



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
Instituto de Economia

A POLÍTICA MONETÁRIA NO FIO DA NAVALHA – AMEAÇAS  
DE UM CICLO DE ATIVOS

**Maurício Dias Leister**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto de Economia da UNICAMP para obtenção do título de Mestre em Ciências Econômicas, sob a orientação do Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro.

*Este exemplar corresponde ao original da dissertação defendida por **Maurício Dias Leister** em 11/09/2006 e orientado pelo Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro.*

CPG, 11 / 09 / 2006

Campinas, 2006

**Ficha catalográfica elaborada pela biblioteca  
do Instituto de Economia/UNICAMP**

L535p Liester, Mauricio Dias  
A politica monetaria no fio da navalha: ameaças de um ciclo de ativos/  
Mauricio Dias Liester. - Campinas, SP: [s.n.], 2006.

Orientador : Ricardo de Medeiros Carneiro.  
Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto  
de Economia.

1. Ações (finanças). 2. Bolsa de valores. 3. Globalização. 4. Política  
monetaria. I. Carneiro, Ricardo de Medeiros. II. Universidade Estadual de  
Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

06-062-BIE

**Título em Inglês:** The monetary policy in the wire of the razor: threats of na assest cycle.

**Keywords:** Stock exchange; globalization; monetary policy, asset price.

**Área de concentração:**

**Titulação:** Mestre em Ciência Econômica

**Banca examinadora:** Prof. Dr. Ricardo de Medeiros Carneiro  
Prof. Dr. Dante Mendes Aldrighi  
Profa. Dr. Antonio Carlos Macedo e Silva

**Data da defesa:** 11.09.2006

**Programa de Pós-Graduação:** Economia

Dedico esta dissertação aos meus pais Benedito e Celina, e a minha avó Maria (sempre presente no coração)

## AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar agradeço a Deus por ter concedido saúde, ânimo, equilíbrio e todas as condições necessárias para atingir mais este desiderato pessoal.

Ao professor Ricardo Carneiro, orientador, pela paciência, atenção e esclarecimentos dispensados durante toda a elaboração dessa dissertação. Agradeço também aos professores Antônio Carlos Macedo e Silva e Maryse Farhi pelas inúmeras contribuições na qualificação do projeto.

Aos amigos e companheiros do mestrado. Aos amigos Rodrigo Luiz Medeiros e Gustavo pelas muitas viagens entre São Paulo e Campinas acompanhadas por conversas interessantes e descontraídas. Aos amigos Andréia, Alexandre, Caio, Carol, Rafael, Rodrigo Orair e Rodrigo Hussne que tornaram as aulas e as rodas de bate-papo muito mais descontraídas e instigantes.

Ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) pela bolsa concedida que me garantiu o suporte financeiro necessário durante o curso.

De todo o meu coração agradeço aos meus pais Benedito e Celina por toda a beleza que representam e por sempre terem incentivado o estudo. Mas muito mais, por terem transmitido em toda minha vida valores de amor, perseverança, honestidade, companheirismo e respeito.

Aos meus queridos irmãos Debora e Daniel, verdadeiros amigos que sempre apoiaram minhas decisões e comemoraram cada vitória alcançada.

Aos meus estimados tios e primos que nunca deixaram de transmitir mensagens de coragem e ânimo.

À Glauciene que tornou os últimos meses do mestrado muito mais agradáveis.

Certamente, nunca conseguiria expressar em apenas uma página a minha enorme gratidão a todos aqueles que, direta ou indiretamente, me acompanharam e participaram no desenvolvimento deste trabalho. Assim sendo, peço desculpa aos que, por falta de espaço ou descuido, não foram citados. Mas com certeza todos os meus amigos e familiares, de alguma forma que nem imaginam, me auxiliaram a completar mais esta etapa.

Mauricio Dias Leister

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>1</b>
<b>2 AS BOLHAS DO PONTO DE VISTA TEÓRICO.....</b>	<b>5</b>
2.1 Hipótese dos Mercados Eficientes (HME) .....	5
2.2 Finança Comportamental (FC) .....	10
2.3 Kindleberger e a abordagem pós-keynesiana.....	15
<b>3 CICLO DE ATIVOS E ATIVIDADE ECONÔMICA.....</b>	<b>21</b>
3.1 A desregulamentação financeira e a estabilidade inflacionária.....	21
3.2 O comportamento das famílias.....	27
3.3 O comportamento dos investidores institucionais.....	31
3.4 O comportamento das empresas.....	33
3.5 O comportamento dos bancos e os impactos sobre o crédito.....	38
<b>4 POLÍTICA MONETÁRIA E CICLO DE ATIVOS.....</b>	<b>45</b>
4.1 A abordagem convencional.....	47
4.2 A abordagem alternativa.....	53
4.3 Representação esquemática.....	70
<b>5 OS ESTADOS UNIDOS E A “NOVA ECONOMIA”.....</b>	<b>77</b>
5.1 O boom.....	82
5.2 O colapso.....	93
5.3 A visão benevolente.....	101
5.4 A bolha imobiliária.....	103
<b>6 CONCLUSÃO.....</b>	<b>109</b>
<b>7 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>111</b>

## RESUMO

Este trabalho tem como tema os dilemas e desafios enfrentados pelas autoridades monetárias das economias centrais na condução da política monetária quando se está diante de uma bolha de ativos mobiliários ou imobiliários. Sua finalidade é apresentar os receituários prescritos pelos economistas que seguem a tradição da hipótese dos mercados eficientes e aqueles que admitem alguma manifestação de irracionalidade/imperfeição no comportamento dos agentes participantes dos mercados financeiros. Para cumprir essa tarefa primeiramente será apresentado o conceito teórico de bolha de acordo com essas duas visões. Em seguida será feita uma breve descrição de como o processo de desregulamentação financeira, que ganhou força a partir da década de 1970, permitiu que as bolhas se tornassem recorrentes e intrínsecas ao sistema capitalista, bem como o modo pelo qual os ciclos de ativos afetam as principais variáveis macroeconômicas. A partir de então abre-se caminho para melhor compreender as vantagens e desvantagens de se adotar uma política monetária passiva diante das bolhas (como prefere a visão neoclássica convencional) ou pró-ativa (como defende a visão alternativa). Como ficará evidente este é um tema novo e controverso para a teoria econômica e não se tem aqui o objetivo de apresentar uma solução definitiva para os dilemas da autoridade monetária. Pretende-se tão somente mapear as diferentes visões a respeito do tema. Por fim há ainda um último capítulo onde se faz uma breve análise da bolha de ações (e a conseqüente bolha de imóveis) que a economia norte-americana experimentou do final da década de 1990.

## **ABSTRACT**

The subject of this work are the trade-offs and challenges faced by Central Banks of the developed countries in the conduction of the monetary policy in the occurrence of a stock or real state bubble. In this thesis are presented the opinions of economists that believe in the random walk theory and in the efficient market hypothesis, and of those that assume some irrationality in the behavior of financial markets in respect of how Central Banks should use the monetary policy in the occurrence of bubbles. First it is showed the theoretic bubble concept under these two viewpoints. After that, the second chapter shows a short analysis of how the financial deregulation since 1970 has allowed bubbles to be more frequent and to have enough power to affect macroeconomic variables. The third chapter shows the advantages and disadvantages of adopting an either passive or active monetary policy to combat bubbles. This is a controversial subject to the economic theory and the purpose of this thesis is not to present a definitive solution for these challenges. The pretension here is solely identify the existing visions on this subject. Finally, the last chapter presents a short analysis of the “internet” bubble in the United States during the second half of the nineties.

## 1 - INTRODUÇÃO

A atual onda de internacionalização do sistema financeiro iniciou-se nos anos 1970, e ganhou força a partir da década de 80. Nesse meio tempo alterou-se substancialmente a natureza e os determinantes da dinâmica econômica mundial. A ação das políticas macroeconômicas domésticas foi restringida pela desregulamentação dos mercados financeiros, maior mobilidade internacional do capital, maior volatilidade das taxas de câmbio, e pelo surgimento de inovações financeiras.

Um dos efeitos mais marcantes desses novos ventos foi a multiplicação de episódios de turbulência financeira. Essa dissertação de mestrado se debruçará em específico sobre um subconjunto das turbulências financeiras: a questão das bolhas financeiras desde a década de 1980, principalmente as bolhas de ações.

Não se está dizendo aqui que crises financeiras oriundas de movimentos especulativos sejam eventos inéditos. Haja vista o proeminente caso da quebra da Bolsa de Nova York em 1929. A novidade consiste em que desde a década de 80 essas crises mostram-se mais recorrentes e com grande rapidez essas crises deixam o seu epicentro e o risco torna-se sistêmico. Seria como se os terremotos se tornassem mais freqüentes e poderosos.

O período escolhido se deve, então, ao fato de que na atualidade a ocorrência de bolhas deixou de ser um fenômeno atípico, um desvio transitório, um parêntesis no decorrer de uma dinâmica financeira antes sensata, para se tornar um fenômeno intrínseco e perene do regime de acumulação financeirizado.

As bolhas são situações em que se verifica “um aumento não sustentável nos preços causado pelo comportamento comprador dos investidores, e não por informações fundamentais e genuínas sobre as ações”<sup>1</sup>. Os valores fundamentais são dados justamente pelas expectativas sobre os retornos futuros, por períodos não curtos<sup>2</sup>. Durante uma bolha, os preços passam a estar correlacionados positivamente com a sua própria taxa de variação e, a cada momento, as expectativas de valorização se auto-realizam, a despeito dos desvios em relação aos “níveis de equilíbrio”.

---

<sup>1</sup> Shiller (p.3, 2000)

<sup>2</sup> De modo simples pode-se dizer que o preço de uma ação é calculado de acordo com as expectativas sobre o fluxo de rendimentos futuros (dividendos).

A identificação de uma bolha é complexa, e tema que envolve muitas incertezas e polêmicas, como ficará evidente nesta dissertação. E este fenômeno financeiro das bolhas recorrentemente torna-se o centro das atenções entre economistas e participantes do mercado financeiro, porque elas podem distorcer consideravelmente as principais decisões e variáveis econômicas.

Por exemplo, através do efeito riqueza ou da expansão do crédito pela valorização das garantias, uma bolha de ações pode gerar um aquecimento do consumo e do investimento, uma valorização cambial, e, por vezes, pressões inflacionárias. E, por outro lado, quando uma bolha colapsa os efeitos adversos mais comuns são: recessão, desequilíbrios patrimoniais, *credit crunch* e desvalorização cambial, e no seu conjunto esses efeitos podem afetar gravemente a saúde do sistema financeiro.

Dado que o novo ambiente de finanças desregulamentadas possibilitou um aprofundamento das crises financeiras, e que as bolhas podem deixar marcas extremamente indesejáveis no cenário macroeconômico, torna-se evidente que este deve ser um ponto de contínua preocupação para as autoridades monetárias. Se uma bolha é capaz de gerar tamanha instabilidade espera-se que os Bancos Centrais tentem reagir ou conter o surgimento das bolhas. No entanto, o que se observa é que as autoridades monetárias, em geral, agem passivamente diante do desenvolvimento das bolhas, provendo liquidez somente no caso de um colapso, e não tomando medidas ativas para conter o desenvolvimento da bolha ainda na fase de boom, de expansão acelerada dos preços.

Esse aparente paradoxo é o tema central desta dissertação. Os Bancos Centrais devem ou não agir de forma mais pró-ativa<sup>3</sup> diante das bolhas? Quais os dilemas que a política monetária enfrenta diante de um ciclo de ativos? Pode a autoridade monetária abortar uma bolha sem comprometer a atividade econômica? Uma política monetária pró-ativa consegue limitar os impactos adversos da instabilidade financeira na atividade econômica?

A preferência pelos ativos de bolsa de valores se deve ao fato de que esses, em geral, apresentam maior volatilidade que outros tipos de ativos. Além disso, grande parte dos trabalhos empíricos já realizados utiliza esses ativos porque há menor dificuldade de se obter informações e dados para as ações.

---

<sup>3</sup> Por política monetária pró-ativa entende-se uma resposta do Banco Central ainda durante a fase de boom de um determinado ciclo de ativo, com vistas a desinflar a bolha e, dessa forma, evitar um possível e futuro colapso, ainda que este não se mostre iminente.

O foco também será sobre as bolhas de ações em países industrializados, ou seja, nas economias centrais. Isso porque essas economias têm mercados financeiros mais profundos, e as bolhas de ações, desde a década de 80, se manifestaram com maior frequência nesses países. Exemplos notáveis foram vistos nos Estados Unidos, Japão, Reino Unido, Holanda, Suécia e Finlândia. Além disso, a maior parte dos trabalhos empíricos se refere a estas nações devido também à maior disponibilidade de dados.

Diante do exposto até aqui, as hipóteses que esta dissertação pretende pesquisar são basicamente duas:

1. a desregulamentação financeira, iniciada na década de 70, propiciou uma maior ocorrência de bolhas de ativos, ou seja, as bolhas deixaram de ser fenômenos esporádicos e atípicos, e tornaram-se natural e intrínsecos à nova lógica de valorização do capital;
2. Apesar da maior frequência das bolhas os Bancos Centrais, de modo geral, evitam tratar desse problema de forma pró-ativa por enxergarem dificuldades no desarmamento das bolhas. Na visão do conjunto dos banqueiros centrais os riscos de uma atuação pró-ativa não são compensados pelos possíveis benefícios.

Vale lembrar que essa segunda hipótese é tema relativamente recente na ciência econômica, e não apresenta uma literatura muito vasta, nem mesmo conclusões/visões já bem estabelecidas. Há, portanto, discordâncias e polêmicas entre os estudiosos do tema, e o principal objetivo dessa dissertação é justamente mapear as opiniões existentes, bem como apresentar seus respectivos argumentos. Não há aqui a pretensão de apresentar uma solução para a questão, pois como ficará claro este é um assunto que envolve muita incerteza, subjetividade e discricionariedade. Mas nem por isso a discussão é desinteressante ou mesmo de pouca importância.

Filardo (p.1, 2004) resumiu bem a polêmica em questão:

Should we react or not? This is a question that has been asked over and over again by central banks, especially when asset prices have moved in a seemingly anomalous fashion. On the one hand, reacting may moderate the upward path of unsustainable asset prices and possibly prevent a disorderly unwinding. On the other hand, reacting may forestall a beneficial burst of economic activity and raise

questions about a central bank's competencies. The trade-off is particularly difficult to calibrate because of various types of uncertainty associated with the analysis of the problem. Is it a bubble or is it not? How should asset prices generally and asset price bubbles specifically be modelled? What are the likely consequences of booms and busts?

Tendo isto em mente, na seção um há uma breve análise sobre a interpretação teórica das bolhas pelas principais correntes de pensamento econômico, isso terá reflexo nas recomendações de como deve a autoridade monetária reagir ao fenômeno das bolhas. Já a segunda seção apresenta sucintamente como se desenvolveu o ambiente macroeconômico desregulamentado que emergiu em meados da década de 1970, ambiente este que permitiu que as bolhas se tornassem intrínsecas ao sistema capitalista. Também nesta segunda seção resumidamente se descreverá a influência das bolhas sobre a atividade econômica, para que fique evidente a importância que os ciclos de ativos adquiriram nas últimas décadas e, dessa forma também se justifica porque as autoridades monetárias devem dispensar atenção ao tema. A terceira seção abordará as relações existentes entre o ciclo de ativos e a política monetária, apresentam-se aí duas diferentes visões sobre a questão. Por fim, a quarta seção apresenta sucintamente como se deu a condução da política monetária pelo Fed quando se deparou com a bolha de ações no final da década de 1990, para que assim se possa compreender um caso prático dos dilemas encontrados por um Banco Central quando tem de se tratar de desvios exagerados dos preços dos ativos dos fundamentos reais da economia.

## 2 – AS BOLHAS DO PONTO DE VISTA TEÓRICO

Convencionalmente assume-se que o preço de um ativo financeiro deve refletir o valor presente do fluxo de pagamentos futuros, esperados. Ou seja, determinar o “preço justo” de um ativo financeiro envolve a precificação das expectativas dos agentes participantes do mercado financeiro quanto ao fluxo de pagamentos futuro. Expectativas por si só já é difícil de se julgar se está ou não embasada em “fundamentos”. Mais difícil ainda é determinar se o mercado financeiro está experimentando uma bolha, ou seja, se os preços estão se descolando **persistentemente** dos ditos “fundamentos”.

Com isso em mente, é importante que seja brevemente discutido como as principais correntes de pensamento econômico abordam teoricamente a formação de preços dos ativos financeiros e, conseqüentemente, o fenômeno das bolhas. Nesta seção a comparação será entre a visão convencional neoclássica de um lado e, de outro lado, a visão das finanças comportamentais e a abordagem pós-keynesiana no que diz respeito à eficiência dos mercados financeiros, ao papel da atividade especulativa nestes mercados e ao modo como se formam as expectativas.

### 2.1 - Hipótese dos Mercados Eficientes (HME)

A eficiência de mercado tem sido a hipótese dominante na área de finanças desde a década de 1970. O argumento central dessa teoria é a de que em um mercado eficiente o preço de cada ativo reflete **integralmente** as informações disponíveis no momento. A hipótese dos mercados eficientes fundamenta-se em duas construções mentais: a teoria da utilidade esperada e as expectativas racionais.<sup>4</sup>

Dessa forma, a teoria de mercados eficientes considera que há um comportamento humano racional, maximizador de utilidades esperadas e apto a processar de maneira ótima todas as informações disponíveis. Neste sentido, pode-se dizer que os mercados são operados por agentes representativos que atuam sob **racionalidade ilimitada**, tomando decisões de acordo com a teoria da utilidade esperada, formando expectativas não-viesadas

---

<sup>4</sup> Shiller (2002)

sobre eventos futuros, e que conseguem atribuir com precisão probabilidades aos eventos futuros, quando submetidos a escolhas que envolvam incertezas.<sup>5</sup>

Resumidamente, segundo Aldrighi e Milanez (2005, p.44), as suposições da HME são:

- (a) concorrência perfeita: há participantes em número suficiente nos mercados de ativos financeiros para impedir que a decisão isolada de um deles afete os preços;
- (b) os investidores têm preferências estáveis, formam expectativas racionais e maximizam suas utilidades esperadas;
- (c) as expectativas dos investidores são homogêneas, pois supõem-se que os investidores são racionais e têm igual acesso às informações e aos mercados;
- (d) novas informações sobre os ativos financeiros surgem aleatoriamente, ensejando ajustes instantâneos nos portfólios dos investidores;
- (e) não há fricções: os ativos são homogêneos, divisíveis e não envolvem custos de transação.
- (f) os agentes são capazes de processar de maneira ótima todas as informações disponíveis.

Diante desses pressupostos o preço corrente de um ativo é sempre considerado como justo, as informações estão sempre corretamente “precificadas”. Ou seja, “o verdadeiro valor do ativo está sempre corretamente refletido no seu preço de mercado, mudanças nesse preço ocorrem apenas quando surgem novas informações relevantes que afetam as expectativas sobre o retorno futuro e a percepção do risco e a liquidez do ativo” (Aldrighi e Milanez op cit, p. 44). Além disso, a suposição da HME de que as informações são as mesmas para todos os investidores elimina a possibilidade de ganho acima do retorno médio, pois os preços dos ativos financeiros se ajustam a uma determinada informação antes mesmo que se pudesse negociá-lo. Somente se um investidor tivesse acesso privilegiado a novas informações relevantes sobre o ativo é que poderia “vencer o mercado”.

Segundo Aldrighi e Milanez op cit, em uma versão mais refinada, a HME prescinde das suposições de que todos os investidores estejam igualmente informados sobre os

---

<sup>5</sup> Milanez (2003)

fundamentos de um ativo financeiro ou de que tenham expectativas racionais sobre seu preço futuro, nesta versão assume-se que, na média, elas estão sempre corretas. Assim, o movimento especulativo que pode levar os preços a se desviarem dos fundamentos estaria associado à existência de “insensatos *noise traders*”, que são investidores curto-prazistas que acreditam saber mais do que o mercado. Os *noises traders* se diferenciam dos “arbitradores”<sup>6</sup> — investidores que formam suas expectativas racionalmente - por serem, em média, mais agressivos e mais propensos ao risco. Sua ação resulta no fato de que nem toda demanda por ativos pode ser resultado de um comportamento racional, mas sim de uma resposta de expectativas ou sentimentos que não são justificados completamente pela informação existente. No entanto, a ação dos “arbitradores” faz com os preços dos ativos sejam levados de volta em direção aos fundamentos do mercado. Pois se os agentes racionais julgam que as ações estão subvalorizadas, irão comprá-las até que o preço atinja o nível em que este não é mais considerado baixo. Do mesmo modo, se os preços estão sobrevalorizados, a arbitragem, via operações de venda, irá trazê-los de volta para um nível consistente com os “fundamentos”.

Assim, as eventuais distorções nos preços serão episódicas, *anomalias* instantaneamente capturadas pelos agentes racionais através de mecanismos de arbitragem<sup>7</sup>. Logo, a diferença entre valor de fundamento do ativo (estimado de acordo com as expectativas racionais) e seu preço de mercado (distorcido pela ação dos *noise traders*) fornecerá o incentivo para que os investidores informados revelem as informações de que dispõem, transmitindo-as aos preços.

Como conclusão tem-se que, se válida,

a HME implicaria, entre outros resultados, que mudanças nos preços refletiriam apenas novas informações, que os volumes de transação nos mercados financeiros seriam modestos, que os preços dos ativos financeiros apresentariam uma trajetória aleatória, e que os indivíduos diversificariam seus portfólios. Acumulam-se, entretanto, evidências sobre o irrealismo dessa hipótese e de suas previsões: os portfólios são pouco diversificados, os fundos de ações são

---

<sup>6</sup> O termo “arbitragem” para muitos é equivocado, pois “arbitragem” teoricamente implica a inexistência de risco, bem como a ausência de qualquer capital próprio envolvido. E como ficará claro mais adiante, na prática é natural e possível que determinadas operações de arbitragem incorporem algum risco e envolvam algum capital próprio. Mas esse é o termo utilizado pela literatura da HME, onde teoricamente, dadas as hipóteses assumidas, pode-se concluir que não há risco. Então aqui, como está se tratando da HME o termo será reproduzido conforme advoga essa linha teórica.

<sup>7</sup> Alves Junior et. al (2000, p.85)

ativamente administrados, há discrepâncias persistentes entre preços de mercado e valores baseados em fundamentos [...] (Aldrighi e Milanez, 2005, p.63)

Ao se falar em “discrepâncias persistentes entre preços de mercado e valores baseados em fundamentos” logo surge a idéia de bolha, por mais difícil que seja conceituar este termo. Mas no arcabouço da HME o fenômeno de bolha surge como um paradoxo. Pois, do ponto de vista da HME não faz sentido falar que os preços das ações subiram ou caíram mais, ou menos, que o suficiente se nenhuma nova informação ou fato foi anunciado em algum momento. Para o *mainstream* a especulação como regra, ou um fenômeno constante e recorrente, não pode ser desestabilizante. Bolhas de ativos são consideradas improváveis se não impossíveis em um funcionamento “normal” do mercado.

Diante das evidências empíricas a teoria neoclássica não nega a possibilidade de ocorrência de “bolhas”, mas afirma que as mesmas só irão manifestar-se em circunstâncias muito particulares; de forma que a sua ocorrência é tida como *improvável* do ponto de vista teórico.

Ou seja, esse diagnóstico revela um dos maiores perigos associados ao uso da teoria econômica:

rejeitar a relevância de um fenômeno observável no mundo real simplesmente porque ele não tem espaço dentro da teoria aceita a respeito da forma pela qual as economias de mercado funcionam. Não se trata, contudo, de negar a existência de um determinado fenômeno; mas sim de considerá-lo de importância secundária como objeto de investigação científica pela única razão de que o mesmo não é compreensível a partir da estrutura teórica existente. (Oreiro, 2001, p.2)

Assim, Oreiro (2001) procura mostrar que existe uma incompatibilidade entre a recorrência e a importância das “bolhas” na história dos mercados financeiros e o tratamento das mesmas pela teoria convencional.

Como visto, a HME assume a existência de expectativas racionais, o que implica que nesta visão as bolhas são definidas simplesmente como aquela parte do valor dos ativos financeiros que não é explicada pelos “fundamentos”. Mas aí o paradoxo torna-se evidente, pois os agentes, com sua racionalidade ilimitada, atuando em mercados competitivos com preços flexíveis deveriam levar aos preços corretos. Ou seja, as bolhas são um corpo estranho a essa teoria, dada que sua existência significa que os indivíduos, de alguma

forma, definem o preço “errado” em equilíbrio, e as forças de mercado não conseguem eliminá-lo.<sup>8</sup>

Oreiro indica o possível equívoco dessa interpretação das bolhas:

Uma abordagem alternativa para as “bolhas” nos preços dos ativos financeiros deve levar em conta o fato de que sob incerteza os agentes não serão, em geral, capazes de determinar os “fundamentos” dos preços desses ativos. Nesse contexto, o fenômeno a ser explicado não é a diferença entre o valor de mercado dos ativos financeiros e o seu “valor fundamental”; mas sim a razão pela qual o preço dos ativos financeiros pode aumentar de forma persistente ao longo de um certo período, após o qual ocorre uma súbita reversão de expectativas, produzindo-se uma queda acentuada no preço de mercado dos referidos ativos. Essa reversão no processo de alta dos preços dos ativos em consideração é geralmente seguida por uma crise financeira, a qual pode ou não ser seguida por uma recessão.(Oreiro, op cit, p.3)

As bolhas não são vistas como uma decorrência natural da lógica especulativa dos mercados financeiros pela teoria neoclássica, pois o suposto da racionalidade dos agentes econômicos torna impossível a ocorrência das mesmas. A existência de bolhas é “ [...] uma mera curiosidade teórica; e não como uma hipótese provável a respeito do comportamento dos preços dos ativos financeiros” (Oreiro, op cit, p.18).

De acordo com a tradição do pensamento da HME há os chamados modelos de Bolhas Racionais, mas esses modelos são vistos com ceticismo por muitos, dadas as hipóteses irrealistas que assume. Por exemplo, Conlon (2005) afirma que os modelos padrões de bolhas racionais utilizam uma estrutura temporal infinita, onde os agentes suportam um crescimento exagerado dos preços dos ativos porque eles acreditam que esses ativos se valorizarão infinitamente. Portanto, esses modelos violam a intuição dos participantes do mercado de que as bolhas eventualmente colapsam. Ainda mais, Conlon op cit lembra que em geral nesses modelos as bolhas terminam por melhorar o ambiente econômico, o que é largamente contestado pela realidade, como ficará evidente nesta dissertação.

Não há na abordagem neoclássica uma explicação para o surgimento, a propagação e o estouro da bolha especulativa. O ciclo de ativos financeiros é considerado um fenômeno exógeno ao sistema financeiro, o que limita o poder explicativo dessa teoria.

---

<sup>8</sup> Oreiro, 2001, p. 3

Nesse contexto, daqui em diante pretende-se mostrar que uma explicação possível – embora não a única - para a dinâmica temporal da bolha especulativa pode ser obtida a partir de teorias que abandonam a hipótese de racionalidade ilimitada dos agentes do mercado financeiro, que é uma das características fundamentais dos modelos neoclássicos.

## **2.2 - Finança Comportamental (FC)**

As Finanças Comportamentais representam um novo ramo na teoria financeira. Os fundamentos dessa teoria apresentam-se centrados nos trabalhos de dois psicólogos e professores israelenses: Amos Tversky e Daniel Kahneman<sup>9</sup>. Os trabalhos destes psicólogos elaborados entre os anos 1974 e 1979 representam a base teórica para a análise do comportamento de investidores, cumprindo papel fundamental para o início do desenvolvimento das Finanças Comportamentais.

A FC vem ganhando cada vez mais força como um corpo teórico que se opõe à hipótese de racionalidade ilimitada dos agentes pregada pela teoria neoclássica. A FC procura relaxar a hipótese de racionalidade radical, considera reducionismo por parte da teoria neoclássica ao conceber o indivíduo como simples autômato, calculista objetivo de problemas de otimização condicionada, refém de uma lógica inexorável. Assim a FC busca incorporar os aspectos psicológicos dos indivíduos no processo de avaliação e precificação de ativos financeiros, evidenciando a irracionalidade do investidor. Esse novo corpo teórico aplica conceitos oriundos de ciências como economia, finanças, e psicologia cognitiva no intuito de construir um modelo mais detalhado do comportamento humano nos mercados financeiros; calcado basicamente na idéia de que os agentes humanos estão sujeitos a vieses comportamentais que muitas vezes, os afastam de uma decisão centrada na racionalidade. Sob esse ponto de vista entende-se que os desvios sistemáticos e significantes de preços com relação ao valor ‘fundamental’ são normais (esperados) e podem perdurar por tempo indeterminado.

Os trabalhos da FC apresentam duas linhas de argumentos: 1) os mercados apresentam limites para a arbitragem; 2) os fenômenos financeiros podem ser melhor compreendidos através de modelos onde os agentes não são estritamente racionais.<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> Mesmo não sendo economista, Daniel Kahneman foi congratulado com o Prêmio Nobel de Economia de 2002.

<sup>10</sup> Carta Dynamo 44 (<http://www.dynamo.com.br/narcartadyn.asp>)

Os limites à arbitragem estão relacionados à dificuldade que os investidores racionais podem enfrentar para desfazerem distorções provocadas por investidores menos racionais. Foi visto que a teoria neoclássica advoga que os desvios de preços dos ativos financeiros em relação aos fundamentos são causados pela atuação de *noise traders*, e que tais desvios são corrigidos pela atuação de arbitradores, assim chamados por buscarem um ganho sem risco, que trazem os preços de volta ao valor “justo”. Já para a FC as operações de arbitragem podem fracassar em suprimir os vieses de comportamento que levam às anomalias porque a atuação dos *noise traders* cria o risco de que as distorções por eles geradas possam se ampliar com o tempo. No mundo real, há diversos fatores que tornam a atividade de arbitragem arriscada e custosa, tornando-se desinteressante para os investidores racionais. Desse modo, ao contrário do que afirma a HME, as distorções dos mercados podem perdurar, e a partir daí a bolha surge como uma possibilidade natural.

Desse modo, do ponto de vista da FC estas estratégias adotadas pelos agentes racionais no mundo real não podem ser chamadas de arbitragem, pois, na maioria dos casos, são arriscadas. Dentre os riscos a que os "arbitradores" estão expostos<sup>11</sup>, destacam-se:

- O risco fundamental do ativo. Para que aconteça uma arbitragem no sentido clássico – sem risco – é preciso que ativos substitutos perfeitos do ativo objeto da arbitragem estejam disponíveis. Por exemplo, se o objeto da arbitragem é uma ação *A*, é preciso encontrar uma outra ação *B* cujos fluxos de caixa futuros sejam perfeitamente correlacionados com os da ação *A*. Em razão da dificuldade de se encontrar ativos substitutos perfeitos, é impossível eliminar parte do risco fundamental do ativo;
- O risco proveniente de movimentos dos investidores irracionais (*Noise Traders*). é o risco de que uma distorção de preços já detectada pelos arbitradores se torne ainda mais pronunciada no curto prazo. Uma vez que existe a distorção causada por comportamentos irracionais, é possível que esta aumente ainda mais em razão da continuidade dos referidos comportamentos. Neste caso, os arbitradores sofreriam severos prejuízos por um período de tempo que não se pode determinar com precisão, o que desestimula a ação de arbitragem;

---

<sup>11</sup> Estes riscos estão descritos no trabalho de Yoshinaga et al (2004) apresentado no VII Semead

- Os custos de implementação da estratégia. Incluem-se neste tópico os chamados custos de transação, comissões, taxas, diferença entre os preços de compra e de venda de um título (*bid-ask spread*), dentre outros. Em seu conjunto, estes custos podem diminuir sensivelmente ou mesmo eliminar os possíveis ganhos com a arbitragem, tornando-a menos atraente.

Com relação ao segundo pilar de argumentação da FC (os agentes não são estritamente racionais), pode-se apontar diversos desvios de racionalidade, causados por motivos ligados à psique (ou a padrões comportamentais), que levam às distorções nos preços dos ativos financeiros. A teoria da FC defende que diante da racionalidade limitada os indivíduos “baseiam-se em um número limitado de princípios heurísticos<sup>12</sup> que reduzem a operações mais simples de julgamentos as tarefas complexas de avaliar as probabilidades e de prever valores. No geral, essas heurísticas são bastante úteis, mas às vezes elas levam a erros graves e sistemáticos” Tversky e Kahneman (1974) apud Aldrighi e Milanez (p.64, 2005). Estas “regras de bolso” costumam ser extremamente úteis, pois agilizam o processamento de informações, focando naquilo que costuma ser relevante/urgente para a tomada de decisão. Na grande maioria das vezes, as heurísticas funcionam sem qualquer perda de qualidade decisória. Entretanto, algumas vezes, estas simplificações nos levam a inconsistências ou vieses. E estas incongruências, do ponto de vista da FC, podem se mostrar persistentes, e a bolha pode surgir como fruto desses desvios persistentes.

Assim, com base nesse princípio teórico, veremos brevemente os principais padrões comportamentais e anomalias pesquisadas pela FC:

- **Aversão à perda:** alguns estudos comprovam que investidores tendem a liquidar rapidamente ativos que geraram ganhos de capital ao mesmo tempo em que apresentam resistência para se desfazerem de posições que gerariam prejuízo. Essa aversão à perda ocorre nos mercados acionários, no mercado de imóveis e em fundos mútuos de investimento. Com base em 163 mil contas de clientes de uma corretora de ações, Odean (1998) apud Aldrighi e Milanez (p.50, 2005) atesta que as vendas de ações com retorno positivo foram, em volume, 68% maiores do que as de ações com retorno negativo. Enfim, o investidor pondera tanto os ganhos quanto as perdas, mas não dá a

---

<sup>12</sup> Princípios heurísticos são regras mentais que simplificam o processo de decisão (regras de bolso).

ambos o mesmo valor psicológico. Os investidores sentem muito mais a dor da perda do que o prazer obtido com um ganho equivalente. A idéia básica é de que a penalidade associada a uma determinada perda é muito maior que a recompensa mental de um ganho do mesmo tamanho.

