecidas é a de que esse longo e desastroso período de queda da atividade econômica não precisaria ter ocorrido se o atual estado das artes da teoria econômica já fosse conhecido e tivesse sido utilizado na sua plenitude (neste sentido, Bernanke adotou uma avaliação semelhante à que já havia sido feita pelo economista Milton Friedman, alguns anos antes).

Uma avaliação de Bernanke sobre ameaças de depressão econômica que se tornou bastante conhecida foi a de que, mesmo quando a taxa de juros já tiver sido reduzida para próximo de zero, e o risco de deflação já se fizer presente, a política monetária ainda dispõe de instrumentos poderosos para reativar a economia. Ou seja, Bernanke conquistou a reputação de um competente economista que desenvolveu

sólidos argumentos no sentido de que a política monetária é um instrumento ainda mais poderoso para afastar os riscos de recessão do que até recentemente se acreditava.

Não é surpreendente que ele tenha sido escolhido para presidir o banco central americano numa das fases mais difíceis da história dos Estados Unidos (com a crise econômica que teve início em 2008). Como também em nada deveria surpreender o fato de que os agentes de mercado se acostumaram a esperar das reuniões do FOMC sob a presidência de Bernanke medidas que sempre injetavam um ânimo renovado na combalida economia e nos preços dos ativos de risco.

Até recentemente Bernanke vinha fazendo jus plenamente a essas expectativas dos mercados. De fato, mesmo após reduzir a taxa de juros para próximo de zero ele conseguiu, durante vários meses, exercer um grau de ativismo que mantinha os preços dos ativos em renovada trajetória de alta, a cada comunicado que se seguia à reunião do FOMC. Foi assim que ele inundou o mundo de dólares com a sua chamada política de *quantitative easing*.

Ocorre que essa política provocou uma enorme bolha nos preços de alguns ativos, como o ouro e as *commodities* metálicas e agrícolas em geral, e desvalorizou o dólar frente a todas as moedas do mundo, mas seus efeitos positivos sobre a demanda e a atividade econômica foram se tornando, na margem, cada vez menores. Ou seja, apesar do agressivo ativismo de Bernanke e de sua crença entusiástica sobre o potencial da política monetária, ele já havia explorado quase inteiramente esses instrumentos sem conseguir resultados satisfatórios no que concerne à redução da taxa de desemprego.

Mesmo assim, grande parte dos agentes econômicos nos mercados do mundo inteiro ainda nutria uma expectativa de que Bernanke pudesse injetar uma nova dose de ânimo nos preços dos ativos, como as ações e as *commodities*, ao final dessa reunião dos dias 21 e 22 de setembro. Mas o que se viu foi o contrário: o comunicado divulgado ao final da reunião provocou violentas quedas dos mercados acionários pelo mundo inteiro. Por que e de que forma dessa vez foi diferente?

Para responder a essa indagação vamos primeiramente destacar os principais pontos do Comunicado que foi divulgado, como de praxe, ao final da reunião.

1. O crescimento econômico permanece lento, com fraqueza continuada nas condições gerais do mercado de trabalho. A despesa das famílias (*principal componente da demanda agregada*) tem crescido de forma modesta;
2. A inflação parece ter arrefecido em relação a momentos anteriores da economia, já que os preços da energia e de algumas *commodities* declinaram em relação aos seus picos recentes. As expectativas de longo prazo para o crescimento dos preços têm permanecido estáveis;
3. O Comitê continua a esperar alguma melhora na recuperação da atividade econômica nos próximos trimestres, mas antecipa que a taxa de desemprego vai declinar de forma muito lenta;
4. Além disso, há riscos significativos de piora do cenário, incluindo tensão nos mercados financeiros globais;
5. O Comitê decidiu estender o prazo médio dos ativos que mantém em sua carteira. Até final de junho de 2012 vai comprar US\$ 400 bilhões de “Treasury Securities” com prazo a vencer de 6 a 30 anos, e vender igual valor de títulos com prazo 3 anos ou menos. Acredita que isso deverá colocar pressões baixistas nas taxas de juros de longo prazo e tornar as condições financeiras mais acomodatórias;
6. Decidiu também passar a reinvestir os pagamentos do principal da sua carteira de “Agency Debt” e “Agency Mortgage-Backed Securities” em “Agency Mortgage-Backed Securities”, para melhorar as condições no mercado de hipotecas;
7. O objetivo para a taxa dos *federal funds* (*taxa de juros overnight*) permanece entre 0 e 0,25 e provavelmente assim ficará até meados de 2013;
8. O Comitê está preparado para empregar seus instrumentos como se mostrar apropriado;

Dentre os 10 votantes, 03 ficaram contra qualquer medida acomodatória adicional nesse momento (*ou seja, contra as medidas resumidas nos itens 5 e 6 acima*).