- **Volatilidade excessiva nos preços dos ativos:** essa distorção no funcionamento do mercado não previsto pela HME foi explicitada por Shiller (1981). Como visto, em um mundo em que os agentes são plenamente racionais, os preços só deveriam mudar com a chegada de novas informações. Entretanto, o autor demonstra que na prática se nota que os preços se movimentam de tal maneira que esses movimentos não podem ser atribuídos objetivamente a qualquer nova informação, uma vez que tais flutuações de preços tendem a ser grande demais para serem justificadas pelas novas informações que chegam ao conhecimento dos investidores. A volatilidade de títulos de renda fixa e de ações é maior do que aquela que um modelo de mercados eficientes prevê. Alguns estudos têm mostrado que existe pouco ou nenhuma correlação entre a variabilidade dos preços em qualquer mercado e a chegada de novas informações relevantes, como exemplo pode-se citar o estudo de Roll (1984) apud Milanez (2003), onde ficou claro que a volatilidade no preço dos contratos futuros de suco de laranja negociados na New York Futures Exchange não pode ser explicada por novas informações sobre o clima. Em suma, flutuações nos preços de mercado dos ativos parecem ser muito mais intensas do que as flutuações nos seus respectivos valores de fundamento, havendo reação excessiva dos mercados a novas informações e sendo lenta a correção dos “erros” nos preços.
- **Autoconfiança Excessiva:** a existência de autoconfiança excessiva por parte dos investidores, gera uma convicção de que suas informações são melhores e mais confiáveis que as dos outros investidores que atuam no mesmo mercado. Desse modo é comum que reflexões e análises mais apuradas sejam postas em segundo plano, prevalecendo a confiança exagerada nas suas habilidades e informações disponíveis. A

consequência desse comportamento é a tendência a realizar um volume de negócios excessivos, com uma dosagem acentuada de risco.<sup>13</sup>

- **Tendência ao exagero (overreaction):** Kahneman & Riepe (1998) apud Souza (2005) notaram que a mente humana sempre procura por padrões, e tende fortemente a adotar a hipótese de que um fator causal está por trás de uma simples seqüência de eventos. Como resultado, os investidores tendem a superinterpretar padrões que são coincidentes e improváveis de se repetir. A *overreaction* dos investidores frente às novidades é a reação que faz com que um comportamento cíclico passe rapidamente da euforia à depressão sem que algo grandioso tenha ocorrido.
- **Bolhas financeiras:** Aldrigui e Milanez (2005) baseados no arcabouço da FC classificam as bolhas financeiras como mais uma anomalia resultante do comportamento não racional dos investidores. Eles definem uma bolha como uma situação em que os preços de mercado dos ativos excedem significativa e prolongadamente os valores de seus fundamentos econômicos. Segundo os autores:

As bolhas seriam deflagradas por algum deslocamento (*displacement*) nos fundamentos econômicos, gerando uma reação exageradamente otimista dos investidores. A expansão acelerada subsequente no volume de transações disseminaria as expectativas otimistas, contribuindo para criar e realimentar a euforia característica de qualquer bolha. Não raro os investidores passam a crer na emergência de uma “nova era” de opulência e segurança ininterruptas, crença sancionada e difundida por analistas e pela mídia para racionalizar o próprio aumento espetacular de preços. Mesmo os investidores racionais, que reconhecem o exagero dos preços nos mercado dos ativos *vis-à-vis* seus respectivos valores de fundamento, atuariam de modo desestabilizador, adquirindo os ativos sob a expectativa de revendê-los com lucro logo depois.

A euforia é geralmente acompanhada por uma forte expansão do crédito e do grau de alavancagem, facilitando e aprofundando a especulação e a desestabilização. O sistema bancário incha e surgem novas instituições e instrumentos financeiros, formais e informais, para explorar a demanda crescente por ativos especulativos estimulada pelos preços em escalada. As próprias inovações financeiras que viabilizam a alavancagem são percebidas como uma confirmação da “nova era”. O desfecho da bolha ocorreria com a difusão do pessimismo: alguns especuladores que haviam conduzido a tendência de alta liquidariam seus ativos, desencadeando o pânico e a deflação dos ativos. Racionalizações *a posteriori* sobre as causas que precipitaram o colapso dos

---

<sup>13</sup> Halfeld e Torres (2001)

ativos tendem a fazer *tabula rasa* dos exageros e das fragilidades dos “fundamentos” que haviam impulsionado os preços até o momento do pânico.<sup>14</sup>

Os defensores da teoria neoclássica dirão que essas anomalias citadas ocorrem de maneira randômica e não provocam resultados, no agregado, que alterem aqueles previstos pelos modelos baseados em expectativas racionais. Além disso, os agentes passariam por um processo de aprendizagem (evolução) que os levaria a não cometer erros sistemáticos com o passar do tempo, porque tais erros seriam reduzidos rapidamente ao deixarem oportunidades de arbitragem para outros agentes, acelerando o processo de ajuste do mercado. Ou seja, essas anomalias observadas no mercado financeiro nada mais seriam do que resultados aleatórios<sup>15</sup>.

No entanto, como visto, nem sempre os movimentos dos investidores irracionais, será “desfeito” pelos investidores racionais. Antes pelo contrário, estes podem conseguir lucros apostando que o mercado continue a seguir a tendência “errada”. Alguém que tivesse comprado ações da Nasdaq no início da euforia teria obtido vultuosos lucros<sup>16</sup>.

No entanto, a influência da HME entre acadêmicos, inclusive os que atuam nos Bancos Centrais, e praticantes de finanças, ainda é muito superior à força dos conceitos de finanças comportamentais, apesar dos vários exemplos que mostram que a realidade dos mercados financeiros está distante daquela proposta pela teoria dos mercados eficientes.

### **2.3 - Kindleberger e a abordagem pós-keynesiana**

Kindleberger (2000) defende a tese de que o comportamento dos preços dos ativos financeiros só pode ser explicado pelo reconhecimento de que os agentes econômicos agem de forma “irracional”. Na mesma linha Erturk<sup>17</sup> afirma que assumir que *smart traders* ou especuladores sabem com certeza qual o valor verdadeiro de um ativo é excessivamente irrealista. Mesmo que o preço verdadeiro seja conhecido não se pode assumir que ele será igual à expectativa do preço futuro. Igualmente, Aglietta (2004 p.53) diz que “a dissociação entre o valor nas bolsas e o valor fundamental é a regra e não a exceção.”

Kindleberger, apud Oreiro (p.19, 2003), defende a tese de que:

---

<sup>14</sup> Aldrigui e Milanês (p.46, 2005)

<sup>15</sup> Milanez p.26 (2003)

<sup>16</sup> Entre janeiro de 1996 e março de 2000 o índice Nasdaq cresceu 331,48%.

<sup>17</sup> Erturk, 2005 p.6

o comportamento do indivíduo não é guiado pela escolha da melhor alternativa entre um dado conjunto de opções disponíveis para o mesmo, mas pela *emulação*, isto é, pelo desejo de imitar o comportamento dos demais indivíduos. Além disso, no que se refere ao *processamento das informações existentes*, os agentes econômicos sofreriam de *dissonância cognitiva*, ou seja, os agentes processariam a informação de forma a ajustá-la ao seu modo de pensar e agir. Nesse contexto, torna-se possível a ocorrência de uma *mania*, ou seja, um movimento coletivo de compra de ativos (reais ou financeiros) que resulta da perda do senso de realidade por parte dos agentes individuais, levando-os a ter um *otimismo não fundamentado* nas possibilidades de lucro com a compra de um ativo ou de uma classe de ativos. Esse “otimismo irracional” produz um comportamento coletivo comprador o qual, num contexto em que a oferta desses ativos é inelástica, gera um aumento sustentado nos preços de mercado. Esse aumento de preços, por seu turno, atua como um mecanismo autoalimentador do “otimismo irracional”, dando origem a um processo de “causalidade cumulativa”.

Segundo Oreiro, Kindleberger é uma referência importante no estudo das bolhas porque procura relacionar o fenômeno das bolhas especulativas com o processo de criação de crédito e de meios de pagamentos por parte dos bancos comerciais e do sistema financeiro como um todo, assunto que será tratado com mais detalhes adiante.

O pensamento pós-Keynesiano, de inspiração em Minsky, afirma que as “bolhas” resultam de um processo endógeno de aumento do “estado de confiança” a respeito das firmas em honrar os seus compromissos contratuais (pagamento de juros e amortizações) junto aos bancos comerciais. Esse aumento contínuo do “estado de confiança” irá produzir uma elevação persistente do preço das ações. O aumento do “estado de confiança” irá produzir também um aumento contínuo do grau de fragilidade financeira da economia como um todo (dada a maior propensão à contratação de empréstimos/financiamentos); de forma que a mesma fica cada vez mais suscetível a ocorrência de uma crise financeira. (Oreiro, p.4, 2001)

E mais uma vez, com esse arcabouço, a definição pós-Keynesiana de “bolha” não é aquela parte do valor de mercado dos ativos que não pode ser explicada pelos “fundamentos”, como afirma a teoria neoclássica. Isso porque para a visão pós-keynesiana é impossível se determinar o “valor fundamental” dos preços das ações em um ambiente caracterizado pela incerteza no sentido Knight-Keynes. Ao invés disso, as “bolhas” são definidas como uma situação na qual o preço de mercado dos ativos financeiros aumenta de forma contínua com relação ao preço de oferta dos bens de capital (um importante

parâmetro de “valor fundamental”).<sup>18</sup> A elevação contínua dos preços das ações irá ocorrer simplesmente porque os agentes acreditam que o preço das mesmas irá aumentar ainda mais no futuro; de forma que eles poderão auferir um ganho de capital na aquisição desses ativos.

Com relação à dinâmica de uma bolha de ativos, recorreremos a um artigo de Erturk (2005), que com base na “Teoria Geral” (publicada em 1936) e no “Tratado sobre a moeda” (publicado em 1930) de Keynes analisa o assunto. Nesse artigo há a definição de quatro tipos de mercados especulativos, de acordo com as diferentes configurações da posição baixista<sup>19</sup>:

1. Mercado altista com predominância de otimismo: diminuição da posição baixista, ou seja, uma queda no volume desejado de moeda (*saving deposits*) com simultâneo crescimento dos preços dos ativos na Bolsa. É o que ocorre tipicamente nos primeiros momentos da expansão, onde predomina a opinião de que os preços dos ativos ainda não elevou-se o suficiente;
2. Mercado altista sem predominância de otimismo: verifica-se o crescimento da posição baixista simultâneo ao crescimento dos preços dos ativos. Ocorre nos momentos finais de um movimento de valorização, onde apesar de verificar-se um crescimento dos preços, um crescente segmento do mercado julga que os preços já cresceram mais que o suficiente, já ultrapassaram o “preço justo” da ação;
3. Mercado baixista com predominância de pessimismo: envolve uma crescente posição baixista, ou seja, um crescente desejo de elevar o montante de *saving deposits* simultâneo a uma queda dos preços das ações. A opinião predominante no mercado é que os preços das ações não caíram o suficiente.
4. Mercado baixista sem predominância de pessimismo: diminuição da posição baixista simultâneo a uma queda dos preços das ações. A opinião predominante é que os preços das ações caíram mais que o suficiente. É o primeiro estágio para um movimento de recuperação dos preços.

---

<sup>18</sup> Oreiro, p.5, 2001

<sup>19</sup> Por posição baixista entende-se a posição onde um agente escolhe manter seus recursos na forma líquida, vendendo seus ativos e transformando-os no representante da riqueza geral (a moeda, o dinheiro) ou em títulos de curto prazo de pouco risco.

Se grande parte dos operadores do mercado acredita que os preços se valorizarão mais, e se há predominância do sentimento altista, ou seja, há o desejo predominante de manter ou aumentar a proporção das ações nas carteiras, dado o movimento de valorização, em detrimento dos *saving deposits*, não há limite para o crescimento do preço das ações. Entretanto, à medida que os preços continuam em sua escalada ascendente, começa a desenvolver-se posições baixistas, pois para alguns os preços atingiram níveis irracionais ou absurdos em face dos lucros (ou expectativa de) apresentados pelas companhias, o que pode eventualmente forçar os preços para baixo em algum momento, quando esse movimento baixista começa a ganhar força.

Ainda mais, a opinião de um agente no mercado pode facilmente ser influenciada pelo movimento do mercado. Por exemplo, se um participante do mercado observa que o movimento altista está exagerado em relação ao cenário real da economia, segundo seu ponto de vista, e os preços continuam a subir, este participante deve inferir que a sua opinião a respeito do valor verdadeiro está equivocada ou que a valorização excessiva indica a existência de uma bolha, isto é, um movimento auto-sustentado dos preços levado pela opinião média do mercado de que o consenso do mercado considera que o preço continuará a subir.

A atuação dos *market makers* poderosos, em geral investidores institucionais, acenando para a permanência da trajetória ascendente de preços amplia a euforia do mercado. O otimismo disseminado entre os agentes obriga os diversos investidores institucionais a assumirem posições cada vez mais arriscadas e lucrativas; na busca de oferecer produtos mais rentáveis frente aos concorrentes abandonam as margens de segurança ampliando ainda mais a escalada dos preços. Na medida em que as apostas de alta nos preços vão se efetivando as avaliações vão se tornando cada vez mais otimistas e míopes.

A reversão<sup>20</sup> acontece quando um agente qualquer (ou um grupo deles) deixa de apostar na trajetória ascendente.

Sigamos com Erkurt mais uma vez:

---

<sup>20</sup> Na quebra de determinado estado de convenções/opiniões os prejuízos daqueles que carregavam grandes posições nos ativos financeiros são consideráveis. Se parte dessa posição foi realizada a custos de empréstimos obtidos no sistema financeiro a situação torna-se mais grave ainda, pois a impossibilidade de quitar com tais empréstimos afeta a saúde do sistema financeiro.

[...] the current price changes are likely to gain in importance in how the trader forms his/her expectation about the future price. The current change in price becomes either a proxy for the higher order expectations or a corrective on opinions about the true value, or, some combination of both. If so, the crucial variable that determines whether speculation is stabilizing or not very much depends on the relative weight traders assign to their higher order expectations (i.e., what they think others think others think) relative to their own assessment of what the true value is. To the extent that they do, they become more responsive to the current price change in forming their expectations about the future price. [...] whether speculation is stabilizing or not in this setting depends on the elasticity of future price expectations with respect to present price changes. (Erturk, 2005 p.6).

Desse ponto de vista, diferentemente do que a HME defende, pode haver especuladores bem sucedidos que se envolvem na tendência especulativa, onde eles mesmos atuam, entre si, como *noise traders* no curto prazo, tentando alimentar a bolha ao invés de ajudar a deflacioná-la. Quando o desvio dos preços “justos” excede em tamanho e duração determinado limiar o processo especulativo torna-se altamente desestabilizador.<sup>21</sup>

Ou seja, embora os preços subam nos dois períodos (antes e depois de atingir o preço “justo”), no primeiro a expansão está embasada nos fundamentos (em mudanças na economia real) e no segundo a especulação passa a ser o condutor principal. Assim, enquanto no primeiro a especulação é estabilizadora, no segundo caso ela passa a ser desestabilizadora, pois redundando na formação de uma bolha. Desse modo, o jogo e a especulação não são mais apenas uma etapa dos ciclos, eles se tornaram intrínsecos/sistêmicos, tal o tamanho alcançado pela riqueza financeira. O que era esporádico e momentâneo tornou-se permanente, mesmo após quedas significativas a riqueza financeira apresenta grande capacidade de se revalorizar.

O estudo de Bordo e Wheelock (2004) corrobora essa abordagem, pois constata que, em geral, a ocorrência de booms se dá em períodos de rápido crescimento real do produto e elevação da produtividade. São, portanto, em alguma medida, lastreados por mudanças no cenário real. O problema é que nessas ocasiões, os agentes, sejam por superestimação, otimismo exacerbado ou especulação, levam o mercado a movimentos exagerados. Muito parecido com a análise de Erturk, um movimento inicialmente altista com predominância

---

<sup>21</sup> Erturk, 2005 p.8. O próprio Erturk evita entrar no debate de como determinar o “preço justo” e o “limiar” a partir do qual fica evidente o exagero da trajetória dos preços dos ativos financeiros. Sua principal preocupação é mostrar que a irracionalidade pode dominar o mercado financeiro por um período de tempo suficientemente grande.

de otimismo transforma-se em altista sem predominância do otimismo, fase onde a especulação impera.

### 3 – CICLO DE ATIVOS E ATIVIDADE ECONÔMICA

Uma vez compreendida como o fenômeno das bolhas é tratado teoricamente pelas principais correntes de pensamento na Economia, torna-se crucial entender como os ciclos de ativos podem deturpar as principais variáveis econômicas, para que fique explícita a importância do tema, e porque os Bancos Centrais devem se preocupar com a questão, uma vez que estes são responsáveis por buscar uma estabilidade macroeconômica. Pela leitura de Kindleberger (2000) percebe-se que crises financeiras e manifestações de entusiasmo e pânico especulativo ocorrem ao menos desde o século XVII. O autor inicia sua análise com a famosa mania de tulipas de 1636/1637, que ocorreu na Holanda<sup>22</sup>. Portanto, manifestações de “exuberância irracional”<sup>23</sup> não são fenômenos recentes no cenário econômico. Mas então, o que confere especificidade a esses fenômenos desde a última década de 80? Por que muitos advogam que os Banco Centrais deveriam prestar mais atenção a esses eventos? O que os difere daqueles avaliados por Kindleberger?

Para responder a essas questões é essencial que se estude as modificações no cenário econômico mundial nos últimos trinta anos. Como ficará claro nesse capítulo, o processo de desregulamentação financeira e o desenvolvimento, cada vez mais acentuado, da globalização financeira, são os primeiros aspectos que conferem especificidade aos *booms* e bolhas do mercado financeiro internacional contemporâneo.

#### 3.1 - A desregulamentação financeira e a estabilidade inflacionária

O movimento de intensa expansão financeira mundial e de crescente integração internacional dos mercados financeiros nacionais e dos segmentos credores e rentistas das sociedades capitalistas ocidentais ficou conhecido na literatura econômica e no senso comum como “globalização financeira”. Esse movimento é fruto do apoio e da pressão da potência hegemônica no desencadeamento de um processo de desregulamentação financeira e de liberalização dos movimentos de capital, como ficará evidente nessa seção.

---

<sup>22</sup> Nesse episódio, as tulipas apresentaram uma valorização excepcional. Uma espécie de tulipa comum chegou a ser trocada por 525 florins, o equivalente a quatro vacas!

<sup>23</sup> Alan Greenspan, Federal Reserve Board Chairman, cunhou essa famosa expressão em dezembro de 1996, quando se referia à extrema valorização das bolsas de valores dos EUA.

Os fenômenos econômicos e políticos desencadeados a partir dos anos 1970 foram responsáveis por um processo de expansão e de internacionalização das finanças que se constituiria na gênese não apenas de um novo regime monetário e financeiro, mas também de um novo binômio ‘regime de acumulação/modo de regulação’ que se consolidaria nos anos 1980, passando a conduzir e a comandar a dinâmica capitalista de acumulação e de distribuição da renda e da riqueza no final do século XX.<sup>24</sup>

A desaceleração do processo de expansão da produtividade industrial e o contexto recessivo da economia mundial a partir de 1973 provocaram uma mudança no comportamento e nas estratégias das empresas transnacionais, reduziram a rentabilidade dessas empresas e desestimularam seus investimentos produtivos, deteriorando as bases para a acumulação do capital industrial e criando condições para as subseqüentes reduções nos lucros e nas taxas de crescimento da produtividade. A saída encontrada por tais grupos empresariais foi, por um lado, intensificar a busca por ganhos de produtividade mediante a implementação de distintas políticas tecnológicas, salariais e de emprego. E por outro lado, **elaborar novas estratégias produtivas e comerciais que incorporavam um viés cada vez mais financeiro às suas atividades econômicas.** Com a queda da rentabilidade do investimento produtivo as empresas passaram a não reinvestir produtivamente seus lucros e a deslocá-los para a esfera financeira em busca de ganhos de curto prazo, sendo este o ponto de partida para um processo de reconstituição progressiva de uma massa de capitais que passou a valorizar-se de forma eminentemente financeira.<sup>25</sup> Este aspecto revelou-se decisivo para a construção e consolidação de uma nova lógica de acumulação capitalista onde se observa “uma crescente dominância da esfera financeira sobre as demais” (Chesnais, 1996).

A conjugação do declínio na lucratividade agregada do setor de manufaturados, vide Tabela 1, com uma crescente deterioração da balança de pagamentos dos Estados Unidos<sup>26</sup>, levou a uma pressão crescente deste pela liberalização financeira. Segundo Belluzzo (2006), “A concorrência comercial das renovadas economias industrializadas da Europa e

---

<sup>24</sup> Frontana (2000), pg 109.

<sup>25</sup> Frontana (2000), pg 136

<sup>26</sup> Essa deterioração se deveu entre outros motivos, aos gastos militares inchados associados à Guerra do Vietnã e à perda de competitividade da indústria norte-americana, fenômeno que se manifestou desde o final da década de 1950, mas foi importante fator de pressão para a desregulamentação financeira na década de 1970.

do Japão e o fluxo continuado de investimentos americanos diretos para o resto do mundo, além dos gastos da Guerra Fria, determinaram, desde o final dos anos 1950, a ampliação do déficit do balanço de pagamentos americano e a acumulação de dólares nos bancos centrais da Europa e do Japão.” Esse acúmulo de dólares fora dos Estados Unidos tinham, de modo geral, dois destinos: eram depositados no Euromercado em formação ou buscavam a prometida conversão em ouro estabelecida em Bretton Woods.

Setor manufatureiro								
	Taxa de lucro líquido		Produção		Estoque líquido de capital		Produtividade da mão-de-obra	
	1950-70	1970-93	1950-70	1970-93	1950-70	1970-93	1950-70	1970-93
EUA	24,35	14,5	4,3	1,9	3,8	2,25	3	2,4
ALEMANHA*	23,1	10,9	5,1	0,9	5,7	0,9	4,8	1,7
JAPÃO**	40,4	20,4	14,1	5	14,5	5	10,2	5,1
G7	26,2	15,7***	5,5	2,1	-	-	3,9	3,1

\*O estoque de capital líquido da Alemanha abrange de 1955-93 \*\* As taxas de lucro líquido japonesas abrangem o setor manufatureiro de 1955-91 \*\*\*As taxas de lucro líquido do G-7 se estendem a 1990  
 Fonte: Brenner (2003) pg 46.

Assim, começaram a aparecer os primeiros sintomas de fadiga do arranjo monetário concebido em Bretton Woods. Essa situação culminou no abandono, unilateral por parte dos Estados Unidos, do sistema de Bretton Woods de taxas cambiais fixas em 1971, no primeiro choque do petróleo e na introdução do regime de taxas de câmbio flutuantes em 1973. Os anos 1970 foram vividos em meio à instabilidade cambial e às tensões decorrentes da subida das taxas de inflação por toda parte. Esse "desequilíbrio" foi enfrentado com o "choque de juros" deflagrado pelo Federal Reserve de Paul Volker em outubro de 1979. Essas importantes decisões tomadas ao longo da década de 70 mudaram significativamente as condições internacionais, sendo a principal delas a crescente liberalização financeira e cambial (Belluzzo, 2006).

Esse novo ambiente de taxas de câmbio flexíveis e recessão permitiu/incentivou as empresas a buscarem rentabilidade nas operações de arbitragem com divisas; as grandes corporações puderam desenvolver fórmulas altamente rentáveis para realizar uma atividade cambial contínua, muito superior aos requisitos específicos de seus intercâmbios comerciais e de seus investimentos produtivos.

Segundo Frontana (2000) “na medida em que suas pretensões [das empresas] se chocavam com as restrições impostas pelas regulamentações nacionais em matéria de políticas cambiais e de movimentos de capitais, as grandes corporações se converteram numa das principais vozes que começaram a clamar pela eliminação desses controles e em defesa da liberalização dos movimentos financeiros internacionais”. Desse modo poderiam explorar melhor a posição favorável oriunda da extensão de suas empresas, do âmbito internacional de suas atividades e da privilegiada conexão comercial e financeira que existia entre a matriz e suas empresas filiais.<sup>27</sup>

A partir de então se abriu o caminho para uma aliança de interesses entre os Estados Unidos e a comunidade financeira internacional. Uma das primeiras medidas nesse sentido foi a radical elevação das taxas de juros norte-americanas<sup>28</sup>. Veja o que Frontana diz a esse respeito:

Se por um lado, a persistência do processo estagflacionário, as crescentes dificuldades de valorização do capital investido na produção, o fracasso das políticas de reerguimento a partir da demanda, o desenvolvimento do euromercado e o retorno das finanças especulativas permitiram um questionamento do meio institucional e uma política monetária mais favoráveis aos seus interesses (eliminação da repressão sobre as finanças – liberalização financeira – e redução dos controles financeiros públicos sobre os mercados de crédito e de capitais – desregulamentação), por outro lado a desvalorização persistente do dólar desde o abandono do sistema de taxas fixas de câmbio, o enfraquecimento de seu papel como moeda de reserva internacional e a conseqüente crise de confiança no dólar norte-americano como moeda mundial viável permitiram uma aliança entre os Estados Unidos, interessados em preservar e fortalecer sua então questionada posição hegemônica no contexto da economia capitalista mundial, e a comunidade internacional com interesses financeiros. O desmantelamento da maioria dos mecanismos de supervisão e de controle da esfera financeira e a consolidação de um novo regime monetário e financeiro ocorreriam com as políticas de fortalecimento do dólar e de desregulamentação e liberalização financeiras, iniciadas com a guinada monetarista radical de Paul Volcker, presidente do Federal Reserve, em 1979, e sustentada pela “revolução conservadora” de Reagan e Thatcher.<sup>29</sup>

---

<sup>27</sup> Em outra passagem de Frontana (2000, pg 159) lê-se: “As pressões dos grandes capitais financeiros e industriais em favor de um amplo processo de liberalização e de desregulamentação financeiras, capaz de facilitar a obtenção de lucros que compensassem a queda da rentabilidade na atividade produtiva, eram particularmente intensas ao final do anos 1970”.

<sup>28</sup> A partir de 1979 a taxa de desconto do Federal Reserve passou de 7,5% para 10,3%, subindo continuamente até atingir 14% no início de 1981.

<sup>29</sup> Frontana (2000) pg 152.

Esse movimento dos Estados Unidos e da Inglaterra de Thatcher acabou determinando um movimento de liberalização e desregulamentação nos demais países desenvolvidos, convencidos pela tese de que era necessário evitar que suas empresas e suas instituições financeiras ficassem em desvantagens perante os mercados anglo-saxões. Esse processo permitiu uma crescente internacionalização dos mercados domésticos, uma rápida expansão dos mercados internacionais, maior dinamismo financeiro e a fuga de empresas e de instituições financeiras dos controles nacionais e das cargas fiscais.

Resumidamente, as principais características desse novo regime de acumulação que surgiu com a reestruturação brevemente descrita foram: política monetária voltada para a manutenção de inflação baixa; padrão-dólar auto-referenciado; taxas de câmbio flexíveis e livre movimentação de capitais; nova estrutura de financiamento da economia, baseada num sistema de finanças diretas (sem intermediação) e desregulamentadas e no desenvolvimento e expansão do mercado de capitais; e subordinação da política monetária aos interesses da esfera financeira, com transferência de renda da sociedade para o setor financeiro, via orçamento e dívida pública do Estado (redução do déficit público primário e elevação do déficit financeiro).<sup>30</sup>

Com a instituição deste fértil terreno ao capital financeiro a cada dia brotavam novas e complexas inovações financeiras. A linha de produtos no mercado financeiro passa a ter uma extensão nunca vista antes, bem como o volume financeiro transacionado de um lado a outro do globo. **Essa ampliação rápida das atividades financeiras produziu uma série de abalos e de crises em diversos mercados desde então** (sobretudo nas bolsas e nos mercados imobiliário, de *commodities*, de câmbio e de capitais). Tais crises implicaram a intervenção das autoridades monetárias na concessão de recursos públicos e na socialização de prejuízos.

Essa liberalização financeira permitiu que a acumulação da riqueza privada passe a ocorrer de forma muito mais rápida que em outros períodos<sup>31</sup>, mas essa maior velocidade da acumulação não se deve à performance do setor produtivo, e sim à evolução dos preços dos ativos reais (imóveis) e financeiros (em especial as ações), muito superior a qualquer

---

<sup>30</sup> Frontana (2000) pg 176.

<sup>31</sup> A vasta expansão do mercado de ações é uma das facetas desse fenômeno. Segundo estudo do MCKinsey Global Institute (2005), o mercado de ações global atingiu em 2003 uma magnitude sem precedentes US\$188 trilhões, ante US\$53 trilhões em 1993 e US\$18 trilhões em 1980. Um crescimento muito acima da velocidade de acumulação dos ativos instrumentais do capital.

índice geral de preços. Fica assim explícito que esse movimento dos preços dos ativos não encontra suporte na evolução dos fluxos de rendimento futuros.

Entre as propaladas benfeitorias da liberalização financeira, tinha-se que a poupança seria incentivada, dado que se abriria um maior leque de opções de aplicações e as inovações financeiras provenientes proporcionariam proteções contra os diversos riscos existentes. Do mesmo modo, o investimento seria incrementado devido a uma maior diversidade dos métodos de financiamento e por uma avaliação mais concorrencial dos rendimentos esperados das empresas pela comunidade financeira. No entanto, o que se percebeu na economia mundial foi uma queda da poupança e do investimento.<sup>32</sup>

A constatação de que a liberalização financeira foi acompanhada pela queda na taxa de poupança das famílias e elevação da taxa de poupança das empresas, sugere que, de modo geral, os comportamentos das empresas e famílias nesse novo ambiente afetaram o consumo e o financiamento/produção da inovação e do investimento produtivo. Assim é oportuno que se analise o comportamento das empresas e famílias no contexto da globalização, pois como ficará evidente, esses comportamentos têm alguma relação com as trajetórias dos preços dos ativos financeiros e imobiliários.

Antes de pesquisar esse ponto é importante relatar outra relevante mudança no cenário macroeconômico mundial: a queda das taxas de inflação nas últimas duas décadas na maior parte do globo. Alguns países até mesmo experimentaram o perigo da deflação, foi o caso do Japão, China e Hong Kong. Mudanças institucionais/operacionais apoiaram a busca pela inflação baixa. Inicialmente entre países com histórico de alta inflação, as autoridades gradualmente adotaram regimes de metas de inflação, incluindo objetivos numéricos para a inflação. O processo iniciou-se com Nova Zelândia, Canadá, Reino Unido e Suécia, a tendência rapidamente se propagou, inclusive entre economia periféricas. Institucionalmente, verificou-se o surgimento de um forte consenso intelectual, político e social contra a alta inflação, o que desembocou em Bancos Centrais autônomos ou independentes focados na estabilidade de preços.

A inflação média nas economias industrializadas tem sido baixa desde o início da década de 1990, refletindo o sucesso das políticas de estabilização de preços desde meados

---

<sup>32</sup> Aglietta (2004)

de 1970. As taxas de inflação têm flutuado em torno de 2%-3%, com pequena dispersão entre as economias centrais. Na década de 80 a inflação desses países era cerca de 9% e a dispersão era maior também. Também nas economias centrais as flutuações da inflação em torno da média têm sido menores, refletindo em parte a determinação das políticas econômicas em manter as taxas de inflação próximas das metas.

No início da década de 1990 a inflação ainda era um problema para grande parte das economias em desenvolvimento. Mas do final da década até a atualidade esses países passaram a apresentar taxas anuais de inflação de apenas um dígito. Para esse grupo de países a taxa média de inflação entre 1988 e 1997 foi de 53,5%, em 1998 11,1%, e essa taxa continuou a ceder até atingir 5,4% em 2005.<sup>33</sup>

### **3.2 - O comportamento das famílias**

Simultaneamente à liberalização financeira constata-se que as famílias ampliaram consideravelmente a participação dos ativos financeiros em sua riqueza ou patrimônio, bem como apresentaram queda na taxa de poupança (renda disponível menos gastos), conforme demonstra a Tabela 2. Foi uma queda desigual, de acordo com cada país, mas o importante é que ela ocorreu. Em alguns países a queda só se manifestará nos anos 1990. É o caso da Alemanha e Suíça, pois estas nações mantiveram certa distância da completa liberalização financeira, o que condicionou o comportamento de poupança de suas famílias. Vale lembrar que esse comportamento das famílias se deu em grande medida através dos investidores institucionais.

Empiricamente se constata que quando ocorreu a queda na taxa de poupança, esta foi bem inferior à queda na taxa de crescimento econômico, demonstrando que a razão desejada entre a riqueza das famílias e sua renda se elevou. Assumindo que as famílias desejam manter uma razão  $a$  entre riqueza ( $W$ ) e renda ( $Y$ ), “o aumento temporário da razão  $W/Y$ , acima da razão desejada  $a$ , sob o efeito do aumento real imprevisto dos preços dos ativos, incita as famílias a poupar menos e provoca uma queda da taxa de poupança para se chegar à razão desejada” (Aglietta, op cit, p.18).

---

<sup>33</sup> Essas informações foram retirados do Apêndice Estatístico do World Economic Outlook 04/2006 do FMI, que leva em consideração nesse grupo de economias emergentes um conjunto de 146 países da África, Ásia, América Latina, Europa central e Leste europeu.

<b>Tabela 2 - Taxa de poupança das famílias</b> <b>(média em % da renda disponível em cada período)</b>						
País	1976-1980	1981-1985	1986-1989	1990-1993	1994-1997	1998-1999
Estados Unidos	7,6	7,2	5,5	5,3	5,2	3
Japão	12,6	16,5	13,8	13	13,2	13,2
Alemanha	12,6	12	12,5	12,9	10,2	8,8
França	18,7	15,9	11,6	13,4	15,4	15,1
Itália	26,9	21,4	17,7	17,7	16,1	13
Reino Unido	11,3	11,1	7,1	10,3	9,9	6,2
Suécia	4,1	2,7	-2,8	4,6	5,8	2
Suíça	4,2	5,6	9,1	10,4	9	8,5

Fonte: Aglietta (2004, p.17)

Esse diagnóstico é corroborado pelas estatísticas que confirmam a maior importância da esfera financeira no patrimônio das famílias. Nos Estados Unidos, por exemplo, a razão Ativos financeiros / Patrimônio líquido total sai de 0,714 no período 1986-89 para atingir 0,814 em 1997-98. No Reino Unido para os mesmos períodos tem-se 0,513 e 0,673, na França 0,492 e 0,612, respectivamente. Não por acaso os países que apresentam uma taxa de poupança mais estável das famílias, são os mesmos que apresentam um menor aumento relativo dos ativos financeiros em relação patrimônio total líquido, como fica evidente para a Alemanha, de 0,388 para 0,439.

Nas principais economias se verificou um expressivo crescimento da participação de ações nos ativos financeiros das famílias, e dos empréstimos hipotecários e/ou de longo prazo no montante de dívidas destes agentes (ver Tabela 3).

Com relação ao Japão, a partir de 1990, há decréscimo na parte das ações nos ativos financeiros, mas isso se deve ao fato de que uma alta expressiva das ações ocorreu na segunda metade dos anos 1980, e justamente a partir de 1990 os preços das ações cederam, somente no período 1990-92 o índice Nikkei caiu 60%.

De qualquer modo fica claro que a desregulamentação financeira permitiu que as famílias aplicassem parte crescente de suas poupanças nos mercados de títulos, ações e imóveis, e, a partir de então, modificou-se a função consumo das famílias, que não mais depende primordialmente da renda. O estoque de riqueza acumulado nas mais variadas formas torna-se um elemento relevante adicional na nova função consumo. Portanto, um aumento dos preços dos ativos financeiros pertencentes ao patrimônio das famílias gera incentivos para que estas elevem seus gastos correntes, ou seja, se observará um impacto

positivo nas decisões de consumo. É o chamado efeito-riqueza, onde a valorização do patrimônio gera a sensação de que se está mais rico, ao menos temporariamente, ainda que não se liquide as posições no mercado financeiro para que essa valorização deixe de ser fictícia e torne-se real. Logo, pode-se verificar um descolamento entre a renda corrente e o gasto das famílias na medida em que o peso dos ativos financeiros cresce. Em outras palavras, “a propensão a consumir deixa de ser uma função estável da renda e passa oscilar de acordo com o valor da riqueza financeira” (Carneiro, 1999).

<b>Tabela 3 - Crescimento das ações e das dívidas hipotecárias por parte das famílias</b>				
	1986-1989	1990-1992	1993-1996	1997-1998
<b><i>Estados Unidos</i></b>				
Percentual das ações nos ativos financeiros	15,60	18,50	23,30	27,40
Percentual dos empréstimos hipotecários na dívida	65,10	69,80	67,80	67,00
<b><i>Japão</i></b>				
Percentual das ações nos ativos financeiros	20,00	14,80	10,20	6,50
Percentual dos empréstimos hipotecários na dívida	40,30	42,40	47,70	47,70
<b><i>Alemanha</i></b>				
Percentual das ações nos ativos financeiros	6,70	5,30	5,80	8,30
Percentual dos empréstimos hipotecários na dívida	64,70	75,10	77,20	79,50
<b><i>França</i></b>				
Percentual das ações nos ativos financeiros	38,60	42,30	39,80	41,50
Percentual do crédito de longo prazo na dívida	56,70	59,20	67,00	66,50
<b><i>Reino Unido</i></b>				
Percentual das ações nos ativos financeiros	14,50	17,60	19,50	20,70
Percentual dos empréstimos hipotecários na dívida	83,40	90,60	90,90	91,70
<b><i>Itália</i></b>				
Percentual das ações nos ativos financeiros	-	20,40	20,00	27,70
Percentual do crédito de longo prazo na dívida	46,20	46,70	48,40	68,50

Deve-se lembrar que esse incremento de consumo das famílias propiciado por uma sensação de riqueza quando os preços dos ativos financeiros se elevam é, em geral, realizado com a contratação de empréstimos e financiamentos junto ao sistema bancário, e não com a venda desses ativos financeiros. Desse modo, se o boom dos ativos financeiros é na verdade uma bolha, pode-se dizer que esse enriquecimento é, em parte, ilusório, ainda mais porque as famílias não costumam “realizar” o ganho no mercado financeiro para elevar seu consumo, mas sim utilizar esses ativos como garantias para empréstimos.

Apesar da questão da bolha ser tratada com maiores detalhes mais adiante pode-se adiantar que com um possível estouro da bolha (ou severa reversão dos preços dos ativos

financeiros), as famílias sentirão a sensação contrária do efeito-riqueza. Ainda mais, o colapso dos preços dos ativos pode gerar recessão e desemprego. Diante da desvalorização de seu patrimônio e do temor da inadimplência pelos empréstimos contratados (as dívidas passam a pesar mais) as famílias tenderão a restringir o consumo e elevar a poupança, tentando restabelecer a relação desejada entre riqueza e renda.

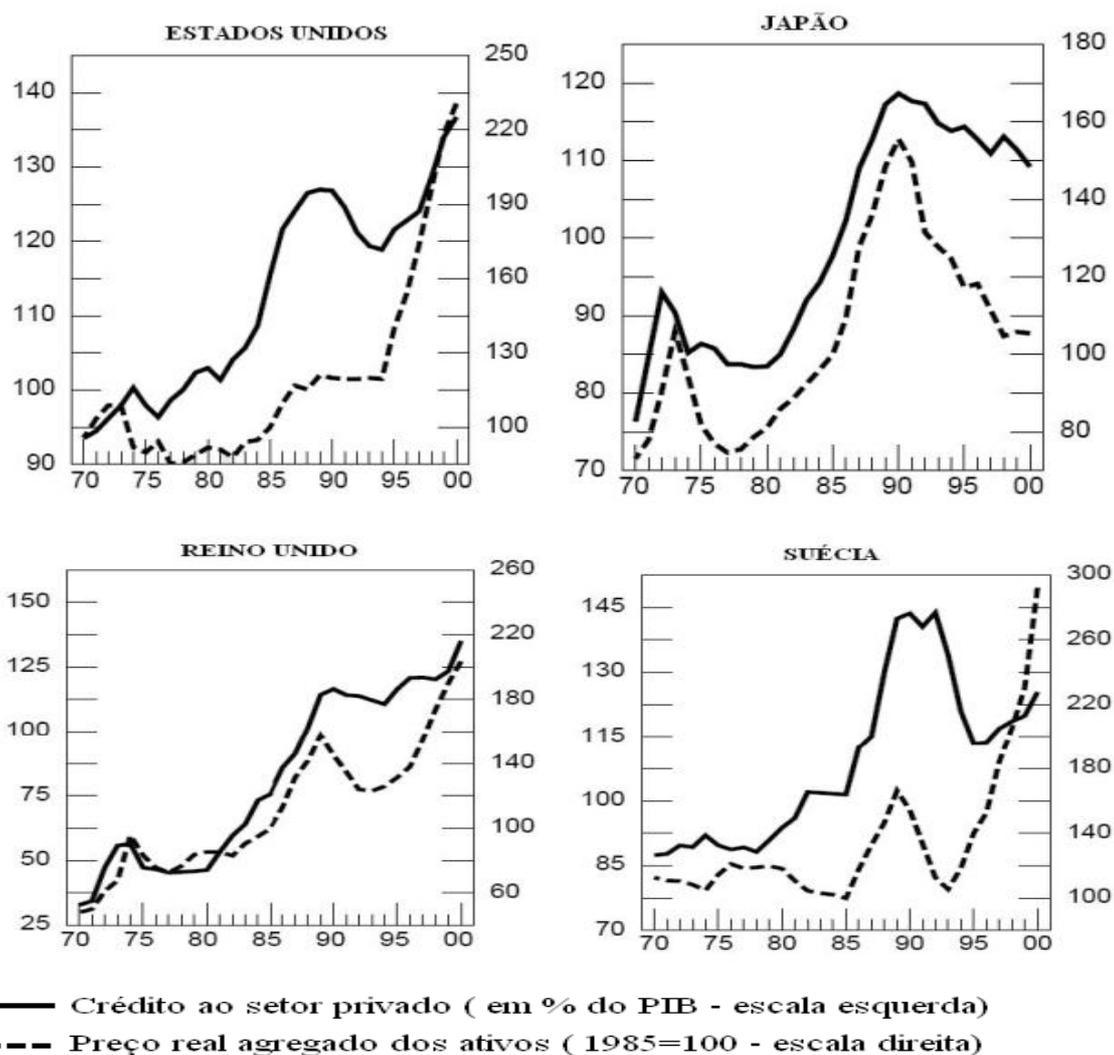


Figura 1 – Ciclo de ativos e crédito

Fonte: BIS

De modo geral, as constantes inovações financeiras, o desenvolvimento das telecomunicações e a alavancagem baseada em créditos bancários explicam a recorrência de bolhas no panorama contemporâneo. A Figura 1 evidencia essa correlação positiva entre crédito concedido ao setor privado e o preço dos ativos em quatro países selecionados.

### **3.3 - O comportamento dos investidores institucionais**

Para Chesnais (2005) uma das principais características do novo regime de acumulação mundializado é o papel representado pelas enormes instituições financeiras bancárias e, em especial, as não bancárias. Estas últimas são conhecidas como investidores institucionais, e seus principais representantes são: os grandes fundos de pensão, os grandes fundos de aplicação coletiva e de gestão de carteira de títulos (fundos mútuos) e os grupos de seguros, responsáveis por novas modalidades de entrelaçamento entre as finanças e a grande indústria.

Segundo Chesnais (p.41, op cit), “A securitização, a alta das taxas de juros e a liberação dos movimentos dos capitais coincidiram com o momento em que, em razão do volume das somas que haviam sido acumuladas, os fundos de pensão buscavam oportunidades de aplicação em larga escala. Os investidores institucionais foram os primeiros beneficiários da desregulamentação monetária e financeira”. Estes, inclusive, superaram as instituições bancárias, ao longo dos anos 80, no quesito centralização financeira, tomando-lhes parte de suas atividades de empréstimo. Nos EUA esses investidores institucionais surgiram com força nos anos 1940-1950, no Japão a partir dos anos 1970.

Os fundos de pensão adquiriram um papel muito relevante na acumulação de capital financeiro especialmente nos Estados Unidos e na Inglaterra, onde as pensões oficiais são relativamente reduzidas. Ressalte-se que esses fundos devem ao menos cobrir os gastos com as pensões prometidas, o que os impelem a buscar o melhor rendimento possível em suas aplicações.<sup>34</sup>

---

<sup>34</sup> Vale a pena fazer uma breve e interessante observação a respeito de um sutil paradoxo surgido com o advento dos fundos de pensão. Estes produziram “uma mudança na natureza econômica da poupança, cuja abrangência social e cujas implicações políticas não podem ser escamoteadas. Os assalariados aposentados deixam de ser ‘poupadores’ e tornam-se, sem que tenham clara consciência disso, partes interessadas das instituições cujo funcionamento repousa na centralização de rendimentos fundados na exploração dos assalariados ativos, tantos nos países onde se criaram os sistemas de pensão por capitalização quanto naquele onde se realizam as aplicações e as especulações. Os planos de poupança salarial fazem de seus benefícios indivíduos fragmentados, cuja personalidade social está cindida: de um lado, a de assalariados e, de outro, de membros auxiliares das camadas rentistas da burguesia. Ambivalência de que as oligarquias financeiras e políticas dos países capitalistas avançados estão plenamente conscientes e que buscam explorar o máximo”. (Chesnais, op cit p.52).

Chesnais nos fornece uma idéia da força que os investidores institucionais alcançaram:

No fim dos anos 90, o volume de ativos em posse do conjunto dos investidores institucionais ultrapassava US\$36 trilhões. Esses haveres representavam em torno de 140% do PIB dos países da zona da OCDE. Mas, em alguns países, a relação entre os ativos financeiros e o PIB [...] é muito mais elevada: 226% no caso do Reino Unido, 212% nos Países Baixos, 207% nos Estados Unidos, 200% na Suíça. Ao longo da década, o crescimento do valor dos ativos dos investidores institucionais se fez a um ritmo sustentado, mais de 11% em média durante o período. (Chesnais, op cit, p.44)

A expressiva valorização das bolsas na década de 1990 influiu de maneira fictícia os recursos desses atores. A política de investimento orientou-se em direção a ativos mais arriscados (em especial as ações). O exemplo norte-americano é emblemático, em setembro de 2000 a participação das ações nas carteiras dos grandes fundos de pensão públicos atingiu 61%, contra 30% em 1985. O volume das transações também cresceu e, foi acompanhado pela redução do tempo médio de manutenção das ações nas carteiras, esse tempo passou de dois anos para oito meses durante a última década.<sup>35</sup>

Esse poderio financeiro alcançado pelos investidores institucionais no cenário financeiro internacional permitiu-lhes obter forte participação e exercer influência sobre o comportamento dos mercados financeiros (divisas, obrigações, empréstimos, ações e derivativos) e de um número crescente de empresas do setor produtivo. Ao figurarem cada vez mais como acionistas principais e controladores das empresas, subordinam-se as atividades e as estratégias de acumulação dos grandes grupos industriais e transformam-se profundamente as relações internas das empresas mediante a implementação dos novos princípios do *corporate governance*<sup>36</sup>, que consagram a supremacia da lógica financeira na gestão de empresas e de bancos.<sup>37</sup>

Sauviat (2005) ainda cita que os administradores de fundo de pensões e de aplicações financeiras têm como meta obter, das empresas das quais são acionistas "minoritários",

---

<sup>35</sup> Sauviat (2005)

<sup>36</sup> Conjunto de princípios no qual a prioridade é a defesa dos direitos e dos lucros dos acionistas, com estratégias de gestão empresarial que privilegiam a rentabilidade no curto prazo. Tais princípios contribuem para consolidar um modo de regulação de características eminentemente rentistas. Exemplo claro disso são as exigências de níveis mais elevados de retorno, haja vista a proporção dos lucros distribuídos pelas empresas não-financeiras, durante a crise estrutural dos anos 70 essa proporção era da ordem de 30%, com o neoliberalismo e as novas regras citadas o patamar subiu para incríveis 80% no fim dos anos 90.

<sup>37</sup> Frontana (2000), p.264.

15% de rendimento. Um rendimento muito elevado, e que se não atendido leva estes administradores a rapidamente se desfazerem desses ativos. Assim fica mais fácil compreender a constante busca, após a globalização, de exploração das diferenças de valor e de preços entre países, principalmente no que se refere ao preço de compra da mão-de-obra, justificando transferência de escritórios e fábricas para as regiões que se mostram mais “vantajosas”, em geral as economias periféricas, bem como as redes de subcontratação. Esse patamar de rendimento exigido também conduz à rejeição de todos os projetos de investimento que não garantam tal taxa, levando à queda do nível geral de investimento.

As fusões e aquisições ganharam uma grande importância nas reestruturações das empresas com vistas a assimilar as novas tecnologias e fazer frente à concorrência mundial. O rendimento financeiro dos fundos próprios, incentivado pelas evoluções das cotações nas bolsas, foi o estimulante das fusões e aquisições que colocaram as empresas em um mercado de controle.

Essa febre financeira que tomou conta das grandes corporações não está dissociada dos grandes escândalos contábeis<sup>38</sup> que surgiram (vide os casos das empresas Enron, WorldCom, Adelphia, Tyco, Círio, Xerox, Parmalat, entre outras) e da busca obsessiva de redução de custos com vistas a elevar o valor de mercado dessas empresas.

### **3.4 - O comportamento das empresas**

Segundo Aglietta (2004) as empresas conseguiram manter uma rentabilidade satisfatória nesse ambiente liberalizado, mesmo com uma evolução instável do investimento produtivo, vide Figura 2. Essa manutenção de rentabilidade, a despeito da forte oscilação do investimento produtivo, indica, conforme citado anteriormente, que as empresas também se “financeirizaram”. Aglietta apresenta uma tabela (Tabela 4) que vale a pena reproduzir, nela fica claro que após a consolidação da desregulamentação financeira ocorre uma acentuada queda nas despesas com pesquisa e desenvolvimento (P&D).

---

<sup>38</sup> “Regras contábeis frouxas lhes deram a oportunidade de inflar artificialmente os lucros, com toda a legalidade. Três meios foram amplamente utilizados para esse fim: o custo de emissão de *stock-options* não era contabilizado como despesa; os desempenhos financeiros dos fundos de pensão não era contabilizado como despesa; os desempenhos financeiros dos fundos de pensão das empresas eram baseados em hipótese de rendimentos antecipados, portanto, fictícios; e os ativos inscritos no balanço, logo depois de operações de fusões-aquisições, eram igualmente sobrevalorizados” (Chesnais, 2005 p.124)

A financeirização das empresas elevou as exigências no que se refere à rentabilidade esperada, ao prazo de maturação e retorno, entre outros fatores, para realizar um investimento em P&D, pois o custo de oportunidade de obter essa mesma rentabilidade no mercado financeiro nunca esteve tão presente como hoje.

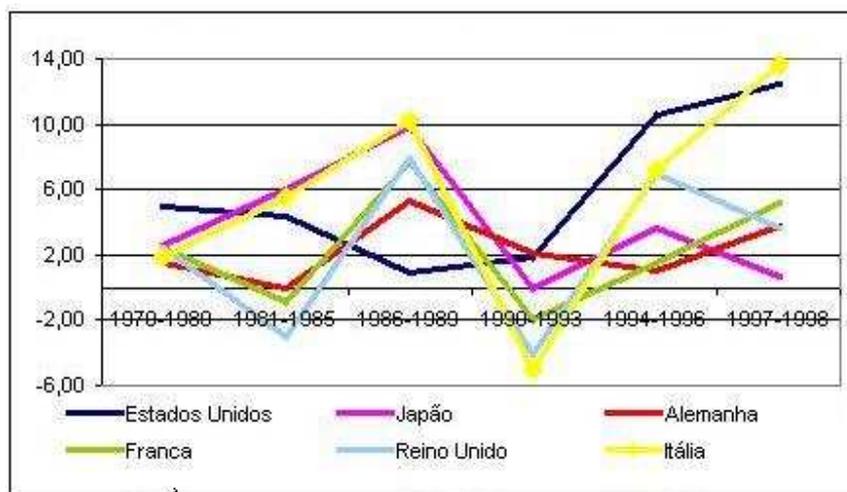


Figura 2 - Taxa de crescimento anual média da FBCF

Fonte: Aglietta (2004, p.31)

País	1975-1981	1981-1985	1985-1989	1989-1991	1991-1994
Estados Unidos	4,5	8,6	1,3	-0,8	0
Japão	8,2	11,2	7,4	6,6	-3,02
Alemanha	6,1	5,2	3,8	-1,7	-2,4
França	4,4	4,9	4,7	4,4	0,7
Itália	4,9	8,5	6,6	4,9	-2,8
Reino Unido	4,1	1,9	4,8	-5,4	0

Fonte: Aglietta (2004, p.31)

Outro aspecto relevante da atuação das empresas no contexto da globalização foi o grande crescimento do investimento estrangeiro direto (IDE) realizado pelas corporações multinacionais (CMNs). A crescente importância das CMNs alterou profundamente a estrutura e o funcionamento da economia global. “O objetivo [dos IDEs] por parte de tais empresas (em contraste com investimentos em carteira de valores como títulos e ações) é adquirir outras atividades em outra economia.[...] O IDE pode acarretar a compra de atividades econômicas existentes ou a construção de novas instalações. [...]O IDE é usado

como parte de uma estratégia da corporação para firmar uma posição permanente em outra economia”<sup>39</sup>.

Estas empresas gigantescas e suas estratégias globais tornaram-se vetores determinantes dos fluxos comerciais e da localização das indústrias e de outras atividades em todo o mundo. A maior parte dos investimentos é em setores intensivos de capital e tecnologia. Essas empresas tornaram-se decisivas na expansão dos fluxos tecnológicos tanto para economias em industrialização quanto para as industrializadas. “Controlando a maior parte dos capitais de investimento, da tecnologia e do acesso aos mercados globais em todo o mundo, essas empresas tornaram-se atores centrais não apenas nas questões econômicas internacionais quanto nas políticas”<sup>40</sup>.

Nas palavras de Gilpin (2004, p.225): “Desde a década de 80 o total de empresas de todas as nacionalidades que investem no exterior cresceu drasticamente [...] Este pronunciado expansionismo mundial decorreu do fato de que as empresas se deram conta de que precisam estabelecer uma presença forte na Tríade (América do Norte, União Européia e Japão), para se tornarem e permanecerem competitivas internacionalmente.” Em outro trecho o autor informa que entre 1985 e 1990, o IDE aumentou a um índice médio de 30% ao ano, quatro vezes o crescimento da produção mundial e três vezes a taxa de crescimento do comércio. Segundo Passet (2003, p.40), em 2000 o fluxo anual de IDE alcançou 1,1 trilhão de dólares, sendo que 80% orientavam-se para os países da Tríade, ao passo que 80% dos fluxos residuais ao mundo subdesenvolvido concentravam-se em dez países (à frente dos quais a China).

Assim como as famílias, as empresas também passaram a considerar o ciclo de ativos na sua função de investimento<sup>41</sup>, dado o crescente peso da riqueza financeira no patrimônio das empresas. Aí tem-se ao menos dois motivos para as empresas atentarem ao comportamento do mercado financeiro, primeiramente, como descrito anteriormente, o volume de vendas ou, em outras palavras, o nível de gastos das famílias, estará em alguma medida refletindo o ciclo de ativos. Ou seja, em períodos altistas o consumo aumenta,

---

<sup>39</sup> Gilpin (2004) p. 223. Vale lembrar que muito da expansão dos IDEs se deve às mudanças tecnológicas, que têm proporcionado a base para essa expansão. Progressos revolucionários nas comunicações e nos transportes, como a Internet e a teleconferência, permitiram aos negócios organizar e gerir globalmente sistemas industriais e de distribuição. Outro fator que facilitou o crescimento do IDE foi a desregulamentação dos mercados financeiros e de outros serviços.

<sup>40</sup> Gilpin (2004) p. 41.5

<sup>41</sup> Investimento aqui se refere ao investimento empresarial, compra de máquinas, equipamentos etc

incentivando as empresas a elevarem o investimento. O reverso ocorre em momentos de declínio do ciclo de ativos.

Em segundo lugar a valorização/desvalorização da riqueza das empresas influenciará no acesso ao crédito. Ou melhor, o montante e custo do crédito ofertado pelo sistema bancário também variarão, em função dos movimentos do mercado financeiro. Uma valorização dos ativos significa melhora do índice ativos totais<sup>42</sup>/endividamento e aumento do valor de mercado da empresa, permitindo às empresas elevar o montante de endividamento, e conseqüentemente os seus gastos na ampliação da produção corrente, e até mesmo na aquisição de ativos financeiros, alimentando o ciclo de valorização e exacerbando o movimento inicial.<sup>43</sup>

Há ainda mais um canal de transmissão pelo qual o ciclo de ativos pode afetar o volume de investimento das empresas, principalmente as de grande porte. São os recursos que estas podem angariar através de emissões de ações. A teoria- $q$  de Tobin (Tobin, 1969) permite compreender melhor esse fenômeno. O  $q$  de Tobin é definido como o valor de mercado da empresa dividido pelo custo de reposição do capital. Se o  $q$  é alto, o preço de mercado da empresa é alto relativo ao custo de reposição do capital, e a aquisição novas plantas e equipamentos se mostram baratas em relação ao valor de mercado da empresa<sup>44</sup>. Essas firmas, então, podem emitir ações a esse preço valorizado e executar um investimento produtivo. Ou seja, a empresa irá investir agora porque pode fazê-lo com apenas uma pequena emissão de ações.

Todos esses mecanismos de transmissão mencionados revelam que o peso da riqueza financeira nos patrimônios dos agentes passou a representar um estreitamento das relações entre os aspectos micro e macroeconômicos. No caso do mercado acionário, por exemplo, os fatos relacionados às grandes corporações repercutem imediatamente nas cotações e influenciam o movimento das bolsas de valores, isto por sua vez influenciará o comportamento das famílias, das próprias empresas e dos bancos. Um acontecimento no campo micro, dependendo da proporção, pode rapidamente se manifestar macroeconomicamente.

---

<sup>42</sup> Que são utilizados como colaterais para obtenção de crédito.

<sup>43</sup> Carneiro (1999).

<sup>44</sup> Segundo Duménil e Lévy (em Chesnais, 2005 op cit p.91) o “coeficiente  $q$  de Tobin, cai durante a crise estrutural dos anos 70 até o mínimo de 0,39, em seguida eleva-se gradualmente, culminando em 1,75, em 2000 (antes de uma nova queda, descrita como o estouro da bolha).”

No capítulo IV do World Economic Outlook, edição de abril de 2006, o FMI chama atenção para um fenômeno que, apesar de ainda ser recente, pode ser mais um indício da crescente financeirização das empresas, em especial das economias centrais: as empresas não-financeiras, principalmente após o colapso da bolha norte-americana em 2000<sup>45</sup>, abandonaram sua tradicional posição de tomadores de fundos emprestáveis para financiar seus gastos com capital para assumir posições superavitárias, inclusive concedendo empréstimos a outros setores da economia. Isso ocorreu principalmente nos Estados Unidos, Reino Unido, Japão e Canadá; já a Alemanha apresentou essa característica somente em 2004 – vide Figura 3.

Entre 2002 e 2004, por exemplo, o saldo financeiro positivo – definido como a diferença entre os lucros não distribuídos e o gasto com capital – dessas empresas alcançou o pico histórico de 2,5% do PIB no conjunto de países do G-7. Segundo o FMI, o uso dos excedentes financeiros assim gerados variou conforme o país, mas pode-se citar, de modo geral, sua utilização para pagamento de dívidas e, especialmente, para a acumulação de ações (na forma de recompra das próprias ações e investimento em ações no exterior) e de ativos líquidos.

Entre as razões citadas pelo FMI para tal comportamento das empresas não financeiras está o crescimento dos lucros, mas não devido a um incremento consistente do lucro oriundo de suas atividades operacionais, e sim devido à redução de impostos e de juros<sup>46</sup>. E por fim a queda no preço dos bens de capital também contribuiu nesse sentido.

Essas empresas, cientes da maior vulnerabilidade contemporânea das condições do mercado financeiro e do acesso ao crédito em cenários econômicos adversos, tomaram a iniciativa de gerar superávits como medida de contar mais com fundos internos, reduzindo sua dependência de fundos externos. E ainda há uma outra causa para o aumento desejado dos superávits: “the uncertainties associated with how they will be asked to meet currently unfunded pension liabilities.” (World Economic Outlook, 04/2006, p.153)

Deve-se atentar ainda para o fato de que esse maior investimento financeiro não tem a característica desejável de contribuir para o crescimento global na mesma magnitude que o faz o investimento produtivo. Desde o colapso das bolhas de ações e imóveis em meados de

---

<sup>45</sup> Essa bolha será descrita com maior detalhamento no capítulo 5.

<sup>46</sup> Ou seja, as políticas fiscais e monetárias dessas economias foram relaxadas no intuito de minimizar as dificuldades que as empresas enfrentariam após o estouro da bolha.

2001 o crescimento das economias centrais foi levado adiante, em grande medida, pelo consumo (como reflexo das acentuadas quedas nas taxas de juros) e não pelo investimento empresarial, até porque para alguns setores a explosão da bolha explicitou um excesso de capacidade, oriundo dos investimentos exagerados durante o boom.

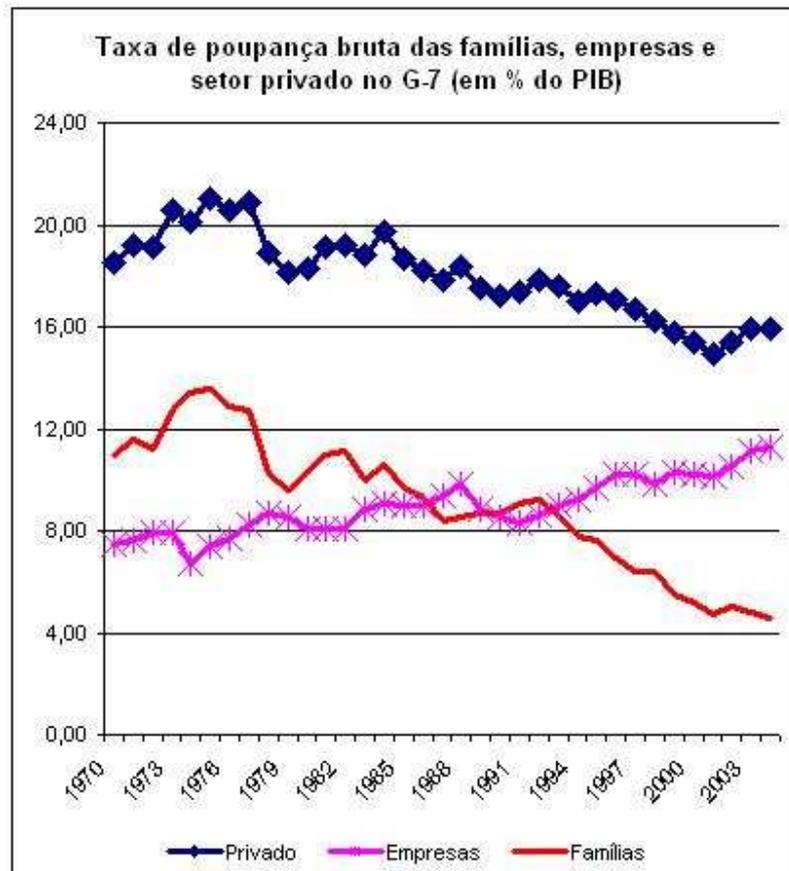


Figura 3 - Taxa de poupança bruta das famílias, empresas e setor privado no G-7 (em % do PIB)

Fonte: World Economic Outlook 04/2006 (FMI)

### 3.5 - O comportamento dos bancos e os impactos sobre o crédito

As mutações sofridas nas relações financeiras internacionais a partir da instauração e consolidação do novo regime monetário e financeiro mundialmente hegemônico e da emergência das finanças liberalizadas exerceram forte impacto desestabilizador sobre as atividades dos principais bancos comerciais, os quais passaram por períodos críticos ao longo das décadas de 1980 e 1990 e por uma profunda reestruturação de suas funções para

se adequarem ao novo ambiente financeiro internacional. Os bancos, nesse ínterim, sofreram com a perda de rentabilidade que obtinham com a prestação de serviços tradicionais aos seus principais clientes, pois os grandes grupos industriais, as administrações públicas e as empresas estatais estabeleceram conexões diretas com os mercados financeiros de divisas, obrigações e empréstimos. Por exemplo, passaram a levantar recursos junto ao mercado financeiro, e não mais diretamente com os bancos. Por outro lado, abriu-se caminho para os bancos ganharem com taxas e corretagens por serviços de intermediação entre esses agentes e o mercado financeiro. Simultaneamente as famílias transferiram parte de seus recursos para fundos de investimento e outros ativos e para os sistemas de poupança programada, em detrimento dos depósitos bancários. Com o processo de liberalização e desregulamentação e a securitização das linhas de crédito, o próprio mercado de empréstimos, bem como outras operações de intermediação típicas do sistema bancário, foram invadidos por instituições não-bancárias, restringindo o raio de atuação dos bancos comerciais e permitindo a seus concorrentes absorver algumas das partes mais lucrativas das atividades anteriormente exclusivas do sistema bancário.<sup>47</sup>

A reestruturação dos bancos consistiu na transformação de suas fontes de renda mediante a diversificação e a internacionalização de suas atividades, convertendo-se em agentes corretores de uma grande quantidade de operações (pelas quais cobram comissões), criando novos serviços e instrumentos financeiros, transformando seus ativos não-negociáveis de médio e longo prazos em títulos negociáveis em mercados secundários e atuando como grandes investidores nos mercados financeiros domésticos e internacionais. Ou seja, os bancos juntaram-se ao movimento especulativo, contribuindo para a geração de bolha de ativos.

Uma reação natural dos bancos para recuperar parte da rentabilidade perdida foi emprestar às famílias que se achavam inseridas na acumulação patrimonial. Assim, os bancos “criaram um duplo efeito de alavanca amplificadora: diretamente por meio de seus empréstimos para a aquisição de ativos; indiretamente por seus empréstimos ao consumo com elementos do patrimônio como garantia, o que evitava que as famílias vendessem esses ativos, ao mesmo tempo que mantinham seu nível de consumo” (Aglietta, 2004, p.26). Daí vem a explicação de como pôde o endividamento das famílias elevar-se

---

<sup>47</sup> Frontana (2000), p. 278.

simultaneamente ao aumento da proporção dos ativos financeiros no patrimônio total líquido das famílias.<sup>48</sup>

O artigo de Bernanke e Gertler (2000) lembra que o crédito é o canal através do qual o ciclo de ativos mais afeta o setor real da economia. E na atividade de concessão de crédito a assimetria de informação é intrínseca, pois o que está em jogo é uma promessa de pagamento e não um valor real disponível. Assim, aquele que oferece crédito não tem como saber com perfeição as características do tomador.<sup>49</sup>

Com isso em vista fica mais fácil compreender porque a liberalização financeira contribuiu para aumentar o risco sistêmico. A aquisição de informações sobre os tomadores e o exercício da supervisão sobre o crédito concedido pode redundar em custos consideráveis. Soma-se a isso o já citado aumento da concorrência entre instituições bancárias e/ou financeiras no ambiente globalizado. A maior concorrência torna o gasto com a busca das informações citadas indesejável, e então, estão dados os ingredientes necessários para levar estas instituições a subavaliar os riscos, privilegiando a quantidade de crédito concedida ao invés da qualidade. Assim, a fragilidade financeira tornou-se endógena ao sistema, pois esta permanece oculta durante a fase de expansão, onde o clima de negócios é otimista, o crédito é concedido em larga escala com subavaliação de riscos, pois o acirramento da concorrência impele a isto. Quando as convenções até então prevalentes se desfazem, as crises de valorização mostram sua cara e o problema de coordenação dos agentes torna-se realidade (liquidez insuficiente), a podridão de muitos créditos emerge das sombras da euforia, instalando a fragilidade financeira.<sup>50</sup>

---

<sup>48</sup> Não é necessário dizer que os créditos concedidos com vistas a realizar aquisições no mercado financeiro contém um componente de risco maior do que aqueles direcionados para o consumo ou investimento produtivo.

<sup>49</sup> A assimetria de informação no mercado de crédito faz com que os ofertantes de crédito cobre um preço médio acima do que seria “justo” no caso dos bons tomadores. Tal atitude desencoraja os melhores tomadores de crédito a fazê-lo, pois pagam mais do que a sua solvibilidade lhes permitiria alcançar, e, ao mesmo tempo, beneficia-se os maus tomadores.

<sup>50</sup> Obviamente que a estrutura financeira de cada nação tem sua influência no modo como se desencadeará essa fragilidade. Por exemplo, na Alemanha conjuga-se fraca concentração do setor bancário, limitada importância do mercado financeiro para os agentes não financeiros e baixo grau de separação entre a atividade de intermediário bancário e as finanças de mercado. Essa alquimia singular dos alemães originou um sistema financeiro menos propenso ao risco sistêmico. No entanto, nesses tempos de liberalização financeira, “pode-se perceber uma certa convergência das estruturas financeiras sob o efeito da globalização na maneira de realizar o compromisso entre eficiência microeconômica e estabilidade macroeconômica. [...] São estruturas que combinam mercados financeiros ativos, uma forte concentração que associa os bancos e investidores institucionais e um desaparecimento da separação entre atividade bancárias e de mercado.” (Algietta, 2004, p.51).

Borio et all (2003) demonstram que há uma clara e crescente correlação positiva entre o ciclo de ativos e crédito desde a década de 1970 – veja também a Figura 1. Isto elevou a frequência e a severidade dos episódios de stress financeiro. Pois, com a elevação dos preços dos ativos financeiros, “a economia começa a se aquecer, impulsionada pela ampliação do consumo das famílias e do investimento das empresas. Intensifica-se a pressão sobre o crédito e acelera-se a escalada de valorização da riqueza financeira e imobiliária.” Coutinho e Belluzzo (p.133, 1996). Em algum momento, diante da percepção de que os ativos estão sobrevalorizados, os agentes mais ágeis desfazem suas posições primeiro e precipitam uma reversão aguda de preços dos ativos.

A descrição da imbricação entre crédito e ativos financeiros foi também bem descrita por Miranda (p.247, 1997):

Durante a expansão, as avaliações de mercado são de que o custo relativamente baixo do crédito frente à rentabilidade prospectiva de alguns ativos justifica posições altistas. À medida que posições de compra de determinados ativos vão se efetivando, as avaliações altistas vão também se cumprindo, valorizando os ativos-alvo e, conseqüentemente, o estoque de riqueza de famílias, empresas e bancos. Os ganhos de capitais, pelo efeito riqueza que geram, reforçam a posição dos agentes nos mercados de ativos com recursos próprios e por meio de endividamento no mercado monetário ou financeiro. Os fluxos de renda destinados ao pagamento de dívidas têm participação relativa cada vez menor no valor esperado para o estoque de ativos enquanto a elevação de preços destes continue sendo antecipada. E, quando o ciclo de valorização reverter-se, ocorre o contrário: os ativos deflatam-se e as dívidas mantêm-se no mesmo valor contratual ou, caso realizadas a taxa de juros flutuantes, podem se elevar.