Obviamente a queda dos mercados se deveu a algum tipo de frustração da média das expectativas em relação ao teor do Comunicado. E essa frustração poderia ter sido, fundamentalmente: 1. quanto à avaliação feita sobre o estado atual e as expectativas da economia americana e mundial;

2. quanto às medidas adotadas com o objetivo de reativar a economia.

A nosso ver, a frustração se deu, de um modo geral, em ambas essas categorias.

De fato, o Comunicado reconheceu que a atividade econômica permanece fraca, sem que tenha mais o argumento usado em ocasiões recentes de que isso se devia a fatores temporários. Mas o mais grave foi a referência aos riscos de piora adicional decorrente da possibilidade de eclosão de novo período de *stress* nos mercados financeiros globais. Todos sabem que esta foi uma referência à crise da União Européia e um reconhecimento de que o FED está de acordo com avaliações pessimistas sobre a vulnerabilidade do sistema bancário europeu (como as que vinham sendo feitas pelo FMI, provocando reações iradas do Banco Central e das autoridades da Zona do Euro). Não foi à toa que as ações dos bancos europeus estiveram entre as maiores quedas observadas após a divulgação do Comunicado.

Quanto às novas medidas de estímulo, a chamada “operação twist”, por meio da qual o FED procurou reduzir ainda mais a taxa de juros de longo prazo (e aparentemente já está sendo bem sucedido), já era amplamente esperada pelo mercado. E a decisão de voltar a efetuar compras líquidas de ativos relacionados ao mercado de hipotecas foi bastante surpreendente, mas acabou sendo interpretada como uma indicação de que a avaliação do FED sobre as expectativas da atividade econômica é muito negativa (já que vários membros do FED já haviam manifestado anteriormente seu desconforto em relação à compra de títulos privados pelo banco central dos Estados Unidos). Além disso, uma parcela do mercado esperava outras medidas que não foram adotadas, como a redução da taxa de remuneração dos depósitos dos bancos junto ao banco central e até mesmo alguma sinalização mais forte sobre uma futura adoção do *quantitative easing* 3.

Em resumo, a mensagem essencial deste Comunicado do FOMC foi bastante clara e enfática. Por um lado, aproximadamente três anos depois que a atual crise econômica atingiu seu apogeu, no último trimestre de 2008, reconheceu que a atividade econômica nos Estados Unidos continua fraca e que o desemprego permanecerá elevado por um longo período. Por outro, deixou claramente implícito o reconhecimento de que já gastou a grande maioria do arsenal da política monetária. Como se não bastasse, reconheceu que é significativo o risco de um novo *stress* nos mercados financeiros globais. E esse risco

se origina da crise que atinge a maioria dos países da Europa, especialmente a Zona do Euro.

Bernanke vinha lançando mão de toda a sua criatividade e crença no potencial da política monetária. Mas agora parece ter deixado claro que não estará disposto a sacrificar a sua credibilidade tentando retirar coelhos da cartola ou falsear a avaliação sobre o estado da economia. Afinal, a realidade sempre acaba prevalecendo. E a tentativa de ocultá-la apenas agrava e estende os problemas, além de muitas vezes destruir reputações.

Nos Estados Unidos, as principais medidas que poderiam acelerar a recuperação da economia e a queda da taxa de desemprego já não se encontram mais na esfera do banco central e da política monetária. E não é preciso ser um economista brilhante para saber que a crise na Zona do Euro é muito grave e não poderá ser superada com os tipos de medidas paliativas que vêm sendo adotadas até agora (mais austeridade e provimento temporário de liquidez para economias que já estão em recessão e insolventes).

O mergulho numa nova recessão mundial ainda não é inevitável. Mas agora depende eminentemente da rápida e decidida ação dos governantes e dos políticos, especialmente no mundo desenvolvido. Bernanke já havia transmitido essa mensagem no Simpósio de Jackson Hole, no mês passado. E a ausência de sinais suficientemente positivos nessa área infelizmente tem deixado os mercados extremamente nervosos e instáveis, mas numa clara tendência de deterioração.

Agora as esperanças se voltam para a reunião do G20. Esperemos que as medidas enfim correspondam à gravidade da crise, pois o impacto de novas frustrações nos mercados e no desempenho da economia mundial tende a ser cada vez mais forte. E a resistência do doente já está muito combatida.

BRASIL

As causas da recente disparada na cotação do dólar frente ao real podem ser resumidas como segue:

1. contínua deterioração dos fundamentos da economia mundial;
2. a avaliação de boa parte dos analistas de mercado de que o aperto efetivo da política fiscal não tem correspondido ao discurso do governo;
3. a surpresa com o *timing* e a magnitude da redução da taxa de juros e da sinalização para os próximos meses, dando lugar a suspeitas (para alguns, a convicção) de que a meta de inflação foi substituída por uma meta de crescimento;
4. as medidas recentes que visavam combater a ação dos “especuladores” na venda de contratos de dólar futuro, e que agora dificultam que o livre funcionamento do mercado por si só amenize as pressões altistas.