Assim, a deflação de preços nos mercados financeiros freqüentemente revela a existência de situações de fragilidade financeira. Como visto, as famílias, diante da desvalorização de seu *portfólio* financeiro e pelo temor da inadimplência, reduzem o consumo e elevam a poupança. Por outro lado, as empresas, além de sofrerem com a queda da demanda por seus bens/serviços, enfrentam uma desvalorização das garantias dadas junto aos bancos nos empréstimos/financiamentos anteriormente contratados, e o valor das dívidas é mantido. Diante disso, as empresas contraem rapidamente o investimento produtivo e diminuem drasticamente a folha de salários, dado o maior peso relativo que os juros dos créditos tomados passam a ter. Ou seja, tem-se a clara tendência de recessão e deflação, o que torna mais difícil aos agentes a recuperação patrimonial, pois as empresas não conseguem aumentar as vendas, e abre-se a porta do desemprego a muitas famílias.

Diante deste cenário, os Banco Centrais se vêem obrigados a reduzir as taxas de juros para facilitar a solvência dos desequilíbrios.

Outro elemento relevante, se não mais importante, nesse cenário é a possível, e provável, recusa de agentes do sistema financeiro em continuar emprestando aos especuladores. Pois a queda dos preços reduz fortemente o valor dos elementos patrimoniais colocados como garantia para os empréstimos; isso degrada a qualidade dos créditos que os bancos têm em suas carteiras. Como não são capazes de discriminar precisamente os tomadores, os bancos preferem um racionamento geral do volume de crédito a um aumento indiferenciado das taxas de juros que poderia precipitar a insolvência de seus tomadores. Assim, a instabilidade dos mercados financeiros provoca uma deterioração da aptidão dos bancos para controlar a qualidade do crédito.

A qualidade degradada da perspectiva de pagamentos de empréstimos passados deteriora a cotação dos bancos com a queda de sua riqueza líquida. As imprudências cometidas na euforia passada oneram a oferta legítima de crédito para o presente e o futuro próximo porque os bancos são forçados a um excesso de prudência. Portanto, não resta dúvida alguma de que as pressões sofridas pelos bancos acentuam a recessão financeira. A severidade da recessão<sup>51</sup> é maior quando a fragilidade dos bancos é mais pronunciada (Aglietta, 2004).

A posição central do sistema bancário em uma economia monetária torna o desenrolar de crises financeiras um tanto quanto problemático, pois um choque sofrido por um banco se transmite a outros bancos, e os contágios ocorrem de forma muito mais rápida que em outros setores. Desse modo, exige-se que as autoridades monetárias exerçam estreita vigilância e até mesmo atuem com cumplicidade, através de medidas de ajuda aos bancos em caso de crise, principalmente os de grande porte (*too big to fail*).

A perversidade dessa lógica financeira é que os agentes, de maneira geral, atuam de forma auto-referenciada e pró-cíclica. Ou seja, durante a fase expansiva do ciclo todos passam a alimentar mais e mais a valorização, desprendendo-se rapidamente dos

---

<sup>51</sup> A recessão pode tornar o clima dos negócios pessimistas por tempo considerável, com isso os agentes econômicos ficarão em compasso de espera a procura de sinais de recuperação, alimentando ainda mais o cenário de estagnação ou recessão. O que se quer mostrar é que crises localizadas podem facilmente se expandir para os demais mercados, é o que caracteriza o risco sistêmico. Por risco sistêmico não se deve entender a somatória de riscos individuais e independentes. Segundo Aglietta, o estado de risco sistêmico é causado por problemas de coordenação de mercado, pois comportamentos que individualmente pareçam racionais, levam no conjunto a uma situação pior que a inicial.

fundamentos e seguindo um raciocínio auto-referenciado. Quando o ciclo se reverte, todos agirão de maneira a aprofundar a reversão, podendo velozmente gerar um colapso de grandes proporções<sup>52</sup>. Nesse contexto, a atuação do Banco Central para evitar exageros em todas as fases do ciclo torna-se crucial.

Enfim, o que se quer aqui explicitar é que o ciclo de ativos passa a ter relevância no comportamento de gasto e endividamento das famílias e empresas, e na atuação de bancos e investidores institucionais. E isso, no seu conjunto, afetará a atividade econômica como um todo.

---

<sup>52</sup> Em uma recessão financeira a incerteza é muito forte e o horizonte decisional torna-se extremamente curto. Com efeito, a recessão é desencadeada pela percepção da precariedade financeira. Ora, os ajustes descritos a pouco só fazem agravar essa precariedade: os patrimônios sofrem desvalorizações e o peso das dívidas aumenta. A duração da recessão está inteiramente ligada à eliminação da fragilidade financeira.

## 4 – POLÍTICA MONETÁRIA E CICLO DE ATIVOS

Uma vez compreendido como uma bolha é interpretada do ponto de vista teórico e o seu potencial de perturbação da estabilidade macroeconômica, é chegado o momento de pesquisar não só como possivelmente a política monetária deve ser conduzida para minimizar essas perturbações, mas também se é conveniente que se utilize a política monetária como instrumento de resposta a uma bolha.

Ceccheti (p.3, 2003) atesta que há praticamente um consenso de que movimentos exagerados do mercado financeiro podem afetar adversamente o cenário macroeconômico, o que justificaria o acompanhamento do evoluir desse mercado. Detken e Smets (p.7, 2004) lembram ainda que historicamente, colapsos de preços de ativos financeiros estão associados com severos declínios na atividade econômica e instabilidade financeira. Os autores identificaram 38 booms desde 1970 em 18 países da OCDE. E nesse levantamento ficou claro que os booms estão durando cada vez mais, na década de 1970 a duração média dos booms era de 1,3 anos, em 1980 foi de 3,5 anos e 4,4 anos nos anos 1990. Além disso, essa pesquisa mostrou que a maior parte dos booms ocorreu da segunda metade da década de 1980 em diante. O que corrobora a tese de que a desregulamentação financeira foi fator crucial para esse comportamento dos mercados financeiros.

Um recente estudo do FMI (*World Economic Outlook* 2003) fornece algumas conclusões que também chamam atenção para a importância contemporânea das bolhas e booms no pós-guerra:

- Uma bolha financeira ocorre, em média, a cada 13 anos e acarreta perdas de 4% do PIB. Já a bolha imobiliária é menos recorrente (a cada 20 anos), mas mais perversa, tem o dobro de duração e de impacto negativo sobre a economia (perda de 8% do PIB);
- O colapso de bolhas de ativos financeiros se dá, em média, com queda de 45% dos preços, no caso imobiliário tem-se 30%. Adicionalmente, colapsos são mais recorrentes em bolhas imobiliárias, 40% das vezes o boom imobiliário colapsa;
- O colapso de bolhas imobiliárias está associado com efeitos adversos mais fortes e rápidos no sistema bancário em comparação a colapsos de bolhas de ativos financeiros;

Assim, diante da maior frequência de grandes flutuações dos preços dos ativos nas últimas décadas, e das incontestáveis ameaças que essas flutuações podem trazer à economia real, muitos economistas passaram a pesquisar se não seria oportuna uma resposta do Banco Central a esses ciclos de ativos. Ou seja, não se está colocando em discussão se as bolhas aumentam a volatilidade do crescimento, da inflação e da estabilidade do sistema financeiro, mas sim qual deve ser a atitude dos Bancos Centrais para eliminar ou reduzir as perturbações causadas pelas bolhas. É a partir desse ponto que as grandes divergências aparecem entre os estudiosos.

Pode-se dividir os economistas que abordam o tema em duas correntes de pensamento: os que defendem uma resposta reativa da política monetária e os que são a favor de um comportamento mais pró-ativo do Banco Central diante das bolhas; a partir daqui essas serão identificadas como visão convencional e visão alternativa, respectivamente. Vale dizer, como bem argumentam Gruen et al (p.1, 2003), que as divergências entre as visões surgiram não porque seus respectivos defensores discordam sobre os objetivos da política monetária – a saber, a manutenção de baixos patamares inflacionários e de reduzida volatilidade da inflação e do produto -, mas sim o modo pelo qual a autoridade monetária deve agir para atingir esses objetivos.

A política monetária reativa é aquela que espera, e age de acordo com os movimentos do mercado financeiro apenas na hipótese de colapso dos preços dos ativos. Ou seja, o Banco Central nesse caso foca quase que inteiramente no objetivo de estabilidade de preços, a meta inflacionária deve ser a única preocupação, a não ser que ocorra o colapso. Como afirmam Bordo e Jeanner (p.11, 2002), essa abordagem é “consistent with standard monetary policy rules, such as the Taylor rule, which imply an accommodating response ex post. If need be, this monetary relaxation can be complemented by a lending-in-last-resort injection of liquidity in order to stabilize the financial system.”

Já a abordagem alternativa defende uma intervenção da política monetária ainda durante a fase de boom da bolha, nesse caso a autoridade monetária é mais sensível a sinais de instabilidade financeira. Recorrendo mais uma vez a Bordo e Jeanne op cit (p. 11), é possível compreender brevemente esse ponto de vista:

The monetary authorities might attempt to contain the rise in asset prices and domestic credit in the boom phase in the hope of mitigating the consequences of a bust, if it occurs. This may be consistent with standard monetary policy rules,

which also imply a monetary restriction if the boom is associated with inflation pressures and overheating of the economy. However, the monetary authorities may want to restrict monetary policy above and beyond what standard rules prescribe. The question, then, is in which circumstances the authorities should deviate from standard rules, and on which indicators should they base monetary policy in these cases.<sup>53</sup>

Como principais defensores da corrente convencional pode-se citar Bernanke e Gertler (2000, 2001), Schwartz (2002), Bean (2003) e o próprio Greenspan (2002), que deixou claro sua preferência por essa visão em seus vários discursos a respeito da bolha de ações de empresas de alta tecnologia que ocorreu nos Estados Unidos no final da década de 1990. Por outro lado, os principais representantes da abordagem alternativa são Cecchetti et al (2002), Borio e Lowe (2002), Smets (1997) e Borio, English e Filardo (2003).

A visão dominante entre os Bancos Centrais, segundo Bordo e Jeanne (p.4, 2002), é a de que a política monetária não deve responder de forma pró-ativa a movimentos dos preços dos ativos financeiros. Hessius, Vice-Presidente do Sveriges Risksbank<sup>54</sup>, apud Bordo e Jeanne op cit, sintetiza bem esse ponto: “[...] the general view nowadays is that central banks should not try to use interest rate policy to control asset price trends by seeking to burst any bubbles that may form. The normal strategy is rather to seek, firmly and with the help of a great variety of instruments, to restore stability on the few occasions when asset markets collapse.”

A polarização de duas abordagens é simplesmente um instrumento retórico para que se possa evidenciar os principais aspectos que diferenciam as duas correntes de pensamento. Na prática, as visões dentro da comunidade acadêmica e política combina elementos desses dois pontos de vista em graus variados. No entanto, ao focar-se nos extremos do espectro, torna-se mais fácil compreender as vantagens e desvantagens de cada abordagem, e o que essas diferenças implicam na prática da política monetária.

#### **4.1 - A abordagem convencional**

Bernanke e Gertler (2000, 2001) utilizam-se de um modelo dinâmico novo-keynesiano para mostrar que um Banco Central, através do instrumento de metas de

---

<sup>53</sup> Portanto, defender um comportamento pró-ativo da política monetária não significa atuar persistentemente fora dos *standard rules*, mas sim contar com espaço para desviar-se temporariamente desses padrões quando um comportamento exagerado do mercado financeiro justificar uma ação da autoridade monetária ainda na fase de boom.

<sup>54</sup> Banco Central da Suécia

inflação, deve tão somente ajustar a política monetária de modo a compensar/anular qualquer pressão incipiente de inflação ou deflação. Ou seja, a política monetária não deve responder a mudanças nos preços dos ativos financeiros *per se*, mas reagir somente na medida em que o ciclo de ativos afeta a previsão de inflação, pois desse modo o Banco Central estará efetivamente respondendo a “*toxic side effects*” dos booms e colapsos sem ter que se envolver na questão referente à qual a razão dos movimentos dos preços dos ativos – estão eles embasados pelos fundamentos ou não? Segundo os autores, qualquer tentativa de responder a movimentos amplos do mercado financeiro, que não causem pressões sobre os índices de preços, é problemática por vários motivos, sendo o principal deles a impossibilidade de saber com certeza se os preços dos ativos em determinado momento refletem os fundamentos, fatores não embasados em fundamentos, ou ambos. Além do mais, se evita de o Banco Central, na tentativa de desinflar a bolha, causar pânico no mercado.

Por fim, Bernanke e Gertler (p.18, 2000) afirmam que muitas vezes um crescimento duradouro dos preços dos ativos causa pressões inflacionárias (através do efeito-riqueza e da maior propensão à tomada de crédito), o que por si só exige elevação da taxa de juros. Analogamente, quedas acentuadas dos preços dos ativos podem causar pressões deflacionárias (dada a reversão do efeito-riqueza e a ocorrência de *credit crunch*), o que exige um relaxamento da política monetária. Dessa forma, a autoridade monetária, ao se pautar exclusivamente pelo esquema de meta de inflação, além de obter condições macroeconômicas estáveis, tende a indiretamente tratar de excessos do mercado financeiro sem ter que agir indiscriminadamente contra as forças deste. Nas palavras dos autores:

the inflation targeting framework [...] induces policymakers to **automatically** adjust interest rates in a stabilizing direction in the face of asset price instability or other financial disturbances. [...] **This automatic response not only stabilizes the economy but it is likely to be stabilizing for financial markets themselves** for several reasons. First, macroeconomic stability, particularly the absence of inflation or deflation, is itself calming to financial markets. Second, the central bank’s easing in the face of asset price declines should help to insulate balance sheets to some degree, reducing the economy’s vulnerability to further adverse shocks. And, finally, if financial-market participants expect the central bank to behave in this countercyclical manner, raising interest rates when asset price increases threaten to overheat the economy and vice versa, it is possible that overreactions in asset prices arising from market psychology and other

nonfundamental forces might be moderated.” Bernanke e Gertler (p.22, 2000) (grifos meus).

Bernanke e Gertler op cit confirmam aquilo que foi exposto na segunda seção a respeito do tratamento dado às bolhas pelo corpo teórico da HME. Essa relutância em tratar das bolhas financeiras de modo mais enfático pode ser visto como consequência de as bolhas serem mera curiosidade/possibilidade teórica – que não pode ser negada pelas constatações empíricas – dentro dessa abordagem. Com este arcabouço, responder aos movimentos dos ativos financeiros somente quando estes geram pressões sobre a inflação é coerente com as hipóteses da HME. Na página dezenove Bernanke e Gertler, op cit, afirmam que no **modelo usual** dos economistas (o mundo da HME) variações nos preços das ações simplesmente refletem mudanças nos fundamentos. No entanto, como as bolhas não podem ser negadas pelas evidências empíricas, os próprios autores assumem que **pode ocorrer** (e não que isso seja natural como advoga as finanças comportamentais e a tradição pós-keynensiana) de fatores não embasados em fundamentos trazerem volatilidade aos preços das ações. Nas palavras dos autores:

Should fluctuations in asset prices be of concern to policymakers? In the economist’s usual benchmark case, a world of efficient capital markets and without regulatory distortions, movements in asset prices simply reflect changes in underlying economic fundamentals. Under these circumstances, central bankers would have no reason to concern themselves with asset price volatility *per se*. [...] Matters change, however, if two conditions are met. The first is that “nonfundamental” factors **sometime** underlie asset market volatility. The second is that changes in asset prices unrelated to fundamental factors have potentially significant impacts on the rest of the economy<sup>55</sup>. If these two conditions are satisfied, then asset price volatility becomes, to some degree, an independent source of economic instability, of which policymakers should take account. (grifos meus)

Em outra passagem lê-se:

---

<sup>55</sup> Os autores fornecem como evidência desse fato a Grande Depressão da década de 1930. Adicionalmente citam a questão do efeito-riqueza e a influência do ciclo de ativos sobre o crédito: “changes in asset prices affect consumption spending via their effects on household wealth. [...] [No entanto] the quantitatively most important connections between asset prices and the real economy operate through aspects of [...] the ‘balance sheet channel’. The world in which we live, as opposed to the one envisioned by the benchmark neoclassical model, is one in which credit markets are not frictionless; that is, problems of information, incentives, and enforcement are pervasive. Because of these problems, credit can be extended more freely and at lower cost to borrowers who already have strong financial positions (hence, Ambrose Bierceís definition of a banker as someone who lends you an umbrella when the sun is shining and wants it back when it starts to rain).”

As potential sources of “nonfundamental” fluctuations in asset prices, at least two possibilities have been suggested: poor regulatory practice and imperfect rationality on the part of investors (“market psychology”). [...] Nevertheless, **episodes of “irrational exuberance” in financial markets are certainly a logical possibility**, and one about which at least some central bankers are evidently concerned. (p.19, op cit; grifos meus)

Borio, English e Filardo (2003) dividem as abordagens sobre o tema em duas visões: a visão da “Continuidade” e a visão do “Novo ambiente”. A visão da Continuidade<sup>56</sup> tem grande aderência com a abordagem convencional. Pois segundo os autores, na corrente da Continuidade, o atual ambiente macroeconômico é uma extensão natural daquilo que prevaleceu durante o período anterior de alta inflação. Ou seja, a dinâmica do sistema econômico não teve mudanças significativas em decorrência do que foi exposto na seção três. Os novos desafios que se apresentam atualmente, e seus inesperados impactos econômicos, são essencialmente resultados de choques extraordinários. Não há razões para considerar que estes choques serão recorrentes. Assim, a política monetária deve contribuir com a estabilidade financeira através da manutenção da estabilidade inflacionária tão somente, e os desequilíbrios/crises financeiros devem ser tratados separadamente através de medidas regulatórias ou de políticas de prestador de última instância. Em outras palavras, confia-se nos modelos onde há clara correlação entre hiato do produto e inflação e onde a taxa de inflação em si mesma é uma variável chave que reflete satisfatoriamente as distorções da economia.

Um Banco Central com esta visão considera que os booms financeiros e seus colapsos, com suas associações ao crédito e investimento, são decorrentes, em grande medida, de fatores idiossincráticos, específicos da economia afetada. Ou seja, consideram estes episódios ocasionais ou excepcionais, e não como uma característica geral intrínseca a um suposto novo ambiente econômico.

Por fim, todos aqueles que aqui foram colocados como adeptos da visão convencional encontram várias restrições e objeções a uma prática pró-ativa da política monetária como forma de corrigir os excessos dos ciclos de ativos. As restrições mais comentadas são:

---

<sup>56</sup> Borio et al (2003) inserem nessa visão autores como Meltzer, Mishkin, Goodfriend, Taylor, Svensson, Greenspan, Bernanke, Woodford, Clarida, entre outros.

1. a dificuldade de a autoridade monetária identificar desequilíbrios (bolhas) na velocidade necessária para agir de forma pró-ativa;
2. o risco de respostas da política monetária gerar maiores desequilíbrios ou pânico; e
3. a dificuldade de justificar tais ações junto ao público.

A respeito do primeiro item, Bean (p.5, 2003) afirma haver muita dificuldade em estimar se os preços dos ativos refletem ou não os fundamentos, os resultados encontrados são carregados de imprecisões. Desse modo, Bean se mostra cético quanto à possibilidade de se evitar ou impedir o desenvolvimento acentuado de bolhas financeiras e desvios de preços dos ativos através de uma política monetária pró-ativa. Ainda mais, quando se consegue estimar com confiança que uma bolha emergiu, provavelmente já será muito tarde para se tomar alguma ação contra esse comportamento dos ativos sem que se cause impactos adversos na economia real, justamente o que se quer evitar. Antes pelo contrário, se há confiança a respeito da existência de uma bolha e de ser iminente o colapso, o que se deve fazer é relaxar a política monetária no intuito de preparar-se para os efeitos negativos deste, dado o intervalo de tempo necessário entre uma mudança na taxa de juros e seus efeitos na economia real e a pressão descendente sobre a inflação que um colapso da bolha pode trazer.

Nessa mesma linha Greenspan (2002) afirma:

It is by no means evident to us that we currently have--or will be able to find--a measure of equity premiums or related indicators that convincingly presage an emerging bubble. Short of such a measure, I find it difficult to conceive of an adequate degree of central bank certainty to justify the scale of preemptive tightening that would likely be necessary to neutralize a bubble.

Issing (p.20, 2003) lembra ainda que um Banco Central não tem vantagem comparativa informacional sobre os participantes do mercado para arriscar um julgamento de que o mercado está experimentando uma bolha. Assim, nessa linha de raciocínio, quando o Banco Central perceber a existência de uma bolha, o mercado também estará consciente disso. Porém, o próprio Issing reconhece que, apesar de essa ser uma visão atrelada ao HME, por vezes os investidores mesmo reconhecendo uma bolha preferem continuar seguindo a tendência altista, pois não querem perder a oportunidade de fazer seus ganhos crescerem, e não sabem ao certo até quando esse movimento pode durar. Ainda

nesse caso, o Banco Central não deve ir contra o movimento do mercado, mas apenas divulgar alertas imparciais a respeito do comportamento dos preços dos ativos.<sup>57</sup>

Com relação ao risco de se gerar maiores instabilidades quando da adoção de uma política monetária pró-ativa, a explicação reside no fato de que desequilíbrios na economia podem advir de efeitos inesperados da atuação da autoridade monetária. Calibrar a política monetária no grau necessária para evitar a formação de uma bolha é excessivamente difícil. Por um lado, pequenos incrementos na taxa de juros podem se mostrar insuficientes para conter os excessos financeiros. Paradoxalmente, essa tentativa pode ser contra-producente se tal medida ajudar a dissipar possíveis dúvidas a respeito da credibilidade do Banco Central como defensor da estabilidade de preços, e por meio disso pode-se alimentar ainda mais o otimismo dos agentes a respeito da sustentabilidade do boom. Por outro lado, grandes incrementos na taxa de juros pode lançar a economia em uma recessão desnecessária.<sup>58</sup>

Gruen et al (2003) chegam a afirmar que para superar esses dois primeiros obstáculos o nível de informação requerido é extremamente grande. Segundo eles, parece haver uma pequena e estreita janela de oportunidade onde tal política pode ser empreendida com sucesso, fora disso o fracasso é predominante. Recorramos a um trecho do artigo de Ferguson Jr. (p. 12, 2003), que sintetizou bem essas objeções:

central banks can and should lean against the wind to the extent that such asset price distortions affect the outlook for inflation and output. But to go beyond this to a policy of actively seeking to burst a bubble seems very problematic - there are simply too many uncertainties involved. One can never be sure that a bubble is inflating. And even if a bubble could be identified with certainty, calibrating the necessary policy actions necessary to burst a bubble without significant damage to the real economy would be extraordinarily difficult.

Finalmente, muitos advogam que mesmo diante de uma possibilidade técnica de se responder de modo pró-ativo à formações de bolhas financeiras, será muito difícil de justificar tais ações da autoridade monetária ao público. Pois o Banco Central estará elevando a taxa de juros sem que haja aparente pressão inflacionária (dado o intuito de

---

<sup>57</sup> O caso da bolha de ações de empresas de alta tecnologia nos EUA é emblemático. Greenspan em 1996 alertou o mercado de que os preços dessas ações estavam experimentando uma “exuberância irracional”, porém a bolha foi estourar apenas no segundo trimestre de 2000.

<sup>58</sup> Borio e Lowe, p.25, 2002.

apenas enfraquecer as forças otimistas do mercado financeiro), o que pode ser visto como medida de enfraquecer a prosperidade econômica.<sup>59</sup> Cecchetti et al (p.18, 2002), apesar de defenderem a visão alternativa, esclarecem esse ponto. Eles alegam que agir de modo pró-ativo pode afetar a credibilidade da autoridade monetária. Pois desse modo, há um risco significativo de a atuação do Banco Central se tornar menos previsível e menos transparente, prejudicando a “prestação de contas” da autoridade monetária junto ao público. Assim, os dirigentes do Banco Central que conscientemente afastarem-se do declarado objetivo colocado pela meta inflacionária para corrigir excessos do mercado financeiro poderão fomentar instabilidades se sua comunicação com o mercado for complexa ou pouco compreendida, ou pior ainda, se gerar uma onda de discordância por parte dos analistas financeiros. Pode-se assim perder em credibilidade da autoridade monetária o que possivelmente se ganhará ao conter o avanço de uma bolha.

Filardo (p.17, 2004) considera que essa dificuldade de comunicação se deve em grande parte à imprecisão que o termo “bolha” carrega. “Some in the public may interpret ‘bubbles’ as an opportunity for short selling. Some might interpret the term to mean a crash is imminent. Some may interpret it as a signal that drastic policy measures are in train. From a monetary authority’s point of view, the use of the term brings the risk of misinterpretation. As a consequence, a monetary authority’s utterances about bubbles could cause asset prices to react, often in unpredictable ways.” E o próprio Filardo comenta que uma possível opção seja evitar o uso do termo “bolha”: a autoridade monetária pode se referir somente às variáveis que levaram ao inflar da bolha, como o crescimento do crédito e dos desequilíbrios financeiros.

#### **4.2 - A abordagem alternativa**

Cecchetti, Genberg e Wadhwani (2002), autores proeminentes dessa abordagem, atestam que os Bancos Centrais podem melhorar os resultados encontrados na busca por uma baixa volatilidade do produto e da inflação se manipularem a taxa de juros atentos ao comportamento dos preços dos ativos financeiros, e particularmente em seus possíveis desalinhamentos. Isto é, deve-se elevar as taxas de juros modestamente quando os preços desses ativos estiverem acima do valor estimado pelos fundamentos, e deve-se reduzir os

---

<sup>59</sup> Borio e Lowe 2002

juros quando os preços dos ativos estiverem abaixo do “valor justo”. Tal manejo da política monetária tende a neutralizar o impacto de bolhas na inflação e na atividade econômica, bem como reduz a probabilidade de bolhas se desenvolverem demasiadamente. Deste modo, alcança-se uma estabilidade macroeconômica. Cecchetti et al (p.3, 2002) frisa, porém, que a proposta não é estabelecer uma “meta” para os preços dos ativos:

To avoid confusion or misunderstanding, we want to emphasize that we are **not** advocating that asset prices should be **targets** for monetary policy, neither in the conventional sense that they belong in the objective function of the central bank, nor in the sense that they should be included in the inflation measure targeted by the monetary authorities. Instead our principal claim is that central banks can improve macroeconomic performance by reacting systematically to asset price misalignments, over and above their reaction to inflation forecasts and output gaps. It is our view that central banks seeking to smooth output and inflation fluctuations can improve these macroeconomic outcomes by setting interest rates with an eye toward asset prices in general, and misalignments in particular. The main reason for this is that asset price bubbles create distortions in investment and consumption, leading to excessive increases and then falls in both real output and inflation. Raising interest rates modestly as asset prices rise above what are estimated to be warranted levels, and lowering interest rates modestly when asset prices fall below warranted levels, will tend to offset the impact on output and inflation of these bubbles, thereby enhancing overall macroeconomic stability. In addition, if it were known that monetary policy would act to “lean against the wind” in this way, it might reduce the probability of bubbles arising at all, which would also be a contribution to greater macroeconomic stability.

Assim, dado que uma bolha pode trazer maior volatilidade, um Banco Central que responda às raízes da instabilidade – os desalinhamentos dos preços dos ativos – irá reduzir a volatilidade da atividade econômica. Ou seja, “At an intuitive level, these arguments establish a prima facie case for taking asset price misalignments into account in the normal course of determining monetary policy, not only because they have an impact on expected inflation, but also because misalignments lead to unnecessarily large business cycle fluctuations” (Cecchetti et al, p.5, 2002).

O ponto mais criticado das idéias de Cecchetti et al (2002) pelos defensores da abordagem convencional é a capacidade de a autoridade monetária determinar quando os preços dos ativos estão desalinhados. Pois segundo os críticos o mercado incorporou toda a informação disponível aos preços e o Banco Central não é capaz de saber mais do que o mercado. No entanto, Cecchetti et al op cit são céticos quanto à possibilidade de ocorrer

uma incorporação de toda a informação disponível que acabe por eliminar automaticamente todos os desalinhamentos. A não ser que se assuma a forma forte de eficiência dos mercados, o que freqüentemente não se pode afirmar, como demonstra o comportamento do mercado no dia a dia. Além do mais, Cecchetti et al (2002) não defendem uma resposta do Banco Central a pequenos desvios dos preços dos ativos ou a movimentos que estejam sendo guiados pelos fundamentos. Eles concordam que é difícil detectar esses desvios, mas advogam que por vezes os desalinhamentos são notáveis e óbvios, e citam como exemplo o preço das ações e dos imóveis no Japão em 1989, bem como as ações do índice Nasdaq no final de 1999 e início de 2000. Afirmam que “While some portion of these high price levels may have been justifiable based on fundamentals, few people would deny that a significant component was due to asset market disturbances. Ultimately, in terms of reducing inflation and output volatility, it is important that central bankers respond to these large relatively ‘obvious’ misalignments.” (Cecchetti et al, p.19, 2002).

Cecchetti, Genberg e Wadhvani (2002) contra-argumentam ainda que a dificuldade de estimar o grau de desvio dos preços dos ativos dos fundamentos não é mais difícil do que estimar o hiato do produto ou o produto potencial, que são amplamente utilizados pelas autoridades monetárias que empregam metas de inflação. Além disso, mostram que as variáveis utilizadas para estimar o produto potencial são as mesmas que devem ser utilizadas para estimar possíveis desalinhamentos dos preços dos ativos:

The output gap estimate depends importantly on underlying productivity growth (which affects prospective potential output) and the equilibrium equity risk premium (which affects corporate investment, which in turn, affects trend growth) – the same uncertain inputs that are to be necessary to estimate the degree of stock price misalignment. Moreover, one’s estimate of the prospective output gap also depends on what is likely to happen to the actual level of output, which, through the standard wealth effect, depends directly on the degree to which asset prices are misaligned. As we see it, if you cannot estimate asset price misalignments, you cannot forecast inflation either. (Cecchetti et al, p.19, 2002)

Desse modo, esse trabalho de Cecchetti et al (2002) apresenta um contra-argumento inicial à primeira objeção aventada pela abordagem convencional de que é difícil para a autoridade monetária perceber a tempo se um boom ocorre por exagero dos agentes ou por melhora significativa dos fundamentos. Reconhecem que tal diferenciação é difícil, mas para eles a dificuldade não deve servir como motivo para simplesmente desconsiderar a

questão. Além do mais não se trata de dizer que o Banco Central não tem um nível de informação melhor que os agentes do mercado, basta verificar que as responsabilidades e incentivos de ambos são muito diferentes, o que justifica resposta diferentes a uma mesma estimativa de tendência de mercado. Os agentes do mercado não internalizam os efeitos macroeconômicos de uma ação coletiva. Já o Banco Central deve considerar os riscos para o panorama macroeconômico antes de tomar uma decisão. Dado que a ocorrência de desequilíbrios financeiros é inerente ao sistema econômico, o risco da inação pode ser maior que o de uma ação pró-ativa.

Todas as políticas econômicas são baseadas em algum grau de incerteza – incerteza a respeito dos dados, dos parâmetros de determinado modelo econômico e, das variáveis que importam para a atividade econômica. Roubini (2005) afirma que a “monetary policy is always implemented under conditions of data uncertainty. It is of course true and correct that, the greater is the uncertainty about the realizations of a particular variable [...] the less the optimal policy will react to that variable. [...] [But] while greater uncertainty on the size of asset bubbles would imply a more muted response to them, a no response policy is not optimal or rational”

Checetti (2003) ainda ataca a crítica da visão convencional de que uma política monetária pró-ativa pode desestabilizar a economia. Para ele há muita imprecisão nas estimativas do impacto de políticas adotadas na economia, mesmo sob circunstâncias normais. No entanto, se essa imprecisão compreensivelmente pede cuidado nas atitudes tomadas, isso não significa que deve haver “paralisia” do Banco Central diante de um choque como uma bolha de ativos.

Alem do mais, há estudos empíricos e analíticos que suportam essa evidência de que as bolhas podem ser desinfladas sem causar severas recessões. Recentes experiências no Reino Unido, Austrália e Nova Zelândia sugerem que é possível reagir às bolhas através de uma política monetária restritiva moderada e gradual sem causar um *crash* econômico e financeiro – ver Box 1. Não se está afirmando aqui que o Banco Central pode com certeza desinflar toda e qualquer bolha sem gerar recessão, mas apenas que há constatações empíricas que comprovam a existência de casos onde essa possibilidade existe. Ou seja, se condena apenas a exclusão da possibilidade do Banco Central reagir de modo pró-ativo simplesmente pela dificuldade de se calibrar essa reação.

Bordo e Jeanne (p.3, 2002) também consideram que uma política monetária pró-ativa pode ser útil para se ter um cenário macroeconômico mais estável. Eles elaboraram um modelo estilizado que investiga a resposta ótima da política monetária aos booms dos ativos financeiros quando estes podem acarretar colapsos na concessão de empréstimos e na atividade econômica. No entanto a questão é analisada por um outro prisma. Para eles uma política monetária restritiva com vista a conter um boom no mercado de ativos pode ser pensada como um seguro contra o risco real de quebra no sistema financeiro causado por um colapso do boom mais a frente. Esse seguro obviamente tem um custo: um aperto da política monetária implica um sacrifício em termos de objetivos macroeconômicos imediatos, ou seja, pode-se incorrer em menores produto e inflação. Entretanto, deixar o mercado financeiro a sua própria sorte e injetar liquidez no caso do colapso pode ter um custo maior (profunda recessão e *credit crunch*). Portanto o desafio da autoridade monetária é fazer uma consistente avaliação dos riscos e custos envolvidos no uso de uma política monetária ativa.

#### **BOX 1 – Três casos de sucesso na condução da política monetária**

Uma bolha imobiliária levou o Banco da Inglaterra a elevar as taxas de juros em 2003-2004. Pequenos aumentos entre Novembro de 2003 e Agosto de 2004 colocaram os juros no patamar de 4,75%. Esse aperto monetário obteve sucesso na condução gradual da reversão dos preços dos imóveis. Além disso, o custo para o crescimento econômico foi pouco e esteve dentro das expectativas e, não se observou sérios danos ao mercado financeiro. Depois de poucos trimestres de menor crescimento econômico, o Reino Unido mostrou sinais de recuperação do crescimento já no verão de 2005.

Outro caso mais exitoso foi o da Austrália entre 2003-2005. Lá a bolha imobiliária parecia fugir do controle em 2002. O aperto monetário iniciou-se em 2003 e se estendeu até a primavera de 2005. Essa política monetária restritiva também conseguiu estancar a bolha sem causar severos efeitos ao crescimento econômico ou ao mercado de ativos.

A mesma receita foi aplicada com feliz resultado entre Janeiro de 2004 e o verão de 2005 na Nova Zelândia.

Estes três casos provam que a política monetária pode ser efetiva no desinflar de bolhas de ativos mobiliários e de imóveis sem gerar significativos danos ao sistema financeiro e à atividade econômica.

Os exemplos onde as tentativas de desinflar a bolha levaram a um crash de grandes proporções, em geral são casos onde a administração da política monetária foi falha. Como no Japão dos anos 80, o Banco do Japão primeiro aguardou muito para tratar da bolha imobiliária e depois, quando a bolha estourou, ele esperou muito para relaxar a política monetária no intuito de prover liquidez ao sistema financeiro.

Fonte: Roubini (2005)

Essa avaliação é possível de ser feita, segundo Bordo e Jeanne (op cit, p.18), com o acompanhamento de uma variável essencial: o risco de *credit crunch* induzido por uma reversão dos preços dos ativos. Esse monitoramento pode ser feito através de uma comparação com os valores históricos e informações específicas de cada episódio conhecido de instabilidade.

Obviamente essa é uma avaliação não-linear e complexa, pois envolve as várias ligações entre preços dos ativos, estabilidade financeira e política monetária. Como o Banco Central sabe se a evolução do mercado financeiro é fruto de um otimismo exagerado (possivelmente uma bolha) ou simplesmente reflete expectativas razoavelmente bem fundamentadas de um melhor fluxo de retornos devido a inovações/aumento de produtividade do setor real da economia? Entretanto, para os autores, a questão de se existe ou não uma bolha não é o ponto principal, o debate sobre políticas monetárias pró-ativas ou reativas não deve ser reduzido à capacidade de o Banco Central identificar uma bolha.

No modelo por eles construídos a autoridade monetária precisa averiguar qual o risco de uma reversão nos preços dos ativos, sem importar se essa reversão seja reflexo de um movimento do mercado guiado por fundamentos ou por um estouro de uma bolha. A questão da bolha não é o ponto essencial, mesmo se os mercados forem completamente eficientes, uma reversão abrupta pode ocorrer, e colocar as mesmas questões/temores para a autoridade monetária quando uma bolha colapsa. Nesse ponto reside a maior diferença com o modelo de Cecchetti et al (2002), pois como visto estes defendem uma atuação ativa apenas quando os preços não são justificados pelos fundamentos, o ponto em comum é que ambos acreditam que uma política monetária pró-ativa pode ser útil.

Para dificultar a situação ainda mais, é importante ter em mente que, diante da suspeita de um boom que pode trazer problemas mais à frente, quanto mais a autoridade monetária aguarda para agir, no intuito de ter maior certeza da trajetória que o mercado financeiro está seguindo, maiores serão os custos de uma política monetária ativa. Isso porque nadar contra a maré de otimismo dos investidores requer ações mais custosas e radicais à medida que o movimento ganha força. O Banco Central deve agir quando o risco percebido de colapso é considerável e a capacidade de ação não se mostra muito reduzida.

Esse ponto de quando se mostra oportuna uma atuação ativa da autoridade monetária pode ser pensado como a analogia da janela de oportunidade aventada por Ferguson Jr., mas visto de uma perspectiva mais otimista de sucesso. Essas questões mostram que simples regras de política monetária podem não ser apropriadas como um guia para a taxa de juros. O Banco Central deve sempre levar em conta a probabilidade dos eventos antes de tomar qualquer atitude para desinflar uma bolha. As decisões do Banco Central com relação ao comportamento dos preços dos ativos financeiros devem conter algum grau de discricionariedade e subjetividade.

Mostrar que é possível construir indicadores que possam auxiliar no julgamento quanto à existência de desequilíbrios financeiros foi o objetivo do artigo de Borio e Lowe (2002). Complementando essa lacuna dos artigos de Cecchetti et al (2002), que não chegaram a propor em detalhes meios práticos de se inferir a existência de desequilíbrios financeiros. Borio e Lowe op cit estudaram as relações entre preço dos ativos financeiros, crédito e investimento, utilizando os dados entre 1960 e 1999 para um grupo de 34 países (incluindo todos do G10).

Um ponto importante neste artigo de Borio e Lowe é que em suas simulações sempre consideraram apenas as informações que estariam disponíveis ex-ante, justamente para mostrar que uma autoridade monetária pode concluir que o mercado financeiro está numa trajetória de desequilíbrio antes que venha a colapsar. Segundo Borio, English e Filardo (p.31, 2003) muitos dos estudos de crises financeiras fazem “predições” ex post, o que é insuficiente para um Banco Central que tem o objetivo de se antecipar às crises. Por isso o estudo de Borio e Lowe (2002) é importante como um sinalizador de um caminho em que a pesquisa deve avançar para tornar atuações pró-ativas dos Bancos Centrais cada vez mais seguras e oportunas.

Borio e Lowe op cit criaram três indicadores: hiato do crédito, hiato do investimento e hiato dos preços dos ativos<sup>60</sup>. São indicadores que procuram estabelecer um parâmetro histórico, para que se possa comparar a situação da economia num período qualquer com a tendência histórica, e, a partir de então, poder indicar, com algum grau de confiança, se as

---

<sup>60</sup> Para compreender melhor a que se referem esses indicadores recorramos ao original: “we identify a credit boom as a period in which the ratio of credit to GDP deviates from its trend by a specified amount (we refer to this deviation as the ‘credit gap’) [...] Similarly, we define asset price and investment booms as periods in which real asset prices and the ratio of investment to GDP respectively deviate from their trends by specified amounts. Again, we refer to these deviations as the ‘asset price gap’ and ‘investment gap’ respectively.”

variáveis econômicas estão afastando-se da tendência histórica, sugerindo, assim, que as mesmas estão apresentando comportamentos desestabilizadores. Nesse estudo simulou-se primeiramente cada indicador isoladamente, e depois combinações dessas três variáveis, sempre para horizontes de um, dois e três anos.

Como melhor resultado para o horizonte de um ano, quando analisados isoladamente, encontra-se o hiato de crédito: para um limiar de 4%<sup>61</sup> consegue-se prever 80% das crises, com ruídos (sinais falsos) ocorrendo em 18% do tempo. Para o hiato de investimentos e hiato de preços dos ativos os resultados não se mostram tão robustos, considerando um limiar de 40% e 5%, prevê-se 50% e 42% das crises, com ruídos de 15% e 21%, respectivamente. Os resultados tendem a melhorar consideravelmente à medida que se amplia o horizonte temporal da análise.

A análise combinada desses indicadores também fornece resultados interessantes. O que se pode perceber é que essa experiência empírica sugere que existem certas regularidades. Em especial, períodos que apresentam forte crescimento do crédito, boom nos preços dos ativos e altos níveis de investimento quase sempre culminam em fortes desequilíbrios no sistema financeiro. Veja como Borio e Lowe op cit (p.11) apresentam esse ponto:

Rapid credit growth, *by itself*, may pose little threat to the stability of the financial system. The same could be said for rapid increases in asset prices or an investment boom. Rather, the historical narratives suggest that it is the *combination* of events, in particular the simultaneous occurrence of rapid credit growth, rapid increases in asset prices and, in some cases, high levels of investment – rather than any one of these alone – that increases the likelihood of problems. For policymakers, therefore, the more relevant issue is not whether a “bubble” exists in a given asset price, but rather what *combination* of events in the financial and real sectors exposes the financial system to a materially increased level of risk. While the bubble question is intrinsically interesting, it is extremely difficult to answer.[...] Knowing the answer to the “bubble question” would obviously be helpful here, although it is by no means crucial.

Para os autores a questão da dificuldade de se identificar desequilíbrios financeiros é artificialmente ampliada quando a questão é colocada em termos da existência de bolhas de ativos. Segundo eles, “The pitfalls in assessing ‘fundamental values’ are well known.

---

<sup>61</sup> O valor de limiar deve ser visto como um valor de referência histórico, para indicar se a variável está de acordo com a tendência histórica.

Indeed, it is precisely this observational indeterminacy that facilitates the formation of financial imbalances. When framed in these terms, the debate easily strays into almost ideological territory, unnecessarily pitching supporters and sceptics of ‘market efficiency’ against each other” (Borio e Lowe, op cit, p.26). Essa dificuldade de identificação pode ser menos intimidadora quando se pensa em termos de um conjunto de condições propício para o surgimento de tensões no sistema financeiro. E, como mostrado no artigo, essas regularidades podem ser obtidas com base nas informações disponíveis ex-ante, o que é de extrema importância para a autoridade monetária na implementação de suas políticas econômicas.

Borio e Lowe op cit reconhecem que as regularidades encontradas podem não ser suficientemente fortes, mas isso na verdade foi apenas uma indicação de que direção deve seguir os estudos futuros. E ainda mais, nesse artigo foram consideradas poucas variáveis, o Banco Central pode construir indicadores baseado em um conjunto de variáveis muito mais rico para auxiliar no julgamento sobre vulnerabilidades, instabilidades e riscos.<sup>62</sup>

Detken e Smets (2004) encontram resultados que corroboram as conclusões de Borio e Lowe op cit. Eles analisam 38 booms desde 1970 para 18 países da OCDE e constataam que em linha com a elevação dos preços ativos e da atividade econômica, o crescimento do crédito e da oferta de moeda é forte antes e durante o boom, e essa taxa de crescimento cai consideravelmente nos dois anos que se seguem ao boom. Segundo os autores: “it appears as if money and credit growth could be useful to distinguish high- from low-cost booms, relatively early on. Real money growth is significantly higher for the high-cost booms already during the pre-boom period. Both real credit (9.7% vs 6.2%) and money growth (8.5% vs 5.0%) are significantly higher for high-cost than in low cost episodes during the boom.”<sup>63</sup>

Outro item importante, quase um consenso entre os adeptos da visão alternativa, e que atinge um dos principais pilares da abordagem convencional é o reconhecimento de que bolhas, boom e desequilíbrios financeiros podem se desenvolver mesmo em ambientes de estabilidade inflacionária. Essa constatação compromete o receituário convencional, uma

---

<sup>62</sup> O próprio Bean (p.10, 2003), mais aderente à visão convencional, reconhece a utilidade do trabalho de Borio and Lowe (2002): “Such indicators will no doubt be a useful addition to the armoury of central banks, but early diagnosis of incipient imbalances is always likely to be difficult”.

<sup>63</sup> Detken e Smets (p.20, 2004)

vez que este receituário defende uma resposta aos booms apenas na medida em que os desalinhamentos de preços dos ativos financeiros afetem as previsões de inflação.

Para melhor compreender-se esse ponto é válido que antes se faça um breve relato daquilo que Borio, Filardo e English (2003) chamaram de visão do “Novo ambiente”<sup>64</sup>. Esta abordagem credita os novos desafios como resultados inerentes de uma nova macrodinâmica da economia, ou seja, a desregulamentação dos mercados financeiros e a baixa inflação, entre outros motivos, proporcionaram um ambiente inédito para a condução da política monetária. Nesse novo cenário booms insustentáveis podem se desenvolver largamente sem suscitar significativas pressões inflacionárias, desse modo, a política monetária pode estar despercebidamente acomodando o desenvolvimento de desequilíbrios financeiros e as conseqüências para a economia real que daí provem, principalmente a acumulação excessiva de capital. Borio, Filardo e English op cit consideram que um outro ponto de preocupação que pode surgir com o avanço dos desequilíbrios e um possível colapso é a pressão deflacionária.

Isto posto, a visão do “Novo-ambiente”, que pode ser incorporada á visão alternativa, defende a adoção de políticas monetárias mais consistentes com a emergência desses desequilíbrios que não suscitam grandes pressões inflacionárias. Pois tais desequilíbrios não são satisfatoriamente capturados pelos modelos econômicos largamente utilizados pelas autoridades monetárias que têm como objetivo operacional exclusivamente a baixa inflação no curto prazo, o que impede um aperto da política monetária quando se observa expansão excessiva de crédito e dos preços dos ativos. Então, as mudanças no pano de fundo da macroeconomia e os novos desafios exigem modificações na atuação dos Bancos Centrais. Nas palavras de Borio, Filardo e English op cit (p.40): “it may be important for the monetary framework to allow for a *pre-emptive tightening* of policy to limit the build-up of financial imbalances *even in the absence of obvious inflationary pressures*”.

Issing (2003, p.19) cita três razões para uma baixa sensibilidade da inflação ao desenvolvimento dos desequilíbrios financeiros: (a) o poder das firmas de praticarem

---

<sup>64</sup> Borio et al (2003) afirma que essa visão tem raízes antigas, embora alguns de seus aspectos só tenham sido formalizados recentemente. Ele cita como exemplo, a escola austríaca (Mises e Hayek), Schumpeter, Kindleberger, Minsky, entre outros. Os autores mais recentes dessa perspectiva são Borio, Lowe, Filardo, Hamilton, English Zarnowitz, entre outros.

baixos preços, (b) desenvolvimentos positivos do lado da oferta, e (c) expectativas de baixa inflação bem ancoradas.

Em grande medida, a capacidade das firmas de praticarem baixos preços se deve a mudanças no lado da oferta. Reformas do mercado de trabalho e aumento no ritmo dos avanços tecnológicos podem ser citados como exemplos dessas mudanças. Essas melhorias podem pressionar positivamente os preços dos ativos, não somente pelos impactos positivos sobre a rentabilidade das empresas, mas também por causa da sensação generalizada de otimismo sobre o futuro que geralmente floresce. Simultaneamente, isto coloca pressões baixistas sobre os preços dos bens e serviços, principalmente no que se refere à redução do custo da mão-de-obra. Um movimento de auto-alimentação do boom pode surgir, com incrementos dos preços dos ativos incentivando uma maior demanda e sustentando, ao menos inicialmente, as expectativas otimistas quanto ao futuro. Logo, se por um lado um aumento da demanda gera pressões inflacionárias, essas pressões são mascaradas pelas melhorias do lado da oferta da economia.

Com relação a expectativas de inflação bem ancoradas, pode-se afirmar que o sucesso alcançado na conquista e manutenção de baixas taxas de inflação, e o conseqüente aumento na credibilidade dos Bancos Centrais, jogam um papel ardiloso. De um lado, este sucesso eliminou uma importante fonte de má alocação de recursos e de instabilidade financeira. Por outro lado, o processo inflacionário modificou-se, o que significa que sob essas condições, excessos de demanda agregada tendem a gerar pressões inflacionárias mais gradualmente que no passado. Seria como se as pressões inflacionárias latentes encontrassem seu campo de manifestação primeiramente no mercado de ativos, o que pode gerar antes um desequilíbrio no mercado financeiro, e não um imediato aumento nos preços de bens e serviços. Ou seja, quando um boom no mercado de ativos começa a gerar pressões inflacionárias, pode ser tarde demais para a autoridade monetária responder de forma pró-ativa, os desequilíbrios financeiros já deverão ter alcançado tal nível que provavelmente seja mais eficiente deixar o colapso ocorrer e adotar uma política monetária expansionista para acomodar os impactos financeiros e reais. Além do mais, a credibilidade na estabilidade inflacionária fornece alguma sustentabilidade ao boom, pois remove-se uma das causas mais sintomáticas do fim destas expansões.

Dessa perspectiva, a credibilidade do Banco Central é uma faca de dois gumes. De um lado, a credibilidade reforça outros fatores estruturais que podem servir como repressão às pressões inflacionárias. De outro lado, com expectativas de longo prazo melhor ancoradas nos objetivos do Banco Central, booms insustentáveis podem ganhar mais fôlego antes de provocarem pressões inflacionárias. Ou seja, o “paradoxo da credibilidade” mostra que o Banco Central pode ser vítima de seu próprio sucesso.

O próprio Greenspan (transcrição do FOMC de fevereiro de 1997) apud Bordo e Wheelock (2004) reconheceu esse ponto:

We have very great difficulty in monetary policy when we confront stock market bubbles. That is because, to the extent that we are successful in keeping product price inflation down, history tells us that price-earnings ratios under those conditions go through the roof. What is really needed to keep stock market bubbles from occurring is a lot of product price inflation, which historically has tended to undercut stock markets almost everywhere. There is a clear tradeoff. If monetary policy succeeds in one, it fails in the other. Now, unless we have the capability of playing in between and managing to know exactly when to push a little here and to pull a little there, it is not obvious to me that there is a simple set of monetary policy solutions that deflate the bubble.

Assumindo que o colapso no mercado de ativos é iminente e irreversível, as políticas sugeridas pelas visões convencional e alternativa são bem parecidas. Enquanto verifica-se certa relutância das autoridades monetárias em intervir em períodos de booms, a intervenção é muito mais comum e agressiva em períodos de crise financeira. Nestes eventos é clara a necessidade de intervenção para estabilizar o funcionamento do mercado financeiro e evitar um rompimento generalizado do sistema financeiro. O receituário aplicado é o de uma política monetária expansionista, provendo liquidez, para acomodar os impactos negativos do colapso. Políticas de gastos públicos e corte de impostos também são bem-vindas no intuito de aquecer a economia.

A Figura 4 mostra que as principais economias da Europa e os Estados Unidos experimentaram uma bolha de ações entre a segunda metade da década de 1990 e meados de 2000. Já a Tabela 5 deixa claro a opção das autoridades monetárias de, após a reversão das cotações, reduzirem agressivamente as taxas de juros no intuito de acomodar o stress financeiro e evitar uma profunda recessão. O crescimento do déficit público em relação ao PIB também demonstra a tentativa de impulsionar a atividade econômica e minimizar os efeitos adversos que a severa queda dos preços das ações poderia trazer.

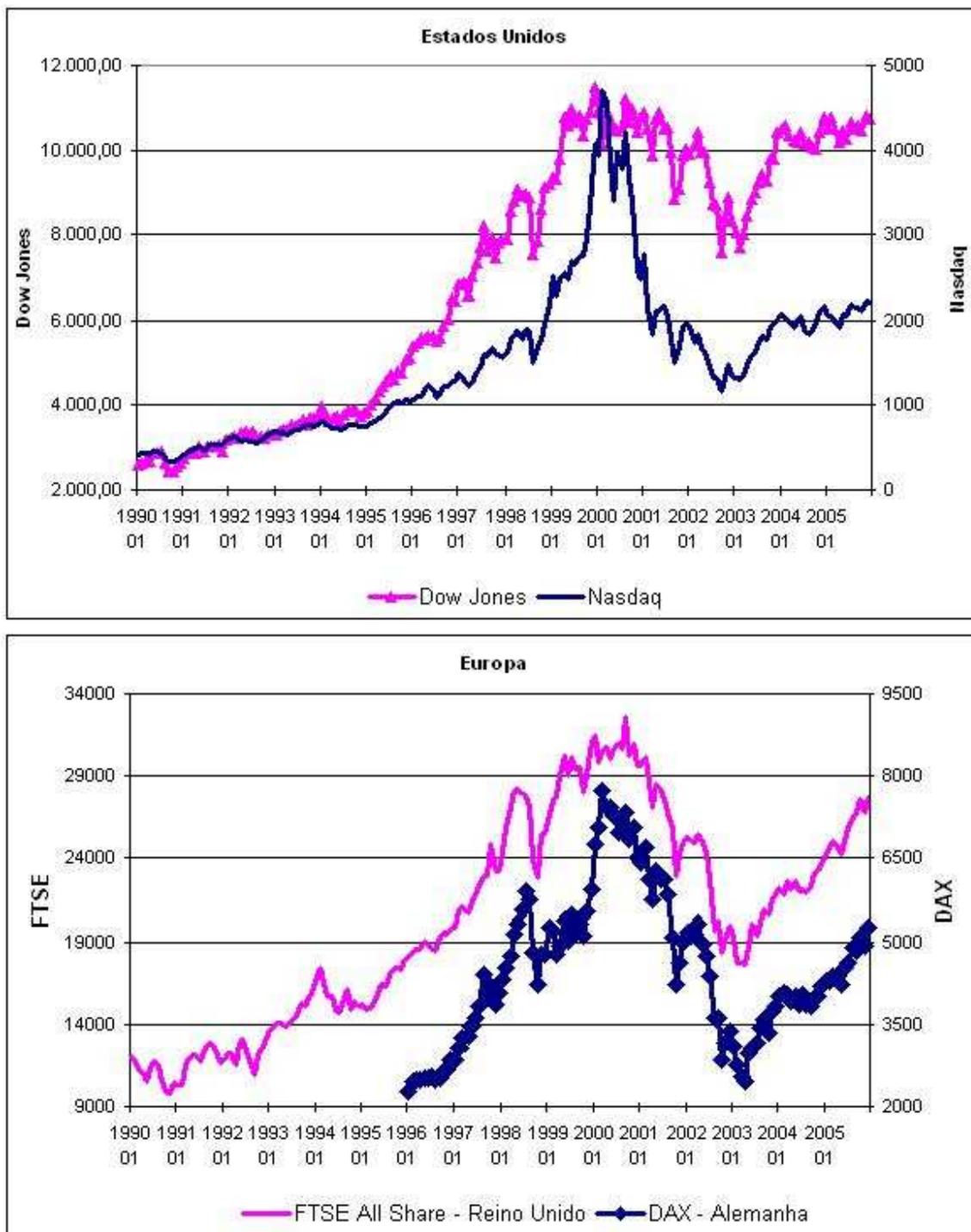


Figura 4 - Índices de ações em economias industrializadas

Fonte: Ipeadata e CMA.

Obs: Índices em pontos. Os dados para o índice DAX estão disponíveis apenas a partir de Janeiro de 1996.

A abordagem alternativa ainda faz a ressalva de que uma política expansionista com este intuito pode acabar gerando desequilíbrios e bolhas em outros mercados, como o caso de bolha imobiliária. Isto torna mais difícil calibrar a política monetária, se for expansionista em pouca magnitude pode não ter sucesso em arrefecer os efeitos perversos como uma crise sistêmica no sistema financeiro, um *credit crunch* de grandes proporções, deflações etc; se for expansionista em grande proporção pode ser bem sucedida no mitigar dos desequilíbrios, mas pode gerar desequilíbrios em outros mercados.

A Fed *funds rate* caiu de 6% em janeiro de 2001 para 1% em junho de 2003, esse movimento de redução acentuada foi acompanhado pelas taxas de juros dos contratos de hipotecas. Some-se a isso o incentivo para que as famílias direcionassem seus investimentos para outro mercado que não o acionário, pois a queda brusca deste causou muito descontentamento a esses agentes. Aí está a receita para o surgimento de uma bolha imobiliária, que permite uma certa recuperação do patrimônio líquido das famílias que sofreram com a explosão da bolha de ações.

<b>Tabela 5 – Déficit público e taxa de juros em países selecionados</b>							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Déficit público/PIB</b>							
Economias avançadas	-0,2	-1,6	-3,5	-4,1	-3,6	-3,1	-3,1
Estados Unidos	1,3	-0,7	-4,0	-5,0	-4,7	-4,1	-4,3
Eurolândia	-1,0	-1,9	-2,6	-3,0	-2,7	-2,3	-2,3
Japão	-7,7	-6,4	-8,2	-8,1	-6,6	-5,8	-5,7
Reino Unido	1,5	0,9	-1,5	-3,2	-3,2	-3,6	-3,1
<b>Taxa de juros (policy rate)</b>							
Estados Unidos	6,4	1,8	1,2	1,0	2,2	4,2	4,5
Eurolândia*	4,8	3,3	2,8	2,0	2,0	2,3	2,5
Japão	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Reino Unido	6,0	4,0	4,0	3,8	4,8	4,5	4,5

\* A Eurolândia reúne a Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Países Baixos e Portugal.

Fonte: World Economic Outlook (04/2006, FMI)

Além das taxas de juros mais baixas incentivarem a substituição de dívida antiga e mais cara por dívida nova e barata, estimula-se a contratação de novas dívidas, entre elas as imobiliárias. Assim, mesmo após a recessão, a relação entre dívida familiar e renda pessoal disponível elevou-se. E vale lembrar que o surgimento de bolhas imobiliárias após o

colapso das bolhas de ações não se restringiu aos Estados Unidos, mas se estendeu a outras economias avançadas. Segundo o *Economist*<sup>65</sup>, a inflação dos imóveis nos últimos anos foi o que salvou o mundo de uma recessão profunda. Para a revista, trata-se da maior bolha global da história: entre 1997 e 2005 os preços dos imóveis cresceram 192% na Irlanda, 154% no Reino Unido, 145% na Espanha, 114% na Austrália, 87% na França, 84% na Suécia e 73% nos Estados Unidos.

Macedo (p.77, 2006) chama atenção ainda para o surgimento de outras bolhas paralelas com a política de barateamento do crédito:

[Após o colapso da bolha de ações] Avessos ao investimento, mas também confiantes na promessa dos bancos centrais de zelar pela estabilidade, conter a inflação e apagar incêndios, pessoas físicas e jurídicas foram também às compras no imenso supermercado financeiro criado pela liberalização dos mercados. O barateamento do dinheiro na ponta curta [...] permitiu a multiplicação das operações de *carry trade*, [...] pelas quais os agentes financiam, com os juros curtos, a aquisição de outros ativos mais longos e mais rentáveis. Deflagrou-se um processo exaltado de caça ao retorno (ou *search for yield*), onde quer que ele estivesse. Dos *treasuries* norte-americanos aos imóveis, das *commodities* aos *high-yield bonds* e aos títulos dos países emergentes, nada parece ter escapado à atenção do capital vadio e barato engendrado pela prolongada política de juros baixos.

A visão convencional, como visto, defende a atuação do banco central uma vez dado o colapso, através do provimento de liquidez, e não durante o boom. O que se reflete nas palavras de Greenspan (2004): “Instead of trying to contain a putative bubble by drastic actions with largely unpredictable consequences, we chose, as we noted in our mid-1999 congressional testimony, to focus on policies to mitigate the fallout when it occurs and, hopefully, ease the transition to the next expansion’.”

Para Roubini (2005) essa assimetria de resposta da autoridade monetária, por ser inconsistente e não ótima, é mais uma fonte de problemas. Primeiramente porque a resposta deve ser simétrica ou simplesmente não deve haver resposta, agir de modo pró-ativo somente após o colapso de uma bolha não parece ser a melhor solução. Greenspan tentou justificar esse paradoxo em uma conferência ocorrida em 1999 argumentando que a assimetria provém do mercado que cresce gradualmente, mas colapsa rapidamente, jogando os preços em patamares baixos em rápida velocidade. Segundo Greenspan, a autoridade

---

<sup>65</sup> *The Economist*. The global housing boom . In come the waves, Jun. 16, 2005.

monetária não deve agir em nenhuma etapa da bolha se tanto a fase de expansão como a fase de reversão ocorrerem de modo gradual.

No entanto, verifica-se que o índice Nasdaq elevou-se em 150% do início de 1999 a março de 2000, e o Fed não reagiu à esse crescimento desenfreado, este foi de uma magnitude muito maior que grande parte dos casos de reversão de preços onde se viu a reação do Fed. Logo, o argumento da assimetria do mercado levantada por Greenspan não encontra respaldo empírico. Segundo Roubini op. cit. esta falha do Fed custou caro aos Estados Unidos no caso do colapso da bolha de ações em 2000, pois os custos não se resumem apenas a uma redução do PIB, mas também à grande restrição no acesso ao *venture capital* e outras formas de financiamento que todo o setor de alta tecnologia e internet sofreu nos anos seguintes, o que afetou negativamente a geração de inovações por três ou quatro anos.

Adicionalmente, se um Banco Central sistematicamente permite o desenvolvimento das bolhas de ativos sem tomar nenhuma atitude em relação a elas, enquanto promete aos mercados prover liquidez todas as vezes que uma bolha colapsar (como faz o Fed repetidamente nas últimas duas décadas), então a distorção dos incentivos dos investidores pode tornar-se séria. Elevando a cada novo episódio de reversão aguda dos preços a severidade do *moral hazard*.

Braga (2000, p.292) coloca a questão sob um prisma intrigante: “estas intervenções dos bancos centrais não envolvem apenas o ‘risco moral’ (*moral hazard*), mas uma ‘armadilha sistêmica’, porque ao mesmo tempo que se evita a *débâcle* se criam condições para a retomada do movimento ascendente no ‘estrato superior’ de riqueza”.

Não se está aqui condenando o provimento de liquidez quando o mercado financeiro entra em pânico com o estouro da bolha, mas que essa resposta da autoridade monetária respeite certa simetria, atuando tanto na expansão como na reversão da bolha. Pois desse modo, ameniza-se o problema da distorção dos incentivos e das decisões econômicas. Segundo Roubini op. cit. “An asymmetric response may be a source of investment distortions that may lead to cycles of repeated and intensified asset bubbles and asset crashes in the U.S.”.

Um ponto comum entre os defensores da visão alternativa e que merece atenção é que não se deve responder a toda e qualquer bolha. Ou seja, não deve haver uma reação

mecânica e da mesma forma para todas as mudanças nos preços dos ativos. Para essa corrente de pensamento uma resposta ativa do Banco Central envolve julgamento com base em valores de referência históricos, subjetividade e discricionariedade. Issing (p.25, 2003) afirma que:

there is no general guide to exactly when and how the behaviour of asset prices should exert unusual influence on monetary policy. There is nothing like an augmented Taylor rule where asset prices regularly appear as an additional factor influencing monetary policy. Certainly, stabilisation of asset prices (or asset price inflation) should not be an objective of monetary policy in any way similar to that in which maintenance of reasonably low and stable general price inflation is such an objective. Rather, the special and unusual influence of asset prices on monetary policy arises, from time to time, in special circumstances when asset prices are behaving strangely and when this strange behaviour justifies an alteration in monetary policy from what it would otherwise be.

Além disso, muitos afirmam que o melhor caminho é não abordar o problema procurando saber se há ou não uma bolha. A alternativa mais promissora é pesquisar por indícios nas mais variadas variáveis que podem sugerir desequilíbrios financeiros, corroborando a iniciativa, citada anteriormente, de Borio e Lowe (2002) de construir indicadores. Crockett (p.5, 2003) afirma que “recent work, including some done at the BIS, suggests that it may be possible over time to develop the necessary tools [para auxiliar no julgamento das variáveis]. The guiding principle is to move away from trying to identify asset price bubbles per se and to focus on financial imbalances, or the set of symptoms that are likely to foreshadow subsequent strains on the real economy. Excessive credit expansion is one of these.” No mesmo sentido Borio, Filardo e English (p.30, 2003) atestam que “focusing on the question of whether an asset price bubble is in the making [...] may not be the best way of posing the problem. [...] more mileage can be gained by trying to identify the configuration of symptoms that may foreshadow future generalised financial distress, with significant macroeconomic costs. [...] cumulative deviations of asset prices and aggregate private credit from historical trends, especially if also accompanied by cumulative real exchange rate appreciation, can yield reasonably reliable signals of pending financial crises.”

A supervisão e regulação prudencial muitas vezes é colocada como uma forma de evitar instabilidades financeiras, ou seja, uma alternativa à respostas diretas do Banco Central a movimentos exagerados do mercado financeiro. Os adeptos da visão alternativa,

porém, consideram que este é um instrumento muito limitado para conter tais instabilidades. Yamaguchi (p.29, 2003) lembra que a regulação prudencial é micro-orientada e portanto não oferece soluções apropriadas para uma perspectiva macroeconômica da questão. Para essa corrente de pensamento a supervisão prudencial pode ajudar, mas é insuficiente diante da magnitude que uma bolha e/ou as reações humanas não racionais podem alcançar, como visto pelas Finanças Comportamentais.

Borio et al (2003) afirmam que em alguns casos, como no desalinhamento de preços de ações, não se tem claro qual autoridade de supervisão deveria intervir. Para eles, até o momento atual o uso de instrumentos prudenciais como forma de controle de desequilíbrios financeiros com origens macroeconômicas continua problemático. Geralmente, o essencial é que se tenha uma cooperação entre a condução da política monetária e as autoridades prudenciais.

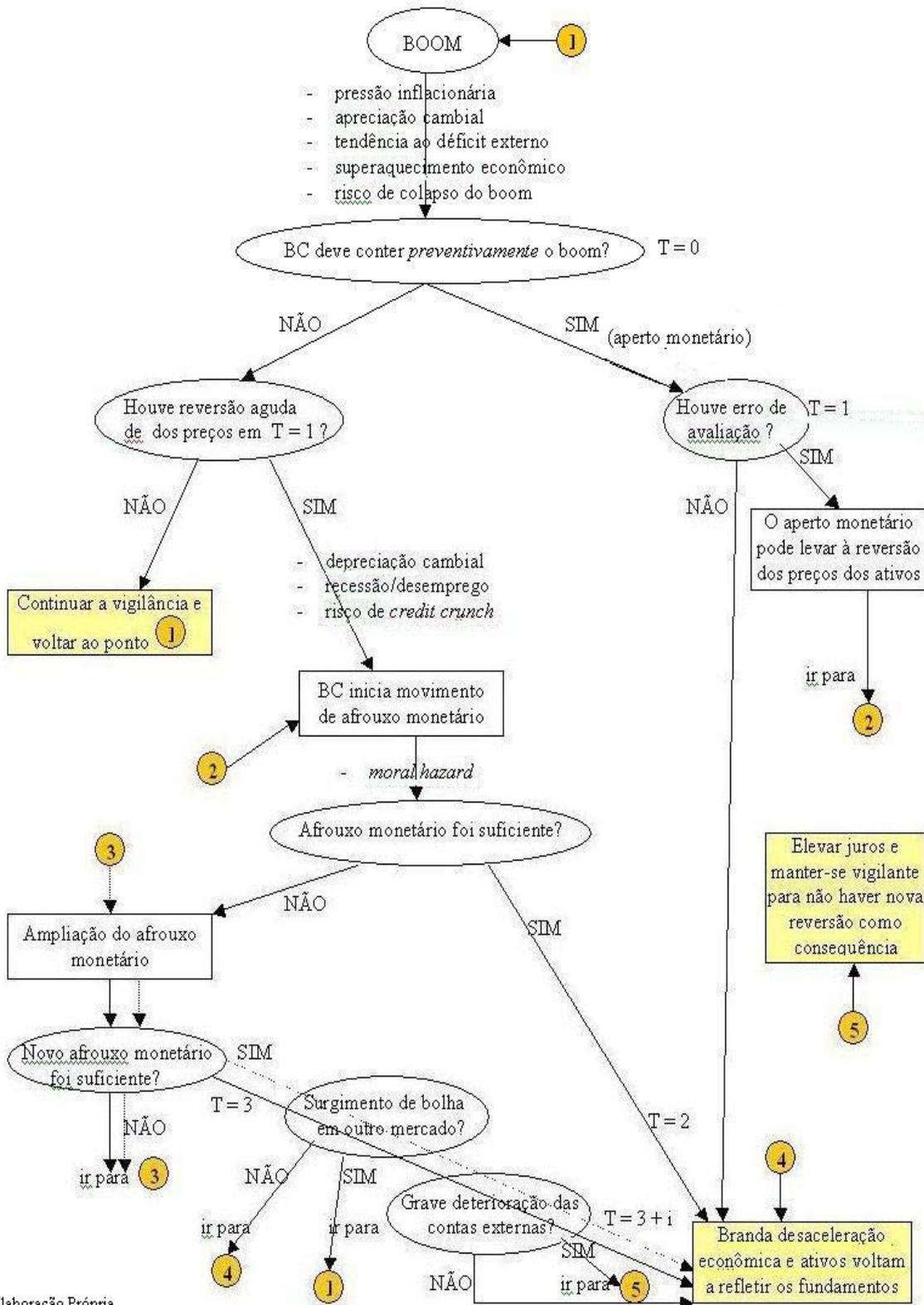
#### **4.3 – Representação esquemática**

Como forma de sintetizar os principais dilemas que a autoridade monetária encontra na condução da política monetária ante um ciclo de ativos, para uma melhor compreensão, foi construído o fluxograma a seguir. Este é apenas um instrumento analítico, obviamente não há a pretensão de que este englobe todas as situações e casos, mas os principais desafios estão aí representados.

O fluxograma procura representar os seguintes dilemas:

- a autoridade monetária na tentativa de agir de modo pró-ativo pode acabar por gerar uma aguda reversão, dada a dificuldade de se identificar uma bolha (ou um desvio dos preços em relação aos fundamentos) a tempo de executar uma bem sucedida política de condução do mercado à “normalidade” sem suscitar pânico;
- do mesmo modo, ao esperar uma melhor definição da bolha financeira pode ser tarde demais para a adoção de uma política contracionista, e torna-se pertinente uma política expansionista dada o iminente colapso e seus reflexos negativos na economia (recessão, desemprego, comprometimento sistema financeiro etc);

## Fluxograma – O Banco Central e o Ciclo de Ativos



Elaboração Própria

- a adoção de política monetária expansionista após o início da reversão de um boom pode gerar bolhas em outros mercados, principalmente no imobiliário, que como visto pode afetar a economia de modo muito mais contundente;
- a adoção de política monetária expansionista após o início da reversão de um boom gera problemas de *moral hazard*, perpetuando a especulação e a bolha financeira ao sinalizar para os participantes do mercado que a autoridade monetária em algum momento atuará como prestador de última instância.

As informações contidas nas figuras geométricas elípticas representam alguma decisão que deve ser tomada pelo Banco Central. Já aquelas inseridas em caixas retangulares correspondem a reflexos de alguma decisão já tomada, aquelas preenchidas pela cor amarela significam que chegou-se ao fim do processo de decisão. As informações como  $T = 0, 1, 2, \dots$  referem-se ao horizonte temporal em que as decisões e/ou reflexos das mesmas ocorrem. Não se faz aqui nenhuma referência que a etapa  $T = 0$  tenha a mesma duração que a etapa seguinte  $T = 1$ , e assim sucessivamente. O tempo aqui simplesmente reflete que uma determinada decisão só será executada após ser possível verificar o efeito de uma escolha realizada anteriormente. Os números envoltos em círculos amarelos indicam que daquele ponto deve-se ir a outro ponto do fluxograma correspondente ao número indicado, o número 1 indica que o processo de decisão deve começar novamente do ponto inicial. Por fim, a sigla BC significa Banco Central.

Explicando o fluxograma, primeiramente verifica-se que na ocorrência de um boom de ativos, digamos ações, podem surgir algumas pressões, conforme visto: pressão inflacionária, apreciação cambial, tendência ao déficit externo, superaquecimento da economia e endividamento excessivo. Diante disso o Banco Central deve decidir, em  $T = 0$ , se atuará preventivamente através de um aperto monetário. No entanto, como visto, não é uma tarefa simples para a autoridade monetária antever se determinada trajetória de preços dos ativos é fruto de movimentos não bem fundamentos e levará a uma inequívoca e perversa reversão. Se a autoridade monetária decidir pelo SIM, em  $T = 1$  será possível constatar se houve erro nessa previsão ou na calibragem da política monetária, caso a resposta seja negativa o Banco Central obteve êxito em agir de forma pró-ativa, fazendo com que os ativos voltem a refletir os fundamentos a um custo vantajoso, uma branda desaceleração econômica. Já se houve erro de avaliação o aperto monetário poderá levar a

um movimento de aguda reversão dos preços dos ativos, depreciação cambial (que pode gerar tensões inflacionárias), possibilidade de fuga de capitais, entre outras coisas. No caso de erro de avaliação pode surgir um dilema que não está representado no fluxograma: a aguda reversão dos preços dos ativos sugere que se adote uma política monetária expansionista, mas se essa reversão for acompanhada por desvalorização cambial, fuga de capitais e pressões inflacionárias haverá também recomendações para a subida dos juros no curto prazo.

No caso de o Banco Central decidir não agir em  $T = 0$ , será possível este verificar se sua omissão incentivou a formação de bolha, e se esta por sua vez, em  $T = 1$ , por si mesma leva a um movimento de reversão aguda dos preços dos ativos. Não havendo esse movimento de reversão/estouro da bolha o Banco Central deve simplesmente continuar vigilante e voltar ao ponto inicial do fluxograma. Já no caso de a reversão ser um fato real, encontra-se o Banco Central no mesmo ponto em que o erro de uma avaliação, exposto no parágrafo anterior, conduz à reversão do boom, como indica o esquema proposto. A partir de então, outras pressões se explicitam: a depreciação cambial (fuga de capitais), recessão e aumento do desemprego (dado o efeito riqueza ao contrário e o corte de investimentos no setor produtivo), e o risco de *credit crunch* devido à deterioração patrimonial dos agentes. Vale lembrar que a depreciação cambial pode trazer sérios problemas mais à frente, pois dificultará o pagamento do passivo externo eventualmente acumulado anteriormente em  $T = 0$ . Nesse contexto, o melhor que a autoridade monetária tem a fazer é prover liquidez ao sistema, ou seja, adotar uma política monetária mais frouxa, redução de juros. Aí surge outro problema, como visto anteriormente este processo pode gerar uma perpetuação da especulação e da bolha, pois os agentes perceberão que em último caso o Banco Central sempre irá intervir para amenizar os efeitos negativos, é o *moral hazard*. Com isso, uma primeira injeção de liquidez pode não ser suficiente, se a primeira o foi, alcança-se o ponto desejado em  $T = 2$ , como indica o fluxograma.

Vale lembrar que pode ser utilizada política fiscal expansionista para agilizar e facilitar a recuperação econômica, embora isso possa comprometer a saúde patrimonial do Estado mais adiante.

Caso necessite-se de mais cortes de juros, no momento mais à frente o Banco Central deverá analisar se essa injeção adicional foi suficiente. Em caso afirmativo, alcança-se a

“normalidade” em  $T = 3$ , mas deve-se então averiguar se tal afrouxamento da política monetária não incentivou a formação de bolha em outros mercados, o imobiliário, por exemplo. Se a resposta é SIM, o Banco Central deverá iniciar o mesmo caminho de avaliação que foi feito para o primeiro boom, sem descuidar para que um boom não fundamentado no primeiro mercado ressuscite. Se mesmo o segundo corte de juros não foi suficiente para amenizar os efeitos adversos da reversão do boom inicial, o Banco Central procede a outro corte, e assim será até que se julgue que a economia já se recuperou dos efeitos recessivos ou se alcance a taxa de juros zero, esse processo é indicado pelas setas pontilhadas. Obviamente que quanto mais tempo a autoridade monetária lograr o retorno à “normalidade” maior terão sido os efeitos adversos sobre a economia. Ou seja, não é indiferente alcançar o ponto final do fluxo em  $T = 1,2,3 \dots$

Não é de surpreender que, diante de tantos desafios, não raro os economistas que tratam do tema dessa dissertação afirmam a necessidade de mais estudos para melhorar o entendimento das relações entre política monetária, bolhas (ou movimentos exagerados dos preços dos ativos) e atividade econômica. Segundo Bean (2003), ao menos dois pontos precisam claramente de avanços. Primeiramente é importante que se tenha avanços na habilidade de detectar se uma determinada expansão de crédito e um crescimento dos preços dos ativos representam sintomas de desenvolvimento de desequilíbrios financeiros que serão suscetíveis a correções futuras, ou simplesmente refletem movimentos sustentáveis dos fundamentos econômicos. Em segundo lugar, precisa-se melhorar o entendimento de como os desequilíbrios e os custos a eles relacionados podem ser tratados pelas políticas de regulação prudencial e monetária.

Algumas citações dos principais autores que tratam do tema podem ser úteis para revelar o quanto ainda se precisa avançar na questão:

- “There are few topics in macroeconomics as contentious as that of asset price bubbles” Filardo (p.1, 2004)
- “We believe that there is considerable potential in this field [the definition of the relevant financial strains]; the corresponding literature is just in its infancy.” Borio e Lowe (p.28, 2002)

- “[...] policymakers might be able to respond to developing imbalances with monetary policy before they reach a stage where a spontaneous unwinding is imminent. To be sure, more work needs to be done in order to make such judgments fully operational. Even so, given that this line of research is in its infancy, considerable scope for improvement would appear to exist.” Borio, English e Filardo (p.31, 2003)
- “ [...] more investigation is needed into understanding the way in which financial imbalances and asset price misalignments in practice affect economic prospects.” Bean (p.18, 2003)
- “Likewise, the increased incidence and macroeconomic costs of financial instability since the 1980s in industrial and emerging markets has helped to focus attention on the importance of asset prices. Even so, empirical work on the relationship between credit and asset prices, or of the effect of changes in real estate prices on aggregate demand, is still quite limited.” Borio e Lowe (p.2, 2002)
- “ [...] if asset market developments were deemed to be threatening the goal, monetary policy actions should not be ruled out. Given the risks mentioned above, such actions would have to be carefully designed so as not to unwittingly increase asset market volatility. Much more study is called for to advance in this line the constructive approach for monetary policy to address the challenges posed by the asset markets.” Yamaguchi (p.29, 2003)

## 5 – OS ESTADOS UNIDOS E A “NOVA ECONOMIA”

A Figura 4 (seção 4) mostra a vigorosa valorização que os principais índices de ações dos Estados Unidos experimentaram na década de 1990, em especial na segunda metade. Há duas visões principais a respeito dessa tendência altista do mercado acionário inspiradas na HME: a teoria da nova economia e a teoria da queda do prêmio de risco. A primeira defende que a revolução tecnológica do período (principalmente nas áreas da informação e da comunicação) conduziu o país a uma “nova economia” de alto crescimento e produtividade total dos fatores, o que justificaria a apreciação no mercado de ações dada a expectativa de lucros futuros. Um discurso de um futuro de prosperidade e crescimento sustentado se ouvia em todo o lugar. Esse sentimento gerou um clima de euforia que forneceu fôlego invejável para o crescimento dos preços das ações, em especial aquelas que compunham o índice NASDAQ. A segunda teoria afirma que, com o advento da globalização, a crescente participação dos agentes econômicos nos mercados financeiros, conjuntamente com uma maior diversificação dos investimentos e da proliferação de novos instrumentos financeiros que ajudam a administrar o risco, levou a uma substancial queda no prêmio de risco e, portanto, na taxa de retorno requerida. Outra versão dessa mesma teoria alega que os investidores aprenderam que o mercado acionário é inerentemente menos arriscado em relação a outros investimentos, o que os levou a aceitarem um menor retorno.<sup>66</sup>

Dizia-se até mesmo que era o fim dos ciclos econômicos, pois as notáveis mudanças trazidas pela tecnologia permitiriam uma melhor gestão dos estoques – os investimentos excessivos em estoques foi uma das principais causas das flutuações econômicas depois da Segunda Guerra Mundial. Mas o que se viu ao final da euforia é que o boom e o colapso foram maiores do que a média no período pós-guerra.<sup>67</sup>

O ceticismo com relação a essas teorias foi crescendo à medida que os preços das ações se descolavam persistentemente dos lucros corporativos (vide Figura 5), evidenciando o caráter especulativo da alta dos papéis e a formação da bolha de ativos. Após o colapso da bolha, para manterem-se consistentes com a HME, os adeptos da teoria da nova economia teriam de crer que a “nova economia” surgiu e desapareceu durante a

---

<sup>66</sup> Evans (2002)

<sup>67</sup> Stiglitz (p.201, 2003)

década em curso. Do mesmo modo, a teoria da queda do prêmio de risco mostra-se deficiente, pois não consegue explicar satisfatoriamente a crescente volatilidade que acompanhou a alta escalada dos preços das ações, bem como há evidências empíricas (Hayes et al 1998, apud Evans) que sugerem que não houve mudanças significativas quanto ao prêmio de risco exigido.

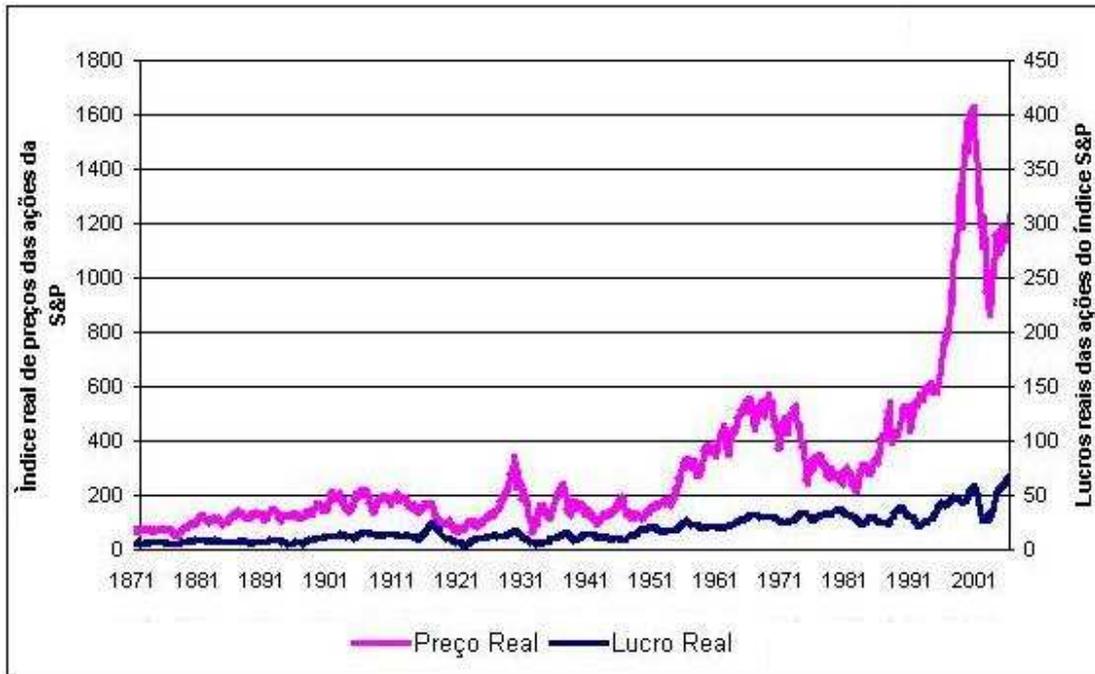


Figura 5 - Preço das ações do índice S&P x Lucro

Fonte: Shiller (2000)

Essa disparidade entre preços e lucros foi marcante entre as empresas de alta tecnologia. Muitas delas apresentaram sucessivos prejuízos ano a ano, e a cotação de suas ações não paravam de subir nesse período de euforia. Em uma amostra de 242 empresas de internet analisadas pela OCDE, apenas 37 tiveram lucros no terceiro trimestre de 1999. O mais curioso é que apenas duas empresas, entre estas 37, respondiam por 60% dos lucros.

Apesar da bolha, os avanços tecnológicos foram reais. A Internet, as inovações nas telecomunicações e na gestão empresarial refletiram-se em maior taxa de crescimento da produtividade. Mesmo quando a economia caminhou para a recessão, os aumentos de produtividade continuaram, tornando o problema da criação de empregos ainda mais difícil. Entre 1995 e 1998, o setor de Tecnologia da Informação (TI), foi responsável por apenas

8% do PIB norte-americano, mas contribuiu, em média, por 35% do crescimento dos Estados Unidos. As empresas dos EUA elevaram 14 vezes os investimentos anuais em TI, enquanto o aumento em outros tipos de investimentos teve taxas mais modestas de crescimento<sup>68</sup>. O desempenho do mercado de renda variável foi importante para essa expansão, na medida em que possibilitou o crescimento do financiamento em geral, viabilizando, em particular, novos projetos com o crescimento de ofertas públicas iniciais.

A trajetória dos lucros das corporações é uma variável chave para explicar o boom, a bolha e o seu colapso. Brenner (2003, p. 19) explica o aparente paradoxo entre lucros em queda e preço das ações em franca elevação:

O mercado de ações, antecipando os lucros que poderiam ser gerados pela tecnologia da nova economia, supostamente alimentou à força o boom ao direcionar os fundos de investimento para as melhores corporações nos setores mais promissores, que são tecnologia, mídia e telecomunicações (TMT). Essas empresas foram então capacitadas – por meio de ações com preços extremamente inflados, que indicavam ostensivamente seu potencial de rendimento – a financiar uma rápida acumulação de capital em vez de realmente gerar lucros. Fizeram isso seja obtendo empréstimos colateralizados aparentemente por seus valores estimados de mercado, seja emitindo ações. [...] Porém, longe de levantar vôo nas asas de uma revolução da produtividade, a lucratividade caiu acentuadamente entre 1997 e 2000, enquanto a expansão atingia seu pico, derrubada inicialmente pela precipitada alta do dólar em um cenário de agravamento do excesso de capacidade no setor manufatureiro internacional. Todavia, desafiando a trajetória descendente dos dividendos, os preços das ações subiram de forma inédita à medida que o mercado de ações sistematicamente *mal* direcionava os investimentos para empresas de alta tecnologia, apesar da crescente pressão descendente sobre suas taxas de retorno. Isso foi garantido pelo longo afrouxamento do crédito, realizado em larga escala, que resultou inicialmente do mesmo influxo de moeda estrangeira que causou a subida do dólar a partir de 1995, mas que também foi mantido por toda a segunda metade da década graças à recusa do Fed em elevar as taxas de juros. Nesse cenário de “dinheiro fácil”, os gestores de fundos, aderindo como uma manada à mitologia da nova economia, procuraram superar uns aos outros na adesão a ações de tecnologia, mídia e telecomunicações. O resultado foi uma bolha especulativa sem paralelo na história americana.

A Figura 6 mostra que mesmo durante o boom das ações a taxa de juros norte-americana permaneceu em baixos patamares. Em março de 1997 a Fed Funds Rate foi elevada de 5,25% (valor que prevalecia desde janeiro de 1996) para 5,5%, e não superou esse patamar até fevereiro de 2000, quando o colapso da bolha já era iminente. Esse comportamento do Fed garantiu a disponibilidade abundante de financiamento barato, permitindo um volume de investimento crescente. Mas durante o boom houve pouca preocupação em saber de onde viria a demanda pelos produtos e lucros. Assim, os

---

<sup>68</sup> Silva Junior, 2004 p.31

investimentos deram um salto e a expansão econômica acelerou-se com o crescimento da produtividade e, principalmente, com a aceleração do consumo. Os reflexos no emprego também foram sentidos, de 1993 a 1997 criou-se 10 milhões de empregos, e outros 8 milhões entre 1997 e 2000. Segundo Stiglitz (p.36, 2003), “Em 1994, o desemprego já havia caído abaixo de 6% pela primeira vez em quatro anos, e em abril de 2000, abaixo de 4% pela primeira vez em três décadas”.

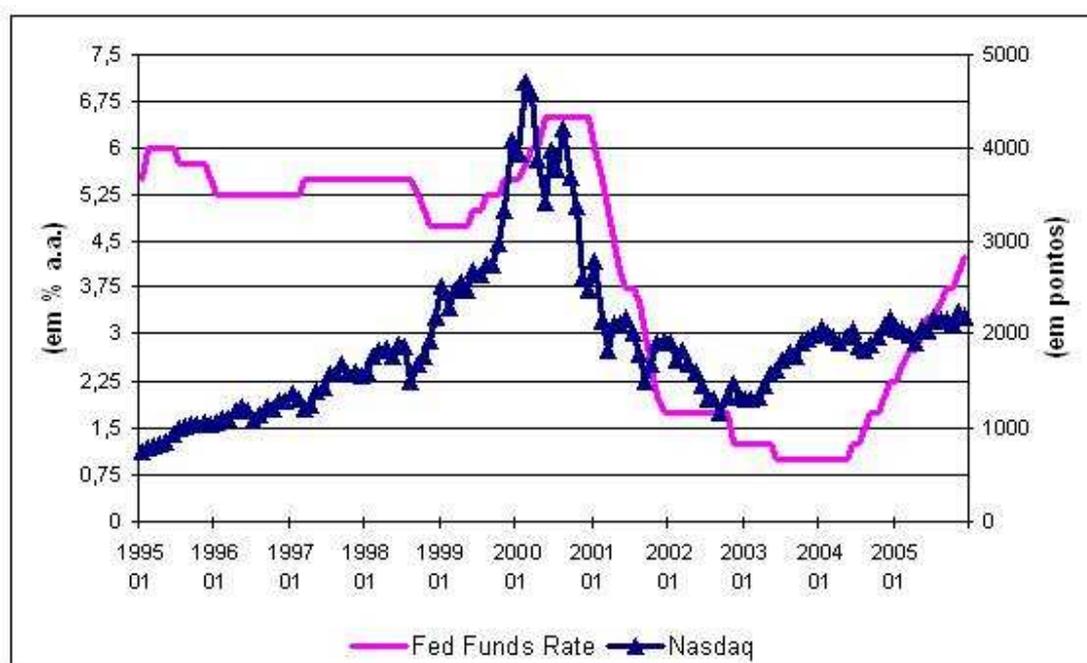


Figura 6 - Evolução dos preços dos ativos na Nasdaq e a taxa de juros nos EUA  
Fonte: Ipeadata

A desregulamentação do setor de telecomunicações abriu o caminho para essa bolha do superinvestimento. Não por acaso esse foi o setor onde o excesso de investimento foi maior. Os gestores de fundos e bancos comerciais ajudaram a alimentar a bolha e o dinheiro fácil para as empresas de telecomunicações porque não podiam arriscar um baixo desempenho a curto prazo, que certamente lhes custariam o emprego. Pois “aos financistas restava pouco senão escolher comprar ou vender o que pensavam que todos os demais comprariam ou venderiam a curto prazo, e não ativos que avaliassem como sólidos

investimentos a longo prazo, porque a longo prazo seriam demitidos.”<sup>69</sup> Entre 1996 e 2000 as empresas de telecomunicações obtiveram US\$1,5 trilhão em empréstimos bancários, aos quais adicionaram US\$ 600 bilhões em ações emitidas. Com isso conseguiram nesse período aumentar seus investimentos em termos reais a uma taxa média anual superior a 15% e acrescentar espetacularmente 331 mil empregos.

Os defensores da desregulamentação diziam que ela produziria mais competição quando diferentes empresas competissem pela participação relativa no mercado. Mas, como advoga Stiglitz (2003), “havia também uma forte crença na idéia da ‘vantagem do primeiro a entrar’, a possibilidade de que a primeira empresa em um mercado particular poderia dominar”. As empresas crentes de que participavam de um jogo em que “o vencedor leva tudo” (winner take all) investiam furiosamente na busca do domínio do mercado consumidor.

O resultado prático foi um excesso de capacidade que ameaçava a economia dos Estados Unidos e que trouxe a retração econômica que começou em 2001. Em 2000, seis companhias americanas estavam implantando novas redes nacionais de fibra ótica concorrentes entre si. Centenas delas implantavam redes locais, e muitas outras construíam vias submarinas. Ao todo, 39 milhões de milhas de cabos de fibra ótica entrecruzavam o planeta, o suficiente para circundar o globo 1566 vezes. O resultado não poderia ser outro a não ser um gigantesco excesso de oferta (a taxa de utilização das redes de telecomunicações girava, em 2003, em torno de baixíssimos 2,5%, 3%; a dos cabos submarinos é de apenas 13%). Inevitavelmente, esse acúmulo de capital fixo empatado, num futuro previsível, só poderia pesar sobre a taxa de retorno. Depois de atingir o pico de US\$35,2 bilhões em 1996 (ano da desregulamentação do setor), os lucros (descontados os juros pagos pelos empréstimos) na indústria de telecomunicações despencaram para US\$6,1 bilhões em 1999 e US\$ 5,5 bilhões negativos em 2000, principalmente quando explodiu o volume de juros da gigantesca dívida dessa indústria.<sup>70</sup>

Com o colapso da bolha o setor de telecomunicações foi negativamente afetado. Apenas entre o final de 2000 e meados de 2002, mais de 60 companhias faliram e a indústria de telecomunicações demitiu mais de 500 mil trabalhadores, 50% por cento a mais

---

<sup>69</sup> Brenner, 2003, p. 22.

<sup>70</sup> Brenner, 2003, p.23.

do que tinha contratado durante a espetacular expansão do período entre 1996 e 2000. Fazendo uma comparação, a indústria automobilística tinha levado quase duas décadas para cortar 732 mil empregos. Estatísticas assustadoras também podem ser levantadas com relação às perdas financeiras. As perdas de 4200 companhias listadas no índice composto do Nasdaq<sup>71</sup> em 12 meses – de 1º de julho de 2000 a 30 de junho de 2001 – totalizaram não menos que US\$148,3 bilhões, pouco mais que o lucro de US\$145,3 bilhões anunciado por essas mesmas companhias, para todo o período entre setembro de 1995 e junho de 2000.<sup>72</sup>

Assim, a bolha experimentada pelos Estados Unidos é mais um evento que não encontra suporte na Hipótese dos Mercados Eficientes. Pois os participantes do mercado financeiro, mesmo diante de lucros exíguos mal direcionavam seus recursos e não houve “operação de arbitragem” capaz de conduzir os preços ao “valor apropriado”. Como ficará evidente, em algum momento do boom o que conduzia os preços das ações era menos o valor fundamental das empresas do que a expectativa de valorização do “papel”, a oferta de crédito abundante e barata, as práticas contábeis obscuras, a livre mobilidade de capital, entre outros motivos que alimentaram a pura especulação.

### **5.1 - O boom**

A taxa de crescimento dos preços das ações no mercado acionário como um todo foi de 10,4% ao ano entre 1990 e 1995, para 21,2% ao ano entre 1995 e 2000 (Kraay et al., 2005). Entre janeiro de 1996 e março de 2000 o índice Nasdaq cresceu 331,48%.<sup>73</sup> Entretanto, em setembro de 2002, após o colapso da bolha, o Nasdaq voltou a valer o mesmo que alcançou no primeiro trimestre de 1996. Ou seja, em pouco mais de dois anos o valor desse índice se reduziu a aproximadamente um quarto do que valia no pico de março de 2000.

---

<sup>71</sup> Esta bolsa lista mais de 7.000 ações de pequena e média capitalização. Caracteriza-se por compreender as empresas de alta tecnologia em eletrônica, informática, telecomunicações e biotecnologia.

<sup>72</sup> Brenner, 2003, p.26.

<sup>73</sup> Exemplos específicos do entusiasmo exagerado que surgiu em torno das empresas de tecnologia são mais surpreendentes ainda: a Amazon.com e a Yahoo!, chegaram a subir mais de 900% em um único ano. Outro caso, em 1999, o valor de mercado de uma agência de turismo que operava via internet chegou a superar o valor das três maiores companhias aéreas norte-americanas. A Nasdaq teve seis anos de altas consecutivas, o índice mais conhecido dessa bolsa, o Nasdaq Composto, subiu 1000% na década de 90. Entre as empresas da “velha economia”, as valorizações também foram significativas, tome como exemplo as ações da General Electric, valorizaram-se em 420% e as da Enron, 366%.

Como sugerido anteriormente, o comportamento do Fed também foi importante para inflar o mercado financeiro, para melhor compreender esse fato vale lembrar o socorro americano ao México e Japão alguns anos antes. Em 1994-1995 emergiu a crise mexicana que sacudiu o sistema financeiro internacional e exigiu um subsequente resgate da economia mexicana pelos Estados Unidos. Já com relação ao Japão, após uma década de valorização do iene, os produtores japoneses sequer podiam cobrir os seus custos variáveis, e a “economia japonesa parecia estar engatando para estacionar”. Já em abril de 1995 a taxa de câmbio efetiva japonesa tinha se valorizado 60% acima de seu nível no começo de 1991. Passou-se a temer uma versão japonesa da crise mexicana, o que seria muito mais grave. Nas palavras de Brenner:

Mesmo se uma crise japonesa pudesse ser contida, provavelmente acarretaria uma liquidação em larga escala de enorme quantidade de ativos americanos em posse dos japoneses, em especial dos bônus do Tesouro. Um tal desdobramento elevaria as taxas de juros, assustaria os mercados financeiros e possivelmente engendraria uma recessão no exato momento em que a economia americana parecia por fim estar pronta a aprumar-se. A eleição presidencial de 1996 por vir começava, além disso, a agigantar-se no horizonte.<sup>74</sup>

Logo, tornava-se igualmente necessário que os Estados Unidos viessem salvar a economia japonesa. Os Estados Unidos, então, renunciou à decisiva vantagem competitiva que a sua moeda em queda vinha proporcionando ao seu renascente setor de fabricação por quase uma década. Através de um acordo com os governos japonês e alemão, viabilizou-se uma ação conjunta com vistas a forçar uma desvalorização do iene (e do marco) e uma valorização do dólar. A economia norte-americana ganhava em troca, no entanto, a possibilidade tanto de um enorme influxo de fundos de investimento vindos do estrangeiro como de uma enxurrada de importações baratas. A primeira ajudaria a cobrir não só o crescente déficit de conta corrente da economia, mas também a baixar as taxas de juros e elevar o valor das ações. A última pressionaria para baixo os preços domésticos, tomando para si um pouco da função do Fed de conter a inflação.<sup>75</sup>

Em abril de 1995, o Banco do Japão reduziu a taxa de juros oficial, de um já bastante baixo 1,75%, para 1% e depois, em setembro, realizou mais um corte de 0,5%. A medida de fato ajudou a baixar o valor do iene, de imediato reavivando as exportações, a

---

<sup>74</sup> Brenner, 2003, p.189.

<sup>75</sup> Brenner, 2003, p.190.

competitividade e a economia em geral. Mas as ultrabaixas taxas de juros japonesas também tiveram o efeito de inflar a oferta de crédito mundial, quando uma considerável porção do aumento da liquidez japonesa esvaiu-se do Japão. Abriu-se a oportunidade a investidores americanos tomarem ienes emprestados no Japão a juros baixos, converte-los em dólar e empregá-los para investir em outras nações, e em especial no próprio mercado de ações norte-americano.

Além disso, as modestas taxas de crescimento dos países da Europa e do Japão, no mundo desenvolvido, e as crises financeiras e cambiais nos países emergentes também consistiram em motivos importantes para que se observasse um importante aumento no influxo de capitais para os Estados Unidos na década de 90. Apesar do elevado déficit comercial e em transações correntes, o país conseguiu receber montantes de recursos consideráveis, o que contribuiu para apreciar o dólar frente ao iene, ao marco e ao euro. Nesse ambiente de crises financeiras recorrentes os investidores internacionais passaram a procurar refúgio nos papéis norte-americanos. Conseqüentemente, o dólar se valorizou por volta de 20% no curto período entre abril de 1995 e o final de 1996, e essa foi a mesma magnitude da valorização das ações americanas.

Desse modo, as taxas de juros dos bônus para trinta anos do Tesouro americano despencou de 7,85% para 6,05%. Essa redução de quase 23% no custo da tomada de empréstimos de longo prazo no decurso de 1995 foi um considerável fator em fomentar a subida no mercado de ações. Com o custo da tomada de empréstimos caindo tão acentuadamente e o dólar subindo tão rápido, o mercado de ações tinha um grande incentivo para se valorizar acentuadamente.

No entanto, é importante atentar mais uma vez para o fato de que nesse meio tempo o setor manufatureiro assistiu a ascensão de sua taxa de lucro chegar ao fim, porque a queda de uma década de dólar que havia sido tão crucial invertera-se, abrindo o caminho para uma poderosa pressão para baixo nos preços. Após a recessão de 1990-91, em 1994 os lucros das empresas norte-americanas foi de 36% em termos reais, 8% em 1995 e 10% em 1996. Mas a partir daí os lucros não resistiram à pressão de queda nos preços. (Brenner, op cit, p. 194)

Assim, a partir de 1995 o valor das ações desvencilhou-se por vez dos lucros corporativos subjacentes, e uma considerável bolha começou a inflar-se no mercado de

valores. Essa bolha, que se firmava no endividamento crescente, capital barato e desenfreado crescimento do consumo, permitiu à expansão econômica acelerar-se. A Figura 7 permite visualizar essa explosão de investimento, em 1995 o investimento havia crescido em relação ao ano anterior satisfatórios 3,1%, depois disso por anos seguidos o investimento cresceu numa velocidade impressionante: 8,9% em 1996, 12,4% em 1997, 9,8% em 1998 e 7,8% em 1999.

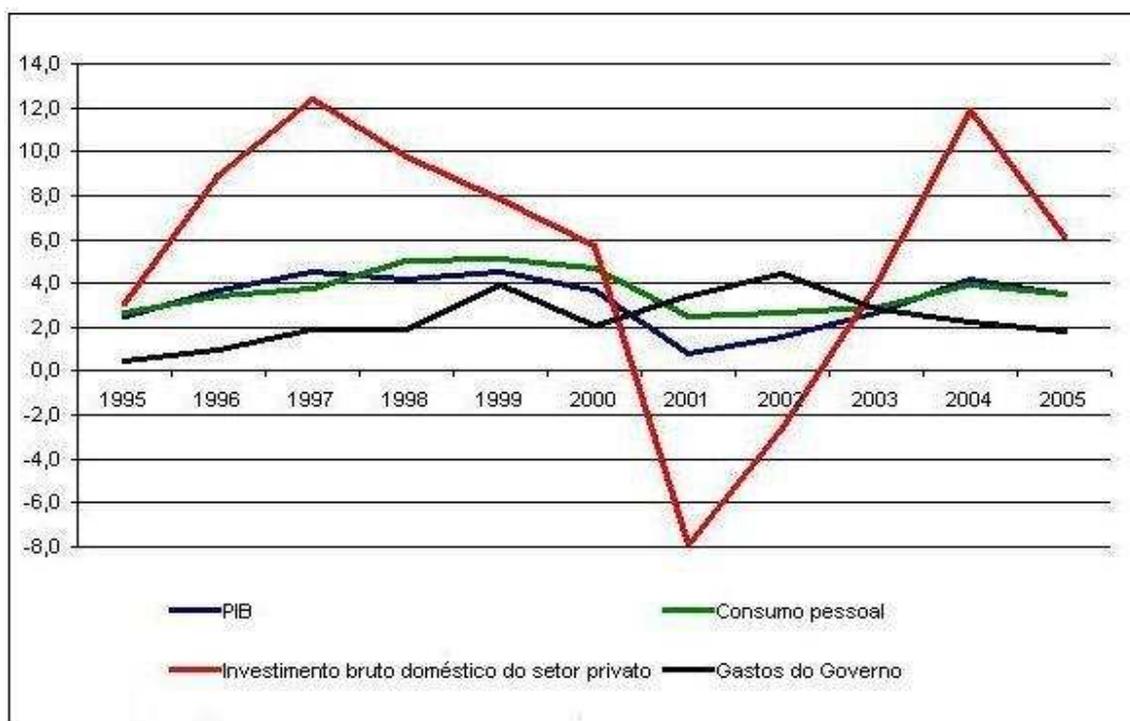


Figura 7 - PIB real: variação % em relação ao ano anterior  
 Fonte: Bureau of Economic Analysis

A valorização das ações desde 1995 levou Greenspan, em dezembro de 1996, a advertir sobre a “exuberância irracional” dos mercados acionários. No dia seguinte os mercados de títulos oscilaram em Tóquio, Sydney, Hong Kong, Amsterdã e Londres, bem como em Nova York. Os investidores se prepararam para um possível aumento da taxa de juros.

Mas o Fed não elevou as taxas de juros, pois para Greenspan esse era um instrumento muito “bruto” para tratar da valorização dos mercados financeiros, ainda mais porque uma subida das taxas de juros poderia afetar negativamente toda a economia. Como

afirmou Stiglitz (p.84, 2003): “Havia uma alternativa muito menos custosa: quem sabe, se simplesmente falasse com franqueza sobre o assunto, ele pudesse influenciar o mercado a fazer uma correção, tornando desnecessárias medidas adicionais. Em resumo, parecia que Greenspan esperava domar a bolha – e poupar a nação de um estouro dela – só com palavras.” Mais tarde ficou claro que Greenspan superestimou sua influência.

Além do mais, nos anos seguintes o Fed interveio com um relaxamento da política monetária diante de qualquer sinal de instabilidade no mercado de capitais. Tenha como exemplo a reação do Fed diante da crise asiática, ao mês de março de 1997, com a expansão aparentemente assegurada o Fed iniciou um aperto “antiinflacionário” no crédito. Esse mesmo aumento nas taxas de juros, com a promessa de outros por vir, assustou os vulneráveis investidores na Tailândia, provocando a fuga de capitais no Leste Asiático. Já nos meses de agosto e setembro, com a crise na região aprofundando-se, os governos do Leste Asiático lançaram-se em uma venda considerável de títulos do Tesouro buscando defender suas moedas ameaçadas e desencadeando uma forte queda nos preços das ações americanas. Diante disso, enfrentando pouca ameaça de inflação e indispostos a testar o impacto de uma considerável correção do mercado de ações em uma economia real defrontada com uma instabilidade internacional que se aprofundava, o Fed buscou acalmar os mercados desistindo de seus planos de elevar as taxas, dessa forma alimentando ainda uma outra escalada no preço das ações.

Outro exemplo se deu em fins de setembro de 1998, quando uma crise de grandes proporções desdobrava-se nos Estados Unidos. A inadimplência russa engatilhara uma fuga de capital dos mercados de valores para papéis de maior confiabilidade. Esse evento trouxe perdas consideráveis para os fundos de hedge e mesas de trading dos bancos comerciais e de investimentos. O caso mais emblemático foi o do gigantesco fundo de hedge Long-Term Capital Management (LTCM), que admitiu ao governo americano estar enfrentando perdas imensas. Nesse momento o Fed comprou a briga, formando um consórcio de quatorze bancos e empresas de corretagem de Wall Street para organizar um resgate de US\$ 3,6 bilhões para o LTCM.<sup>76</sup>

O Fed, ainda, efetuou três cortes sucessivos nas taxas de juros, inclusive uma dramática redução feita entre as suas sessões regulares. Também encorajou os

---

<sup>76</sup> Brenner, 2003, p.236

empreendimentos patrocinados pelo governo dos Estados Unidos – inclusive entidades como a FNMA, GNMA, FHLCM e FHA – a engajarem-se em uma enxurrada de concessões (e tomada) de empréstimos inteiramente sem precedentes em suas histórias. O objetivo imediato era contra-atacar o congelamento dos mercados financeiros. Mas um objetivo mais amplo, desde o início, fora reavivar o valor das ações e manter funcionando o mercado de ações de longo prazo.

Essas atuações do Fed desde a crise asiática foram de extrema importância. Não tanto pela queda no custo dos empréstimos, mas o mais importante foi que se sinalizou aos investidores de que o Fed desejava a valorização das ações a fim de estabilizar a economia doméstica e a internacional que se encaminhavam para uma crise.<sup>77</sup>

De modo a manter a economia americana e a mundial longe de uma séria perturbação, o Fed, portanto, não teve outra escolha além de depender da continuada ascensão do mercado de valores para manter o crescimento acelerado do consumo e do investimento doméstico. Com efeito, em vez de confiar na velha fórmula keynesiana baseada nos déficits públicos, o Fed estava sustentando uma nova forma de estímulo artificial da demanda por meio de um maior endividamento privado, tanto corporativo como do consumo, possibilitado pela subida no preço das ações e pelo efeito prosperidade resultante.[...] Enquanto o balanço orçamentário do setor público, ou do governo federal, como uma porcentagem do PIB havia desse modo ido de um déficit de cerca de 5,9% em 1991 para um pequeno superávit em 1998, o déficit do setor privado – que representa o grau de tomada de empréstimo por pessoas físicas e empresas com fins de financiar gastos – havia mais do que recuperado a diferença, mergulhando 11%, de um superávit de cerca de 5% do PIB ao início dos anos 1990 para um déficit inteiramente sem precedentes históricos de 6% em 2000. Dito sem floreios, a valorização das ações agora permitia ao crescimento econômico dos Estados Unidos depender para a sua expansão em um grau sempre maior do crescimento do endividamento privado. (Brenner, 2003, p. 240)

Especificamente com relação à Greenspan, se em 1996 alertou para uma possível valorização excessiva das ações, tempos depois suas declarações pareciam incitar ainda mais esse movimento das bolsas de valores. Ele sustentou várias vezes que a Nova Economia trazia consigo uma nova era de aumentos da produtividade, o que justificava o otimismo. Em agosto de 1999 ele formalmente anunciou que o mercado refletia o julgamento de milhões de investidores, e que muitos desses tinham grande conhecimento a respeito das empresas que compõem os índices de ações. Como disse Stiglitz (p. 92, 2003): "Duvido que se ele continuasse a aconselhar cautela, teria feito muita diferença. Mas está claro que seu desempenho como líder de torcida não ajudou".

Roach (2002) também segue a mesma linha e critica o comportamento de Greenspan.

---

<sup>77</sup> Brenner, 2003, p.237.

[Greenspan] became almost evangelical in his passion. In a January 2000 speech before the Economic Club of New York, he maintained that "the American economy was experiencing a once-in-a-century acceleration of innovation, which propelled forward productivity, output, corporate profits, and stock prices at a pace not seen in generations, if ever." As the bubble was cresting in early 2000, Greenspan repeatedly stressed that "(w)hen historians look back at the latter half of the 1990s a decade or two hence, I suspect that they will conclude we are now living through a pivotal period in American economic history."

Brenner ainda lembra que uma resultante dessa hipertrofia na tomada de empréstimos foi o crescente endividamento de parte das empresas americanas com o propósito expresso de recomprarem suas próprias ações em quantidade sempre maiores para diretamente acrescerem o valor delas. Por meio de uma farrá de empréstimos, as empresas não-financeiras norte-americanas estavam tornando-se as principais compradoras líquidas no mercado de ações americano, colhendo os benefícios da inédita revalorização de seus ativos que resultava e, não menos importante, sendo capazes de tomar mais empréstimos, adquirir mais ações e mais beneficiarem-se. Nesse processo, as empresas tornaram-se a força ativa principal dilatando a bolha do mercado de ações durante a segunda metade da década de 1990.

Para se ter uma idéia, entre 1994 e 1998, o valor anual das recompras pelas empresas de suas próprias ações quadruplicou, alcançando US\$134,3 bilhões em 1997, US\$169,1 bilhões em 1998 e US\$145,5 bilhões em 1999, constituindo quase 60% das retiradas brutas totais nestes três anos. Antes dos anos 1990, o mais alto total anual jamais registrado para as recompras de ações havia sido o de US\$51,4 bilhões em 1989.<sup>78</sup>

Deve-se ainda atentar para mais um indício da força dos movimentos especulativos:

Uma vez que os preços das ações subiram com rapidez, tornando sempre mais barato para as empresas levantarem fundos pela emissão de ações, teria sido razoável esperar que, todo o resto se mantendo, as empresas se voltassem muito mais para a venda de ações a fim de financiarem-se a si mesmas, do que para a compra de ações por meio da tomada de empréstimos. O financiamento direto por meio da emissão de ações era cada vez mais barato, comparado ao financiamento pela dívida. Que as empresas não-financeiras americanas, tomadas em conjunto, escolhessem em tão grande extensão uma forma mais custosa de levantar fundos do que a emissão de ações, precisamente para serem capazes de recomprar ações, confirma o fato de os executivos das empresas estarem cada vez menos buscando maximizar a receita à maneira antiga de investir, reduzindo os custos e

---

<sup>78</sup> Brenner, 2003, p.209.

suprindo a demanda, mas antes buscando maximizar o valor acionário ao engordar diretamente o valor das ações.<sup>79</sup> (Brenner, 2003, p. 209)

Esse fenômeno é fruto direto da constante pressão sobre as gerências para produzir os maiores retornos possíveis aos acionistas no espaço de tempo mais curto realizável. Expressava, no entanto, mais especificamente, os interesses dos executivos dos altos escalões, que recebiam uma parcela cada vez maior de seus salários sob a forma de opções de ações conforme subia o valor dessas ações, assim como os interesses dos funcionários, em especial os do setor de tecnologia de informação, que em números crescentes recebiam parte de suas compensações salariais como opções de ações. Tudo isso nos faz lembrar do que já foi visto na seção três a respeito da grande influência que os investidores institucionais passaram a exercer sobre as empresas, principalmente através do *corporate governance*.

Adicionalmente, havia o incentivo contábil para as empresas utilizarem essa estratégia de remuneração via opções de ações. As normas contábeis norte-americanas não exigem que se proceda a declaração do custo das opções de ações em relatórios aos acionistas. E as regulamentações tributárias americanas permitem às empresas deduzirem esses mesmos custos da receita da companhia. No decorrer da década de 1990 as empresas cada vez mais “exageraram” os seus ganhos deixando de declarar os cada vez maiores gastos com as emissões de opções de ações. Ao mesmo tempo, as empresas obtiveram crescentes benefícios das deduções de impostos justificadas pelo custo das opções de ações – deduções que se tornaram tão volumosas a ponto de permitir a diversas empresas de ponta esquivarem-se de pagar qualquer imposto em alguns anos; destaque entre essas, a Cisco e a Microsoft no ano fiscal de 2000.<sup>80</sup>

Distorções também ocorreram no comportamento das famílias norte-americanas, que detinham importante parcela de seus patrimônios na forma de ações. Tamanha valorização dos ativos das famílias pelo mercado de ações parecia conceder às pessoas físicas uma riqueza tão ampliada que justificava uma erosão histórica das poupanças particulares, assim

---

<sup>79</sup> Na primeira metade de 2000 a dívida das empresas não financeiras como uma proporção do PIB corporativo havia atingido 85%, o nível mais alto já visto, subindo de 72,2% em 1994. Assim, os US\$509,2 bilhões destinados pelas empresas não financeiras a compras líquidas de ações absorveram os completos 50% do total de US\$1,035 trilhão que tomaram emprestados nesses anos.

<sup>80</sup> Brenner, 2003, p.211.

como um grande estímulo às tomadas de empréstimos por particulares, que adicionaram ainda mais pressão sobre o gasto de consumo.

Entre 1950 e 1992, o índice de poupança pessoal jamais ultrapassara 10,9% e nunca caíra abaixo de 7,5% exceto em três anos isolados. Mas, entre 1992 e 2000, despencou de 8,2% para -0,12%.<sup>81</sup> A tomada anual de empréstimos por pessoas físicas naturalmente seguiu uma trajetória paralela, em 2000 a dívida por saldar das pessoas físicas como uma proporção da renda pessoal disponível atingiu o pico recorde de 97%, subindo de uma média de 80% durante a segunda metade dos anos 1980.

A explosão de consumo auxiliou na expansão do boom, bem como na sua sustentação, enquanto a lucratividade, a competitividade e as exportações do setor manufatureiro declinavam. Entre 1985 e 1995, os gastos pessoais de consumo aumentaram em um ritmo médio anual de 2,9% e explicaram, em termos contábeis de crescimento, cerca de 67% do crescimento do PIB. Mas de 1997 até a primeira metade de 2000, os gastos pessoais de consumo aceleraram acentuadamente: “atingiu a febril taxa média anual de 5% e respondeu por 82% do crescimento do PIB. A bolha também fortaleceu com vigor um boom continuado de investimento que de início fundara-se na recuperação da lucratividade”. (Brenner, 2003, p. 264)<sup>82</sup>

Segundo Baker (2000) cada dólar de riqueza gerado no mercado acionário leva a um aumento no consumo de 3-4 centavos. Esse consumo adicional cria um *crowd out* no investimento privado e nas exportações líquidas. Desse modo, “the consumption induced by the bubble has crowded out between \$460-\$960 billion of *both* investment and net exports over the last six years” (Baker, op cit).

Some-se a valorização cambial do dólar<sup>83</sup> com esse efeito-riqueza, o resultado só poderia ser uma deterioração na balança comercial e de transações correntes dos Estados

---

<sup>81</sup> Brenner lembra que as famílias responsáveis pela imensa redução no índice de poupança pessoal americano, ocorrida nos anos 1990 provinham quase inteiramente das fileiras dos ricos. Os estratos superiores de 20% de proprietários de ações possuem entre 96% e 98% de todos os ativos sob a forma de ações. Esses mesmos 20% responderam por próximo a 100% da queda total no índice agregado americano de poupança ocorrido nesse período.

<sup>82</sup> Não se deve ignorar a esse respeito que, respondendo como o fizeram por 80% dos ganhos na riqueza financeira das pessoas físicas e por quase toda a queda na taxa de poupança ocorrida durante a década de 1990, os norte- americanos mais ricos foram também responsáveis por praticamente todo o aumento agregado na propensão a consumir das pessoas físicas durante esses anos.

<sup>83</sup> A taxa de câmbio do dólar elevou-se rapidamente depois de meados de 1995, subindo a um ritmo médio anual de 4,0% ao longo dos cinco anos seguintes em termos comerciais.

Unidos. Entre 1993 e 1997, as importações reais de bens cresceram rápido, na taxa média anual de 11,5%, comparada aos 5,7% ao ano em média entre 1985 e 1995. Mas expandiram-se ainda mais velozes, em um ritmo médio anual de 13,6% entre 1997 e a primeira metade de 2000.

No entanto, conforme já denunciado anteriormente, os investidores externos mal precisavam de incentivos para financiar esse crescente déficit em conta corrente, pois viam os Estados Unidos como um refúgio seguro. Durante o período de 1995 até meados de 2000, eles efetuaram aquisições sempre maiores ao correr para entrar na bolha em expansão, e contribuíram de forma muito significativa à inflação do valor dos ativos financeiros americanos (vide Tabela 6). Já na primeira metade de 2000, eram responsáveis por não menos de 52% do total líquido de aquisições de ações corporativas. À primeira metade de 2000, os ativos brutos americanos na posse do resto do mundo alcançaram US\$6,7 trilhões, ou 78% do PIB dos Estados Unidos, comparados ao total de apenas US\$3,4 trilhões, ou 46% do PIB, em 1995.

<b>Tabela 6 - As aquisições privadas de ativos americanos feitas pelo resto do mundo (US\$ bilhões), 1996-2000</b>					
	Títulos do governo	Obrigações corporativas	Ações corporativas	Investimento direto	Total
1996	191,70	83,70	11,10	89,00	375,50
1997	191,70	84,00	66,80	109,30	451,80
1998	94,50	122,40	43,80	193,40	454,10
1999	51,90	158,90	94,30	282,50	587,60
2000	60,20	175,30	176,35	257,30	609,15
Total	590,00	624,30	392,35	931,50	2.538,15
Nota: Os números para 2000 baseiam-se na primeira metade do ano Fonte: Brenner, 2003.					

Além do que foi dito até aqui, vale citar os doze fatores que, na opinião de Shiller (2000), também contribuíram para a psicologia auto-realizável do boom:

1. *O surgimento da internet em um período de firme crescimento*: como já comentado nesse capítulo;

2. *Triunfalismo e declínio dos rivais econômicos estrangeiros*: os já citados casos de baixo crescimento de Japão e Europa, e a aceitação cada vez maior das forças de mercado

por parte da Rússia e da China são vistos como boa notícia e sinal de vitória e confiança no sistema capitalista norte-americano;

3. *Mudanças culturais*: a maior predominância de valores materialistas influenciaram a demanda por ações, uma vez que essa é vista como opção de acumulação de riqueza de forma substancialmente rápida;

4. *Congresso republicano*: a redução de impostos sobre ganhos de capitais levada a cabo por republicanos pode ter criado maior resistência em se desfazer das ações;

5. *A geração pós-guerra*: os anos pós-guerra foram marcados por aumento da taxa de natalidade. Esse grande contingente de bebês do pós-guerra tornou-se adulto na década de 90, e esse maior número de adultos gera maior demanda/consumo, bem como passam a preocupar-se em poupar para suas aposentadorias (vide o crescimento dos fundos de pensão citado na seção três), o que implicaria em incentivos para a escalada das ações.

6. *Uma expansão dos programas de notícias de negócios na mídia*: a atenção que a mídia passou a dar ao mercado financeiro familiarizou a população com esse assunto e estimulou a aquisição de ações;

7. *As previsões cada vez mais otimistas dos analistas*: como denunciado na seção dois

8. *A expansão dos planos de aposentadoria com contribuição definida*: cuja contrapartida é o fortalecimento dos investidores institucionais, conforme citado na seção três;

9. *O crescimento dos fundos mútuos*: também citado na seção três;

10. *O declínio da inflação*: como observado na seção três, a queda da inflação de modo generalizado e persistente na economia global desde a década de 1980 gera maior confiança dos agentes econômicos e a sensação de maior prosperidade econômica, justiça social e bom governo, incentivando a valorização do mercado acionário;

11. *Expansão do volume de negócios*: fruto direto do barateamento das operações nos mercados financeiros possibilitados pelos avanços tecnológicos e pela desregulamentação financeira (apresentada brevemente na seção três); e

12. *O aumento das oportunidades de jogos a dinheiro*: o aumento das instituições de jogos de azar apresenta efeitos importantes na cultura e no apetite pelo risco.

## 5.2 - O colapso

Como já citado, o colapso da bolha de ações era inevitável devido ao descolamento que se observou entre as crescentes cotações dos preços das ações e a tendência de queda da lucratividade das empresas. As causas de lucros exíguos estão, como visto, na escalada do dólar e na piora do excesso de capacidade e de produção mundial. Brenner mostra que, após a crise asiática, os preços dos bens de exportação cresceram a um ritmo médio anual de 0% entre 1998 e 2000, isso ocorreu a despeito do crescimento médio da produtividade industrial nesses anos, que alcançou aproximadamente 5,5%, o nível mais alto para qualquer período de três anos desde inícios dos anos 1960. Mas a incapacidade dos fabricantes de elevarem os preços acima dos custos mais que neutralizava os efeitos benéficos da maior produtividade.

Mas no ano de 1998, além dos primeiros sinais de fragilidade da expansão norte-americana, a economia não podia mais contar com os déficits governamentais com os quais, historicamente, se pudera confiar para preencher a brecha na demanda. Naquele ano, pela primeira vez desde o final da década de 1960, o balanço geral financeiro do governo como uma porcentagem do PIB figurou positivo, a 0,3%.

A bolha possibilitou uma troca do combustível que passaria a guiar o crescimento econômico dos Estados Unidos. A recuperação do setor de manufaturados foi o primeiro combustível, o qual, com o advento da bolha, foi substituído pelo crescimento do consumo doméstico, bem como pelos investimentos direcionados ao mercado interno. O crescente endividamento privado foi o condutor da força invejável do consumo norte-americano durante o inflar da bolha.<sup>84</sup>

Na primeira metade de 2000 como que dando-se conta da disparidade entre o preço das ações e os lucros das corporações e da possibilidade de Greenspan elevar a taxa de juros, o mercado abriu o caminho para o colapso da bolha. Os preços das ações começaram a cair, mesmo embora as taxas de juros reais a curto prazo mal modificaram-se. Os e-business viram o valor de seus títulos despencar primeiro, no segundo trimestre de 2000. Os mercados mais amplos começaram a cair de forma alarmante, segundo Stiglitz (p.35,

---

<sup>84</sup> Brenner, 2003, p.188.

2003) nos dois anos seguintes ao pico em março de 2000 8,5 trilhões de dólares “foram apagados do valor das firmas só nas bolsas de valores dos Estados Unidos”. O colapso do mercado de ações levou a um nítido declínio cíclico: em primeiro lugar, com a queda das cotações, começou a operar o “efeito riqueza” ao inverso; e ainda mais, explicitou-se o imenso excesso de capacidade que se originou com os anos de euforia. Com a forte redução de seus ativos aplicados em papéis, não apenas ficou mais difícil para as empresas e as famílias tomarem mais empréstimos, mas também menos atrativo, em especial porque as crescentes ameaças de falências e de desemprego as faziam procurar reparar seus balanços com excesso de dívidas<sup>85</sup>.

Os reflexos sobre o consumo foram rápidos. O crescimento dos gastos reais do consumo pessoal, que havia subido a uma taxa média anual de 4,15% entre 1995 e 1999, caiu de um ritmo médio anual de 5,7% no último trimestre de 1999 e o primeiro trimestre de 2000 para um ritmo médio anual de 2,55% nos dois primeiros trimestres de 2001. Simultaneamente, o crescimento dos gastos pessoais reais de consumo de bens duráveis caiu de um ritmo acelerado anual de 16,4% no último trimestre de 1999 e no primeiro trimestre de 2000 para um ritmo anual de 8,3% nos dois primeiros trimestres de 2001.<sup>86</sup>

Ainda mais, muitos norte-americanos haviam investido suas poupanças em ações durante os anos 90 e com o colapso do mercado de ações cerca de um terço do valor dos planos de aposentadorias individuais convencionais e dos planos 401(k)<sup>87</sup> simplesmente desapareceram. Os trabalhadores mais antigos descobriram que seus cálculos de aposentadoria não significavam mais nada. O comprometimento do padrão de vida na aposentadoria levou muitas famílias a sentirem a necessidade de alocar mais para suas aposentadorias – e consumir menos.

O crescimento da produção e do investimento declinou mais rapidamente do que em qualquer outro período comparável desde a Segunda Guerra Mundial. A taxa de crescimento do PNB diminuiu de 4,9% (para o ano entre meados de 1999 e meados de 2000) para 0% (meados de 2000 a meados de 2001), enquanto a taxa de crescimento do

---

<sup>85</sup> Já no primeiro trimestre de 2001 as empresas não-financeiras haviam cortado pela metade as suas novas tomadas de empréstimos (numa base anualizada), reduzindo-as como um percentual do PIB corporativo não-financeiro a 4,2%, comparados a mais de 8% (em média) de durante três anos anteriores.

<sup>86</sup> Brenner, 2003, p.320.

<sup>87</sup> Modalidade de plano individual de aposentadoria em que o imposto de renda sobre parte dos depósitos periódicos é diferido até o resgate da conta.

investimento não-residencial, no mesmo intervalo, caiu de 9% para 4% negativos. Com o intuito de recuperar a competitividade e melhorar a qualidade de seus balanços, as empresas passaram a podar “largas porções de sua capacidade produtiva e, em particular, de suas forças de trabalho”<sup>88</sup>. O efeito agregado desse comportamento das empresas foi desencadear uma poderosa espiral descendente na qual investimento e consumo em queda levaram a mais demissões, falências, empréstimos inadimplentes, causando mais quedas acentuadas na demanda e forçando uma profunda recessão. Segundo Stiglitz (p.36, 2003), entre julho de 2000 e dezembro de 2001, “a taxa de desemprego saltou de 3,8% para 6,0%, enquanto, 1,3 milhão a mais de americanos caíram para baixo da linha de pobreza e outros 1,4 milhão se viram sem seguro-saúde”. A Figura 8 demonstra que nos últimos anos é possível se verificar certa correlação negativa entre a taxa de desemprego e a evolução do índice Nasdaq.



Figura 8 - Taxa de desemprego x Nasdaq

Fonte: Ipeadata

Mais impressionante ainda foi o impacto no setor de telefonia, os investimentos de cerca de US\$ 65 bilhões despejados no setor 1997 e 2001 valiam menos de US\$ 4 bilhões

<sup>88</sup> O nível de emprego dos trabalhadores da produção manufatureira declinou em mais de meio milhão, ou 4,5%, entre junho de 2000 e abril de 2001. Brenner, op cit, p. 332

no final do período, uma quantidade de desperdício que poucos governos jamais haviam conseguido.<sup>89</sup> Como fica evidente pela Figura 6, o atrofamento do investimento desempenhou um grande papel na retração da atividade econômica, o investimento doméstico bruto do setor privado caiu 7,9% em 2001 e mais 2,6% em 2002.

Mesmo diante da retração econômica Greenspan defendeu a atuação do Fed durante o boom. Em agosto de 2002 no encontro anual de formuladores de política e acadêmicos em Jackson Hole, Wyoming, patrocinada pela agência do Federal Reserve de Kansas City ele afirmou que rejeitara agir de forma pró-ativa por dois motivos. Primeiramente, não estava inteiramente certo de seu diagnóstico sobre a existência de uma bolha. Em segundo lugar, Greenspan não tinha certeza se possuía um remédio eficaz. A elevação das taxas de juros poderia ter provocado o estouro da bolha, mas a um imenso custo para a economia como um todo. Mesmo diante desses argumentos aderentes à visão convencional descrita anteriormente, a atitude de Greenspan não deixa de ser inconsistente: “É certamente muito difícil perceber como alguém que, no final de 1996 esteve perto de declarar a existência de uma bolha, quando o índice da Standard & Poor’s estava em 740 pontos, poderia continuar tão em dúvida em março de 2000, quando o S&P atingiu 1534 pontos” (Stiglitz, p.90, 2003).

A pressão negativa sobre os indicadores econômicos também se ampliou com a crescente relutância dos bancos e outros emprestadores em oferecerem crédito, tanto por causa das reduzidas garantias colaterais dos possíveis tomadores de empréstimo como por causa da deterioração das perspectivas dos negócios.

Para conter essa assustadora queda da economia americana e mundial, bem como evitar uma deflação como a vivida pelo Japão com o estouro de uma bolha anos antes, o Fed reduziu drástica e rapidamente as taxas de juros. A partir de janeiro de 2001 o custo do crédito caiu com rapidez nunca vista antes, a taxa de juros de curto prazo foi reduzida em onze ocasiões, de 6,5% para 1,75% durante o ano, e depois mais 0,75% em novembro de 2002 e junho de 2003. Claramente, a idéia era encorajar os gastos barateando bastante o custo dos empréstimos. A estratégia do Fed foi bem-sucedida em seu principal objetivo de curto prazo – estimular o consumo de forma a conter a espiral descendente da economia e restaurar a aparência de estabilidade. Apesar da redução inicial do consumo, essa

---

<sup>89</sup> Stiglitz (p.114, 2003)

disponibilidade de um crédito “superbarato” permitiu que, durante essa recessão, os empréstimos anuais às famílias crescessem ainda mais rapidamente do que durante o boom anterior movido pelo endividamento, especialmente através do refinanciamento das hipotecas. O crescente endividamento das famílias permitiu que as despesas com consumo aumentassem razoáveis 2,7% em 2001, diante de um crescimento estável do desemprego. As empresas, por sua vez, diante desse comportamento das famílias, desaceleraram o movimento de desova dos estoques, e o crescimento do PIB elevou-se proporcionalmente. A principal responsável pelo crescimento do PIB desde o primeiro trimestre de 2001 é a cadeia causal que parte do crescimento dos empréstimos tomados pelas famílias, passa pelo crescimento dos gastos de consumo e leva à estabilização dos estoques.

Mesmo admitindo-se que em termos de PIB a estratégia do Fed foi eficaz<sup>90</sup>, pode-se verificar que os fundamentos do crescimento econômico continuaram bastante fragilizados. Pois mesmo diante de crédito barato as corporações não tinham incentivos para investir, dado o excesso de capacidade herdado dos anos de boom. O crescimento dos investimentos não-residenciais, a chave da saúde econômica, demorou a se recuperar. Segundo dados trimestrais anualizados e ajustados sazonalmente do BEA, o crescimento do investimento não-residencial caiu de 14,8% no segundo trimestre de 2000 para 2,2% e 0,9% no terceiro e quarto trimestre desse mesmo ano respectivamente. Ainda mais, a partir do primeiro trimestre de 2001 as taxas de crescimento desses investimentos foram negativas por nove trimestres consecutivos – com média de -6,97% entre 2001Q1 e 2003Q1. Nas palavras de Brenner (2005, p.222): “As the Fed soon discovered, interest rate reductions are much more effective in reviving an economy in which consumption has been restricted by a tightening of credit [...] than in restarting an economy driven into a recession by declining investment and employment resulting from industrial over-capacity. [...] Even by the middle of 2004, real non-residential investment had failed to come back to its level of 2000.”

A esperança dos formuladores de políticas era de poder manter os gastos com consumo guiando a economia até que os investimentos e as exportações fossem retomados. Ou seja, os investimentos seriam recuperados sob o estímulo de um consumo em contínuo crescimento. No entanto, como visto, ainda em 2003 não se havia recuperado o nível de

---

<sup>90</sup> Apesar de o crescimento do PIB ter caído de 3,7% em 2000 para 0,8% em 2001, já em 2002 alcançou-se 1,6% - ver Figura 6.

2000. Entre julho de 2000 e outubro de 2003 foram eliminados 2,8 milhões de postos de trabalho no setor de manufaturados.<sup>91</sup> Mas pode-se dizer que o agressivo relaxamento da política monetária norte-americana conseguiu evitar uma longa recessão, ela durou apenas oito meses.

Essa fragilidade do crescimento econômico norte-americano após o colapso da bolha também chamou atenção de Roach (2004a). O autor lembra que o Fed ficou no meio de um fogo cruzado, pois de um lado havia indícios de que o crescimento do PIB se normalizara, o que pediria também a normalização do patamar das taxas de juros de curto prazo. Mas, por outro lado, a fragilidade dessa recuperação com baixo desempenho do investimento produtivo e da geração de emprego indicava a necessidade de manutenção do relaxamento da política monetária. Assim, a falta de solidez da recuperação e a baixa inflação (ou o medo da deflação) foram determinantes para que a política monetária fosse acomodatória de modo tão persistente. No entanto, a manutenção de taxas de juros artificialmente reduzidas por um longo período poderia, por sua vez, ressuscitar a bolha acionária e até mesmo gerar bolhas em outros mercados, como de fato ocorreu. Roach (2004b) afirma que essa estratégia cria incentivos para a multiplicação de bolhas na economia, os baixos juros podem estimular aquisições e inflacionar mercados de commodities, títulos, imóveis, bolha de consumo etc.

E o maior perigo, segundo Roach (2004b), está no fato de que apesar de o Fed ter sido bem sucedido em evitar uma profunda recessão o combate ao colapso de uma dessas outras bolhas pode fracassar porque o Fed não terá mais o mesmo espaço para redução de juros como houve no combate a primeira bolha, pois agora os juros já estão em patamares bem reduzidos. Essa armadilha levou Roach (2004c) em fevereiro de 2004, quando a Fed Funds Rate era de apenas 1%, a escrever uma carta aberta a Greenspan solicitando a imediata elevação das taxas de juros de curto prazo para 3%. Nas palavras de Roach op cit: “There are always unexpected problems that require forceful policy responses (...) I am concerned that your successes may have come at the cost of creating more serious problems in the future. I am equally worried that your strategy closes off the options we will need to cope with these threats. (...) Policy stimulus is to be used in bad times, but when circumstances improve, it is critical to ‘reload the cannon’ to prepare for the next battle.”

---

<sup>91</sup> Brenner, 2005, p.221.

Uma política fiscal expansionista foi ativada como estímulo complementar ao relaxamento da política monetária. Conforme o “Economic Report of the President” de 2004, foram adotadas medidas relacionadas aos impostos de pessoas físicas e jurídicas, tais como redução de impostos sobre dividendos e ganhos de capital, bônus de depreciação para investimentos produtivos, entre outros. Esses cortes de impostos permitiram um estímulo fiscal de US\$68 bilhões em 2001, US\$89 bilhões em 2002, US\$159 bilhões em 2003 e US\$272 bilhões em 2004.<sup>92</sup>

Com relação aos bancos, surpreendentemente o setor financeiro dos Estados Unidos não sofreu um grande revés com o colapso da bolha. Primeiramente porque o aquecimento do mercado de imóveis<sup>93</sup> – fruto direto das taxas de juros extremamente baixas – substituiu a escalada de preços do mercado acionário. Em segundo lugar, mas não menos importante, a crescente queda dos custos de empréstimos, assegurada pelo Fed, deu tranquilidade às instituições financeiras para corrigir na medida do possível as fragilidades financeiras oriundas do colapso. Os ganhos provenientes das hipotecas e negócios a elas relacionadas, bem como das negociações de títulos e *underwriting*, possibilitaram a obtenção de lucros ao setor financeiro mesmo diante de um grande declínio nos empréstimos corporativos. “With the Fed *guaranteeing* that it would not raise interest rates, financial institutions could not help but make record-breaking profits with relatively small risk simply by borrowing cheap and lending dear”.(Brenner, 2005, p.224)

Entretanto, nem todos passaram incólumes pela crise financeira, como mostra o aumento do número e do volume de ativos dos bancos com problemas. Segundo levantamento do FDIC em dezembro de 1997 tinha-se pouco menos que 70 bancos com problemas nos EUA, em junho de 2002 esse número alcançava 115.

No entanto, antes que a economia pudesse recuperar-se da recessão, o país foi atingido pelos atentados terrorista de setembro de 2001. E também sacudido pelos piores escândalos empresariais/contábeis em mais de setenta anos, derrubando grandes companhias como a Enron e a Arthur Andersen e arranhando quase todas as grandes instituições financeiras. Conforme Stiglitz (p.39, 2003), “As práticas contábeis ruins propiciavam informações ruins e parte da exuberância irracional baseava-se nessa má

---

<sup>92</sup> Informações mais detalhadas sobre os incentivos fiscais podem ser encontradas no capítulo 1 do “Economic Report of the President” de 2004.

<sup>93</sup> A questão da bolha imobiliária será tratada com mais detalhes no final deste capítulo.

informação. Sabemos que os sistemas contábeis tinham um grande problema e que o sistema de remuneração dos CEOs propiciava incentivos para tirar proveito das limitações de nossos sistemas contábeis.” Revelou-se também que muitos dos principais bancos dos Estados Unidos envolveram-se em escândalos, entre eles nomes respeitáveis como J.P. Morgan Chase, Merrill Lynch, Credit Suisse First Boston, Citigroup e sua subdivisão de corretagem, a empresa de Salomon Smith Barney, Goldman Sachs. Também com frequência verificou-se que os bancos de investimento negociaram informações distorcidas e imprecisas e participaram de esquemas que ajudaram outros a distorcer as informações que eles forneceram, enriquecendo outros às custas dos acionistas (Stiglitz, p.188, op cit). Esses eventos acabaram por dar mais motivos ao Fed para prosseguir relaxando a política monetária.

Vale lembrar que essa atuação do Fed após a queda acentuada da bolha não permitiu que o valor das ações voltasse a refletir os lucros corporativos, pois estes, como denunciado anteriormente, também se reduziram. Assim, a relação preço-lucro, mesmo após o colapso da bolha, continua alta em relação aos valores históricos, veja Figura 9. Ou seja, verdadeiramente nunca se permitiu que a bolha estourasse. Em meados de 2004 a relação preço/lucros das ações norte-americanas era de 25:1, abaixo do pico histórico de 35-40:1 em 1999-2000, mas muito acima da média histórica de 14:1.

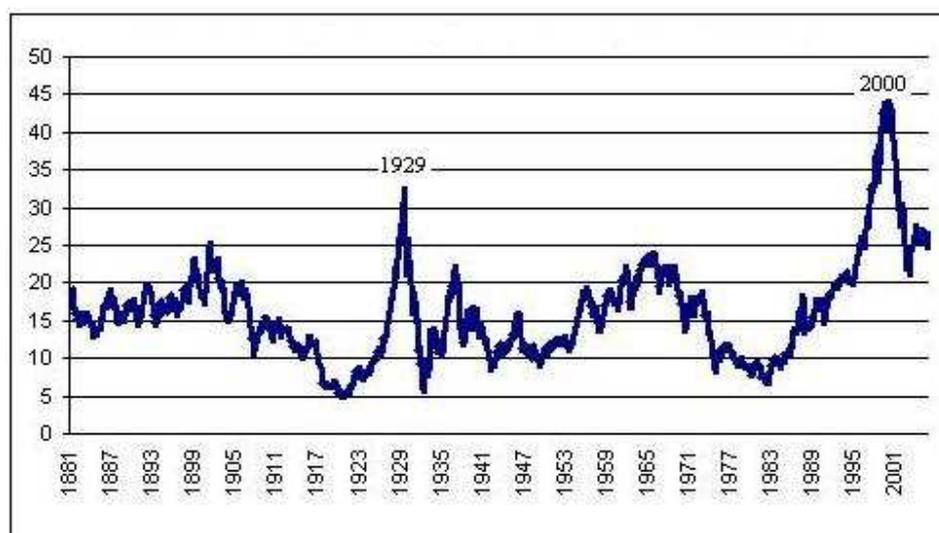


Figura 9 - Evolução da relação preço-lucro (01/1981 - 01/2006)

Fonte: Shiller (2000). Numerador: índice real (corrigido pela inflação) da S&P. Denominador: média móvel dos dez anos precedentes dos lucros reais das ações dos índices da S&P

### 5.3 - A visão benevolente

Kraay et al (2005) fornece uma interpretação interessante a respeito da bolha acionária e o crescimento dos déficits gêmeos durante o governo Bush. Segundo os autores, diferentemente da década de 1980, os anos 90 foram um período de declínio nos déficits orçamentários até alcançar-se pequenos superávits. Entretanto, após 2000 os déficits reapareceram com vigor, converteu-se um superávit de 1,1% do balanço fiscal em um déficit de 4,8% do PIB em 2004. Como resultado, a dívida pública norte-americana cresceu rapidamente de 33% para 37% do PIB entre 2001 e 2004. Fato interessante é que esse crescente déficit não foi acompanhado por nenhum significativo crescimento no custo do empréstimo para o governo federal (para ver a evolução das taxas de juros vide a Figura 5)<sup>94</sup>.

Nesse artigo de Kraay et al. assume-se que os mercados financeiros não são completamente eficientes, de modo que a economia contém “*pockets of inefficient investments*”, investimentos esses que alcançam uma taxa de retorno inferior à taxa de crescimento da economia – como foi o caso de muitas empresas listadas no Nasdaq. Esses investimentos são ineficientes porque absorvem mais recursos do que eles conseguem produzir. No entanto, as bolhas acionárias podem ser úteis a esses investimentos. O importante é perceber como a bolha de ações e o endividamento público interagem, competindo pelo mesmo *pool* de poupança.

Os autores, através de uma visão denominada “benevolente”, explicam que a bolha de ações cria um ambiente que elimina o investimento ineficiente, pois o crescimento das cotações garante um retorno positivo satisfatório durante a expansão da bolha. A economia passa a operar de modo eficiente e a taxa de juros e o bem estar são altos. Mas uma mudança no sentimento do investidor desencadeia o colapso da bolha, e o investimento ineficiente reaparece e a taxa de juros declina. O governo reage incorrendo em largos déficits e expandindo o gasto público no montante suficiente para “compensar” esses investimentos ineficientes. É então nessa fase da bolha que a “benevolência” aparece, pois

---

<sup>94</sup> “Roughly speaking, the 1970s were characterized by low budget deficits and low interest rates, while the period 1980-95 featured high budget deficits and high interest rates. But over the past 10 years this pattern has unraveled, with fairly high interest rates and low deficits during the second half of the 1990s, followed by low interest rates and large budget deficits since 2000.” (Kraay et al, p. 3).

os déficits da gestão Bush constituem uma resposta de compensação ao colapso da bolha dot-com, no intuito de melhorar o funcionamento da economia.<sup>95</sup>

Durante o período que antecedeu a bolha, os débitos acumulados pelo governo norte-americano cresceram gradualmente. O governo respondeu ao aparecimento da bolha através da eliminação do déficit, e o endividamento público começou a declinar, conseqüentemente. A bolha oferecia opções de investimentos mais atrativas do que os títulos públicos, assim, com o passar do tempo, o endividamento público reduziu e a bolha continuou se expandindo e absorvendo uma fração crescente da poupança dos investidores. A despeito da eliminação do déficit público, a taxa de juros elevou-se devido ao fato de que agora a dívida pública passou a competir com a bolha pelos recursos financeiros dos investidores. Analogamente, a taxa de juros declinou à medida que bolha arrefecia. A Figura 6 parece comprovar esse diagnóstico.<sup>96</sup>

A respeito da queda da taxa de juros, nas seções anteriores ficou claro que uma política monetária expansionista é recomendável após o colapso de uma bolha de ativos, porque baixas taxas de juros auxiliam os agentes participantes do mercado financeiro a superar problemas de fragilidade financeira (patrimoniais). Seguindo a lógica da visão “benevolente” verifica-se um **motivo adicional** para a baixa das taxas de juros: a dívida pública não precisa mais competir com a bolha<sup>97</sup>. A Figura 10 corrobora essa lógica aventada pela visão “benevolente”.<sup>98</sup>

Kraay et al. (2005, p. 32) faz uma importante ressalva a respeito de um aparente paradoxo:

How plausible is this “benevolent” view of US economic policy? A first objection to it comes from a simple numerical observation. Favourable debt dynamics mean that debt accumulation decelerates and eventually stabilizes. But this requires that the deficits not be too large. To see this, assume now that in this case, government debt starts crowding out efficient investments before stabilizing and this turns favourable debt dynamics into unfavourable ones. If the deficits are too

---

<sup>95</sup> Kraay et al. (2005) p. 25.

<sup>96</sup> Kraay et al. (2005) p. 29.

<sup>97</sup> Não se está assumindo que a taxa de juros se reduziu PORQUE a dívida pública não precisa mais competir com a bolha. A taxa de juros é reduzida para acomodar os impactos adversos da recessão após o colapso da bolha. Mas, o fato de a bolha não oferecer mais opções de investimento tão interessantes após seu colapso em relação aos títulos públicos é motivo adicional para que a taxa de juros possa permanecer baixa.

<sup>98</sup> Após o estouro da bolha a taxa de juros norte-americana sai de 6,5% em maio de 2000 para alcançar 1% em junho de 2003. Isso se deu através de sucessivos corte de 0,5% ou 0,25% na taxa básica de juros. Assim, o Fed tece uma rede de proteção para os agentes ameaçados por riscos de preço e crédito. Desse modo, não apenas minimiza danos como também fornece o insumo para a bolha subsequente, que já nascerá fortalecida – é o *moral hazard* se manifestando – pois os agentes sabem que provavelmente o Fed prestará socorro em situações de colapso.

large, the situation is unsustainable even if the world economy contains pockets of dynamic inefficiency. This seems to be the situation nowadays. [...]The current budget deficits are not sustainable and this seems an unobjectionable conclusion to us. But this does not mean however that the “benevolent” view is incorrect. **The essence of this view is that the US government is supplying an asset (government debt) that is useful to eliminate inefficient investments, and it is receiving payments (deficits) for this service.** (grifos meus)

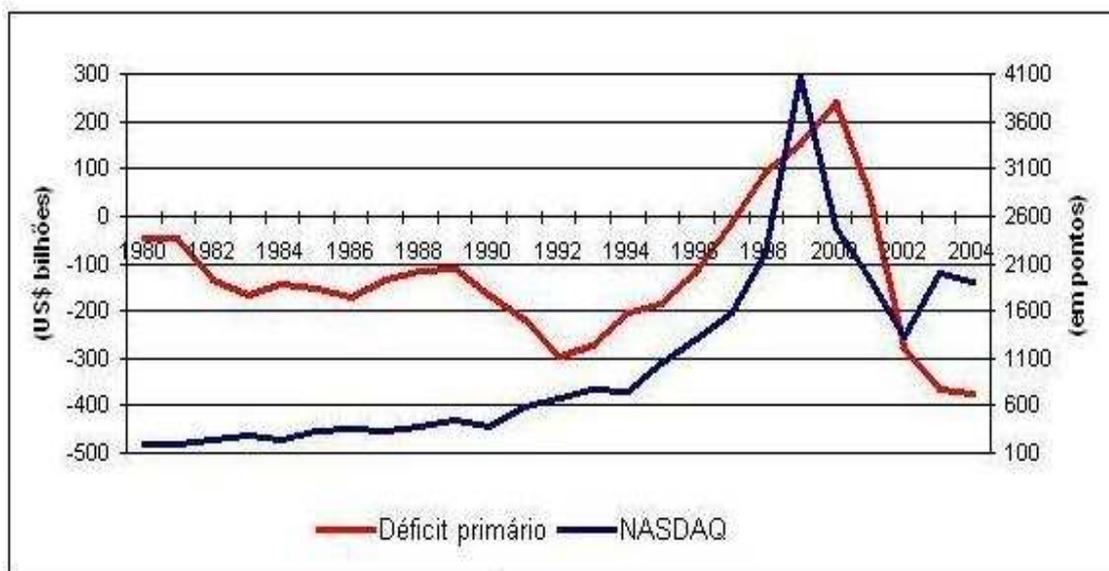


Figura 10 - Evolução do déficit primário e do índice Nasdaq

Fonte: elaboração própria a partir de dados do site [www.ead.unicamp.br](http://www.ead.unicamp.br)

1 Valores anuais calculados como a média simples dos valores trimestrais dessazonalizados e anualizados. Para 2004 foram considerados apenas os três primeiros trimestres. 2 Considerou-se o valor de fechamento do índice Nasdaq no mês de dezembro de cada ano. Para 2004 utilizou-se o valor do mês de setembro.

#### 5.4 - A bolha imobiliária

A partir de então, inicia-se outra polêmica que até o momento ainda não teve seu desfecho. Essa política monetária francamente expansionista do Fed conseguiu evitar a deflação, mas acabou por incentivar o surgimento de bolhas em outros mercados, em especial o de imóveis. As evidências até aqui sugerem que a valorização dos imóveis em larga medida superou os “fundamentos” como, por exemplo, o custo da construção e o valor dos aluguéis.<sup>99</sup>

<sup>99</sup> Desde 1995, o valor de mercado das casas ocupadas por proprietários aumentou à taxa média de 9% ao ano, bem superior à taxa de juros – o que pelo menos insinua a possibilidade de que se trate de mais um processo insustentável.

Vamos compreender como se deu esse incentivo. A explosão da bolha acionária e o conseqüente afrouxamento da política monetária produziram a bolha dos títulos (*bond bubble*) e bolha de imóveis. Como os investidores fugiram do mercado de ações, os fundos foram despejados em títulos, elevando os preços e baixando as taxas de juro efetivas a longo prazo. As baixas taxas de juros conduziram a baixos pagamentos de hipotecas, elevando a demanda por imóveis e seus respectivos preços.

Assim, as baixas taxas de juros e a perda de confiança no mercado acionário levaram muitos a investir no mercado imobiliário. Em muitas regiões do país os preços dos imóveis não divergem muito de seus padrões históricos, crescendo apenas um pouco acima da taxa de inflação. Mas desde 1995, o preço real dos imóveis elevou-se em cerca de 33%, praticamente o dobro dos aumentos vistos nas décadas de 70 e 80. Algumas regiões experimentaram crescimento em torno de 60%, já descontada a inflação. Essas regiões incluem grande parte do norte da Costa Leste e Washington, DC, especialmente New England; parte considerável da região da Costa do Pacífico, entre outras. A Tabela 7 mostra o crescimento nominal e real dos preços dos imóveis no país como um todo e nas suas principais regiões de 1995 a 2004, Baker (2004) afirma que esse crescimento dos preços é o maior desde o pós-guerra.

A extensão das áreas em questão e a magnitude da valorização podem ser suficientes para causar uma recessão no país após a reversão dos preços. Ainda mais porque não há muitos fatores reais que justifiquem tal valorização. Haja vista que o crescimento da renda nos últimos dez anos não foi especialmente rápido, o mesmo se pode dizer a respeito do crescimento populacional. E o mais importante, não houve um aumento significativo nas rendas de aluguel. Ao contrário, após 2002 elas passaram a crescer abaixo da inflação. Segundo o *The Economist*<sup>100</sup> a relação preço do imóvel-aluguel está 35% acima da média histórica no período 1975-2000.

O *The Economist* (2005) estima também que o valor total dos imóveis residenciais nos países desenvolvidos saiu de US\$30 trilhões em 2000 para alcançar US\$70 trilhões em 2005. Segundo o periódico, “it looks like the biggest bubble in history”. Essa valorização do patrimônio das famílias explica como pôde seu consumo manter-se elevado após o colapso da bolha de ações em 2000. Essa valorização imobiliária e o crescente

---

<sup>100</sup> Ver a matéria intitulada “In come the waves”, Edição impressa do *The Economist* de 16/06/2005

endividamento das famílias (com a finalidade de aquisição de imóveis principalmente) permitiu que se tivesse uma "recuperação virtual". Nunca houve uma recuperação anterior na qual os níveis de endividamento aumentassem, acontecendo antes o oposto.<sup>101</sup>

<b>Tabela 7 - O crescimento dos preços dos imóveis (1995-2004)</b>		
	Nominal	Real
Estados Unidos	62,60%	33,40%
Nordeste	94,30%	59,40%
Meio Atlântico	65,10%	35,40%
Sudoeste Central	39,90%	14,70%
Sudeste Central	41,50%	16,10%
Sul Atlântico	60,70%	31,80%
Noroeste Central	50,50%	23,50%
Nordeste Central	60,80%	31,90%
Estados Montanhosos	87,00%	53,40%
Pacífico	86,90%	53,30%
Fonte: Baker (2004)		

Ainda seguindo o *The Economist* (2005), há outras evidências que levam a conclusão sobre a formação de uma bolha no mercado imobiliário. Do total dos compradores de residências em 2004, 23% o fizeram com o intuito de investir e não de ocupar. Outros 13% adquiriram seu segundo imóvel. E se a renda de aluguel não apresenta crescimento, a única explicação para esse comportamento é a crença de que o imóvel se valorizará. A revista inglesa ainda afirma que há muitos que compra e vendem as propriedades antes mesmo que a construção seja concluída. Desse modo, muitas propriedades mudam de mãos duas ou três vezes antes que alguém realmente a ocupe.

Não fosse a bolha imobiliária a recessão norte-americana, após o colapso da bolha acionária, teria sido mais severa. Dados do *The Economist* (2005) apontam que de 2000 a 2004 os gastos com consumo e construção residencial contribuíram juntos com 90% do

<sup>101</sup> As baixas taxas de juro tornou muito fácil às famílias conseguirem um empréstimo bancário, utilizando a sua casa própria como colateral ou garantia. Estes empréstimos, ligados aos preços ascendentes do imobiliário, permitiram às famílias americanas financiarem novo mobiliário, carros e inúmeras outras coisas. Todo este consumo criou a ilusão de uma recuperação da economia. Abaixo da superfície, no entanto, um enorme fardo de dívidas foi acumulado.

crescimento do PIB. E mais de 2/5 de todos os postos de trabalho criado no setor privado desde 2001 estão relacionados com o setor de imóveis residenciais.

Como dito anteriormente, grande parte dessas aquisições imobiliárias se dá através de crédito. E o mais importante é que novas formas mais arriscadas de financiamento estão sendo utilizadas. Em 2004 42% daqueles que adquiriam imóveis pela primeira vez e 25% de todos os compradores o fizeram sem dar entrada/sinal. Ainda mais, pouca ou nenhuma documentação a respeito do patrimônio, emprego e fontes de renda dos compradores são exigidas para a concessão do financiamento. Essa nova modalidade de financiamento é na prática uma aposta de que os preços dos imóveis continuarão a subir velozmente.<sup>102</sup>

Os bancos, por sua vez, emprestam com largueza porque o sistema de financiamento imobiliário dos Estados Unidos é bem peculiar. Há duas agências semi-governamentais, a Federal National Mortgage Association, conhecida como FannieMae, e a Government National Mortgage Association, ou GinnieMae, estas recompram os contratos hipotecários dos bancos, assumindo o risco destes, de modo a que o banco local que empresta sinta menos pressão ao emprestar a famílias.

Como nos esclarece Macedo e Silva (2005, p.25):

A flexibilidade do mercado de financiamento imobiliário norte-americano permite aos proprietários realizar a chamada *equity extraction*, tanto realizando ganhos de capital (mediante a venda a novos proprietários por um valor superior ao valor de aquisição) quanto antecipando ganhos de capital que se espera obter no futuro, mediante os chamados *refinancing cash-outs*<sup>103</sup> ou *home equity loans*<sup>104</sup>. As operações de *equity extraction* seriam responsáveis, segundo Greenspan, por parte substancial do aumento na dívida hipotecária. Tais instrumentos transformaram [...] as residências norte-americanas em caixas eletrônicas. Os 'saques' teriam alcançado US\$ 600 bilhões apenas em 2004, equivalentes a algo como 7% da renda pessoal disponível

Outro perigo é que 50% desses financiamentos utilizam taxas de juros flutuantes/ajustáveis. As taxas ajustáveis de hoje são baixas, pouco mais de 4%. Aí reside um dos motivos pelos quais a bolha imobiliária é mais perigosa. Os ativos imobiliários estão muito mais distribuídos na população do que os ativos das bolsas de valores, o que

---

<sup>102</sup> The Economist (2005)

<sup>103</sup> O proprietário contrata uma nova hipoteca, num valor superior ao de seu débito anterior – já amortizado em parte, ou referente a um valor de mercado inferior ao atual – e embolsa a diferença.

<sup>104</sup> Trata-se de um empréstimo adicional tomado pelo proprietário da casa hipotecada. O empréstimo é garantido pelo imóvel e em geral é remunerado por juros flutuantes, que têm por referência os retornos de títulos do Tesouro de 2 ou 5 anos.

significa que um estouro de bolha imobiliária terá uma amplitude muito maior, com efeitos mais devastadores quando comparada à bolha financeira.

Enquanto as taxas permanecerem baixas, a roleta da dívida continuará a girar<sup>105</sup>. O problema começa quando as taxas de juro aumentam e as famílias, atraídas para a compra de um lar com pagamentos a taxas de juro variáveis, subitamente descobrem que o seu custo mensal com o pagamento da hipoteca explodiu devido ao aumento das taxas de juro. Nessa altura, os bancos americanos enfrentarão um sério problema com os maus empréstimos. Junto do possível aumento das taxas de juros poderá se observar os preços dos imóveis em franco declínio. Com isso, o aumento da carga de juros no orçamento familiar certamente levará à redução no consumo, e investimento no caso das empresas. No mesmo sentido será o impacto da sensação de perda de riqueza patrimonial. Além disso, muitos proprietários poderão pensar que, dada a desvalorização dos imóveis, suas hipotecas excedem o valor de seus imóveis, dando-lhes um grande incentivo para dar o calote.

Desde junho de 2004 o Fed aplica sucessivos incrementos de 0,25% na taxa básica de juros, em junho de 2006 a taxa alcançou o patamar de 5,25%. Incrivelmente as taxas longas não têm acompanhado com o mesmo ímpeto a elevação da taxa curta determinada pelo Fed. Isso tem dado uma margem de manobra maior para evitar uma reversão abrupta dos preços dos imóveis. No entanto, o Fed deve-se manter vigilante para que pressões inflacionárias não venham a exigir uma elevação de taxas de juros mais contundente, e com isso explicitar de vez o desequilíbrio existente no mercado imobiliário.

---

<sup>105</sup> Segundo artigo de Gross, para o jornal “The New York Times” de 05/09/2004, do início de 2001 ao final de 2003, a economia ganhou US\$ 1,317 trilhão em PIB e US\$ 4,2 trilhões em dívida. Isso significa que cada novo dólar de produção econômica foi acompanhado de US\$ 3,19 em novas dívidas. Por isso hoje, pela primeira vez, a proporção entre a dívida e o PIB está em mais de 2 para 1.

## 6 - CONCLUSÃO

Esta dissertação procurou evidenciar que a emergência de mercados financeiros globalizados desde a década de 1980 trouxe consigo a maior ocorrência de bolhas de ativos, que tornaram-se sistêmicas e perenes, em especial nas economias centrais, onde os mercados financeiros são mais profundos e se tem ampla participação nos circuitos financeiros por parte dos investidores institucionais poderosos, das empresas, das instituições financeiras e das famílias. A riqueza financeira tem tido peso crescente no patrimônio desses atores econômicos, de modo que suas decisões e comportamento estão estreitamente correlacionados com a trajetória dos ciclos de ativos financeiros e imobiliários. Além do mais, dado os patamares inusitados que a riqueza financeira sustenta, em relação à economia real, essa riqueza demonstra ter uma capacidade de revalorização mesmo diante de colapso (perda) agudo(a).

E se a própria estabilidade macroeconômica é afetada pelos movimentos do mercado financeiro, então estão colocados desafios à condução da política monetária por parte dos Bancos Centrais dessas economias, a despeito da conquista da estabilidade inflacionária nas últimas décadas. Esses desafios não se devem somente aos impactos que uma bolha de ativos gera sobre a robustez do crescimento econômico e da atividade empresarial/produziva, mas também ao caráter promíscuo existente entre o mercado financeiro e o crédito, o que pode abalar a saúde patrimonial dos agentes, em especial do sistema financeiro.

Assim, a liberalização financeira e o ciclo de ativos passam a constranger a condução da política monetária. Devido às conseqüências já citadas nessa dissertação, a autoridade monetária não pode simplesmente ignorar ou desprezar o comportamento dos preços dos ativos, seja atuando de forma pró-ativa ou reativa. Os Bancos Centrais são impelidos a responder, de alguma forma, a esses ciclos de ativos para minimizar, pelo menos a curto prazo, os efeitos perversos que os movimentos exagerados dos preços dos ativos trazem. A exclusiva preocupação com a estabilidade inflacionária se mostra insuficiente e, por vezes, até contraditória com as respostas que as bolhas exigem por parte das autoridades monetárias.

Se uma resposta aos ciclos dos ativos se mostra inevitável, a forma como essa deve ser conduzida suscita acalorados debates, discordâncias e dilemas. Esses dilemas dividem as opiniões a respeito de qual deve ser o comportamento da autoridade monetária ante as bolhas. Nessa dissertação as opiniões foram polarizadas em dois extremos: aqueles que julgam ser oportuno e possível a autoridade monetária agir de modo pró-ativo, poupando assim a economia de efeitos negativos de um futuro colapso, e os que defendem um posicionamento mais passivo do Banco Central seja porque enxerga muitas dificuldades para que se possa agir diferentemente ou porque não crê que as bolhas tenham realmente se internalizado ao sistema capitalista contemporâneo.

Dada a existência de tantas incertezas e dilemas na condução da política monetária quando o Banco Central se vê diante de uma possível bolha financeira/imobiliária é de se esperar que se tenha, no mínimo, duas correntes de pensamento a respeito do tema. Essas divergências revelam que não há receita simples nem automática para se agir diante de bolhas financeiras. Como afirma Belluzzo (p.181, 1997): “As políticas monetárias nos países centrais movem-se [...] num corredor estreito entre a obrigação de prevenir as deflações agudas, através de repetidas intervenções de última instância (sempre acompanhadas de risco moral) e a necessidade de regular a estabilidade da economia, evitando sobretudo a formação de bolhas especulativas que, nas condições atuais, acarretam, quase sempre, situações de fragilidade e de miopia financeira.”

De qualquer modo fica evidente que há necessidade de avanços nesse campo de estudo das relações entre política monetária, mercado financeiro e atividade econômica para que se possa melhorar o manejo da política monetária.

## 7 – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGLIETTA, M. *Macroeconomia financeira*. São Paulo, Edições Loyola, 2004.
- ALDRIGHI, D. M. e MILANEZ, D. Y., *Finança Comportamental e a Hipótese dos Mercados Eficientes*. Revista de Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, 9(1): 41-72, jan/abr 2005.
- ALVES JUNIOR, A. J. ; FERRARI FILHO, F. e de PAULA, L. F. R., *Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional uma abordagem pós-keynesiana*. Revista de Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, 4(1):79-106, jan/jun 2000.
- BAKER, D. *The costs of the stock market bubble*, nov. 2000.
- BAKER, D. *Too Much Bubbly at the Fed?: The New York Federal Reserve Board's Analysis of the Run-Up in Home Prices*. Center for Economic and Policy Research, jun. 2004.
- BEAN, C. *Asset prices, financial imbalances and monetary policy: are inflation targets enough?* BIS Working Paper nº140, set. 2003.
- BELLUZZO, L. G. The dollar and the global disequilibria. *Rev. Econ. Polit.*, July/Sept. 2005, vol.25, no.3, p.224-232. ISSN 0101-3157.
- BELLUZZO, L. G. As transformações da economia capitalista no pós-guerra e a origem dos desequilíbrios globais. *Política Econômica em Foco*, Campinas, n.7, 2006
- BERNANKE, B. e GERTLER, M. *Monetary policy and asset price volatility*. NBER Working Paper Series, Working Paper 7559, fev 2000.
- BERNANKE, B. e GERTLER, M. Should central banks respond to movements in asset prices? *American Economic Review* 91, 2001, pp. 253-257.
- BIS, *Triennial Central bank Survey 2004 – Foreign exchange and derivatives market activity in 2004*, mar 2005.
- BORDO, M. D. e WHEELLOCK, D. C. *Monetary Policy and Asset Prices: A Look Back at Past U.S. Stock Market Booms*. NBER Working Paper Series, Working Paper 10704, aug 2004.
- BORDO, M. D. e JEANNE, O. *Monetary Policy and Asset Prices: Does “Benign Neglect” Make Sense?* IMF Working Paper, WP/02/225, dez.2002.

- BORIO, C., ENGLISH, W. e FILARDO, A. *A tale of two perspectives: old or new challenges for monetary policy?* BIS Paper n° 19, 2003.
- BORIO, C. e LOWE, P. *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus.* BIS Working Paper n. 114, jul. 2002.
- BRAGA, J. C. S. *Temporalidade da Riqueza: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo*, Campinas, SP: UNICAMP. IE, 2000.
- BRENNER, R. *O boom e a bolha: os Estados Unidos na economia mundial.* Rio de Janeiro, Record, 2003.
- BRENNER, R. *After boom, bubble and bust: where is the US economy going?* In: *Worlds of Capitalism: Institutions, Economic Performance, and Governance in the Era of Globalization*, ed. Max Miller, London: Routledge, forthcoming 2005.
- Carta Dynamo 44/2004, <http://www.dynamo.com.br/narcartadyn.asp>.
- CARNEIRO, R. *A globalização financeira: origem, dinâmica e perspectivas.* Texto para discussão, IE/UNICAMP, Campinas n° 90, out. 1999.
- CECCHETTI, S. G. *What FOMC says and does when the stock market booms*, [www.ecb.int/events/pdf/conferences/Cecchetti.pdf](http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/Cecchetti.pdf), 2003.
- CECCHETTI, S. G., GENBERG, H., LIPSKY, J. e WADHWANI, S. *Asset Prices and Central Bank Policy*, Geneva Reports on the World Economy, Centre for Economic Policy Research (2000).
- CECCHETTI, S. G., GENBERG, H., LIPSKY, J. e WADHWANI, S. *Asset price in a flexible inflation targeting framework*, NBER Working Paper n.8970, jun. 2002.
- CHESNAIS, F. (org) *A finança mundializada.* São Paulo; Boitempo, 2005.
- CHESNAIS, F. *A Mundialização do Capital.* São Paulo; Xamã, 1996.
- CHESNAIS, F. A “Nova Economia”: uma conjuntura específica da potência hegemônica no contexto da mundialização do capital. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política.* Rio de Janeiro, n° 9, p. 53-85, dez. 2001.
- CONLON, J. R. *Should Central Banks burst bubbles?* [http://129.3.20.41/e ...ers/0508/0508007.pdf](http://129.3.20.41/e...ers/0508/0508007.pdf), 2005.
- CROCKETTI, A. *Central banking under test.* In: BIS Papers n.18, *Monetary stability, financial stability and the business cycle: five views*, set. 2003.

- COUTINHO, L. G. e BELLUZZO, L. G. M. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. *Economia e Sociedade*, Campinas, (7): 129-54, dez.1996.
- DUMÉNIL, G. E LÉVY, D. O neoliberalismo sob a hegemonia norte-americana. In: Chesnais, F. (org.) *A finança mundializada*. São Paulo: Boitempo, 2005.
- DETKEN, K. e SMETS, F. *Asset price boom and monetary policy*. ECB Working Papers Series, n. 364, mai/2004.
- ECONOMIC REPORT OF THE PRESIDENT, 2004. [http://a257.g.akamaitech.net/7/257/2422/09feb20040900/www.gpoaccess.gov/usbudget/fy05/pdf/2004\\_erp.pdf](http://a257.g.akamaitech.net/7/257/2422/09feb20040900/www.gpoaccess.gov/usbudget/fy05/pdf/2004_erp.pdf)
- ERTURK, K. *Macroeconomics of Speculation*. University of Utah, Department of Economics, Working Paper N°: 2005-02.
- EVANS, L. L. Jr *Why the Bubble Burst: US Stock Market Performance since 1982*. Edward Elgar Publishing, 2002.
- FARHI, M. e CINTRA, M. A. M. *O crash de 2002: da “exuberância irracional” à “ganância infecciosa”*.
- FERGUSON Jr, R. W. Should financial stability be an explicit central bank objective? In: BIS Papers n.18, *Monetary stability, financial stability and the business cycle:five views*, set. 2003.
- FILARDO, A. *Monetary policy and asset price bubbles: calibrating the monetary policy trade-offs*. BIS Working Paper n° 155, jun. 2004.
- FRONTANA, A. V. *O capitalismo no fim do século XX: a regulação da moeda e das finanças em um regime de acumulação sob dominância financeira*. Tese de Doutorado, IPE/USP, 2000.
- GILPIN, R. *O Desafio do Capitalismo Global*. Rio de Janeiro: Record, 2004.
- GREENSPAN, A. *Economic volatility*, Remarks by Chairman Alan Greenspan at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, ago. 2002.
- GREENSPAN, A. *Risk and uncertainty in monetary policy*, Remarks by Chairman Alan Greenspan At the Meetings of the American Economic Association, San Diego, California, jan. 2003.

- GRUEN, D., PLUMB, M. e STONE, A. How should monetary policy respond to asset-price bubbles? Research Discussion Paper 2003-11, Reserve Bank of Australia.
- HAFELD, M. TORRES, F.L. *Finanças Comportamentais: aplicações no contexto brasileiro*. Revista de Administração de empresas. v. 41, n.2, abr/jun, 2001.
- ISSING, O. Monetary and financial stability: is there a trade-off? In: BIS Papers n.18, *Monetary stability, financial stability and the business cycle: five views*, set. 2003.
- KRAAY, A. e VENTURA, J. *The Dot-Com Bubble, the Bush deficits and the U.S. current account*. NBER Working Paper 11543, ago.2005.
- KINDLEBERGER, C.P. Bubbles in Eatwell, J & Milgate, M. (org) *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, 1992.
- KINDLEBERGER, C.P. *Manias, Pânico e Crashes*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2000.
- KLAGSBRUNN, V.H. *Globalização Produtiva e Financeira – Tendências e Perspectivas*. [http://www.redem.buap.mx/word/2004\(2\)victor.doc](http://www.redem.buap.mx/word/2004(2)victor.doc)
- KURZ, R. Ciladas da teologia monetária. São Paulo: *Folha de São Paulo*, 22 de abril de 2001.
- MACEDO E SILVA, A. C. Mais do mesmo em 2005: o zen e a reflexão econômica. *Política econômica em foco*, Campinas, nº 6, 2005.
- MACEDO E SILVA, A. C. A montanha em movimento: uma notícia sobre as transformações recentes da economia global. *Política econômica em foco*, Campinas, nº 7, 2006.
- McKinsey Global Institute, *\$118 Trillion and Counting: Taking Stock of the World's Capital Markets*. Fev 2005
- MILANEZ, D. Y. *Finanças Comportamentais no Brasil*. Dissertação de mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade/USP, 2003.
- MIRANDA, J. C. Dinâmica financeira e política macroeconômica. In: Tavares, M. C. e Fiori, J. L. (org) *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis, Ed. Vozes, 1997.
- MISHKIN, F. S. *The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy*. NBER Working Paper Series, Working Paper 8617, dez 2001
- OREIRO, J. L., *Bolhas, incertezas e fragilidade financeira – uma abordagem pós-keynesiana*, <http://www.joseluisoreiro.ecn.br/artigos.php>, set. 2001

- OREIRO, J. L., Bolhas racionais, ciclo de preços de ativos e racionalidade limitada, <http://www.joseluisoreiro.ecn.br/artigos.php>, jan. 2003.
- PASSET, R. *Elogio da globalização por um contestador assumido*. Record, Rio de Janeiro, 2003.
- ROACH, S. *Stymied*, [www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040308-mon.html](http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040308-mon.html), mar. 2004a.
- ROACH, S. *A Time for Courage*, [www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040305-fri.html](http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040305-fri.html), mar. 2004b.
- ROACH, S. An Open Letter to Alan Greenspan, [www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040227-fri.html](http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040227-fri.html), fev. 2004c.
- ROACH, S. *The Great Failure of Central Banking*. [http://www.j-bradford-delong.net/movable\\_type/archives/000833.html](http://www.j-bradford-delong.net/movable_type/archives/000833.html), set. 2002.
- ROUBINI, N. *Why monetary policy should respond to asset prices and asset bubbles*. <http://rgemonitor.com>, set. 2005.
- SAUVIAT, C. Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da finança mundializada e do novo poder acionário. In: Chesnais, F. (org.) *A finança mundializada*. São Paulo: Boitempo, 2005.
- SCHWARTZ, A. Asset price inflation and monetary policy, NBER Working Paper n. 9321, nov. 2002.
- SHILLER, R. *Exuberância Irracional*, Makron: São Paulo, 2000.
- SHILLER, R. *From efficient market theory to behavioral finance*. Cowles Foundation Discussion Paper nº 1385 out. 2002, <http://cowles.econ.yale.edu/>.
- SHILLER, J. S. [Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?](#) NBER Working Paper 0456, 1981.
- SILVA JUNIOR, A. *A inflação de ativos nos Estados Unidos nos anos 90*. Dissertação de mestrado, Instituto de Economia/Unicamp, 2004.
- SMETS, F. Financial asset prices and monetary policy: theory and evidence, BIS Working Paper nº47, set. 1997.
- SOUZA, C. R. V., *Avaliando questionários de risco e o comportamento do investidor sobre a ótica do behavioral finance*, Dissertação de mestrado, Fundação Getúlio Vargas, 2005

- STIGLITZ, J. E. *Os exuberantes anos 90 – uma nova interpretação da década mais próspera da história*. São Paulo, Companhia das Letras, 2003.
- THE ECONOMIST “*In come the waves*”, Edição impressa de 16/06/2005
- TOBIN, J. *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory*, Journal of Money, 1969.
- YAMAGUCHI, Y. Asset price “bubbles” and monetary policy. In: BIS Papers n.18, *Monetary stability, financial stability and the business cycle: five views*, set. 2003.
- YOSHINAGA, C. E.; OLIVEIRA, R. F.; SILVEIRA, A. di M. e BARROS, L. A. B. C., *Finanças Comportamentais: uma introdução*, VII Semead 2004, <http://www.ead.fea.usp.br/semead/7semead/index.htm>.
- WORLD ECONOMIC OUTLOOK, FMI, vários números.