



Exuberância

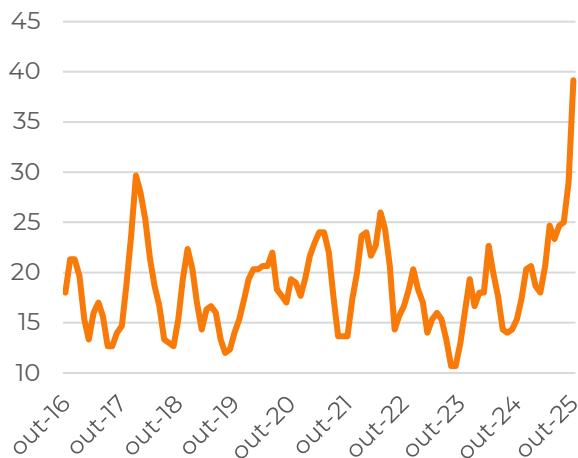
Há muito tempo não se ouvia a palavra “bolha” tantas vezes quanto nas últimas semanas. Tanto o ouro quanto as ações, que são ativos de sensibilidade oposta a situações de aumento da aversão ao risco vis a vis ciclos de otimismo, estão nas máximas históricas nos Estados Unidos. Não há, no entanto, evidências de que as condições monetárias estejam frouxas. Isso não autoriza concluir que a evidência seja no sentido de negar uma situação de otimismo excessivo e exuberância irracional.

Vimos na semana passada que o Comitê de Mercado Aberto (FOMC) do Federal Reserve dos EUA, além de reduzir a taxa básica de juros em 25 pontos base (para 4% a.a.), anunciou a intenção de interromper o processo de redução de seu balanço patrimonial. Isso equivale a encerrar o chamado aperto quantitativo (QT), ou seja, interromper a venda sistemática de títulos no mercado, que resultou na retirada do equivalente a USD 2,3 trilhões em liquidez do sistema financeiro norte-americano nos últimos 3 anos. O referido aperto monetário contrasta com a ideia de que o atual ciclo de valorização de ativos, que se observa principalmente nos Estados Unidos, tem como base condições monetárias frouxas.

Exuberância Irracional

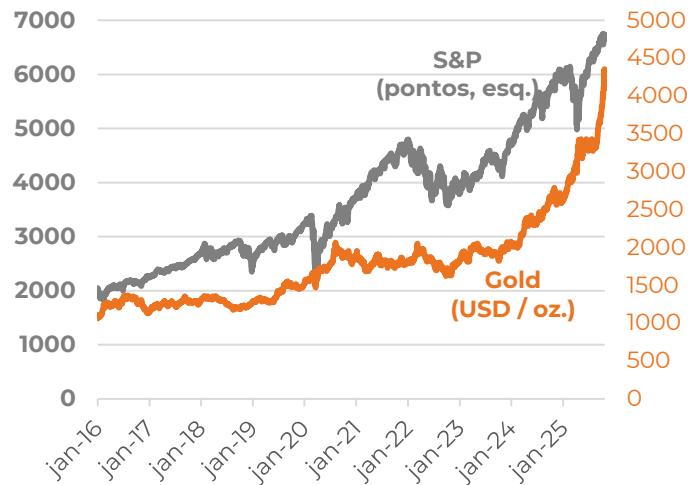
Há muito tempo não se ouvia a palavra “bolha” tantas vezes quanto nas últimas semanas (Gráfico 1). Tanto o ouro quanto o mercado acionário, que são ativos de sensibilidade oposta a situações de risco ou otimismo, estão nas máximas históricas (Gráfico 2). Mas não é fácil reconhecer a formação de uma bolha financeira. Mais difícil ainda é conseguir ter uma ideia mínima de quando essa bolha (se é que existe) vai explodir. Costuma-se suspeitar da existência de uma situação de bolha quando o aumento intenso e recorrente dos preços de ativos, geralmente associado a um otimismo exacerbado, parece levar a um descolamento em relação aos fundamentos. Ocorre quando a causa da valorização é, quase exclusivamente, a valorização no período anterior. Ou quando investidores se deixam levar pelo chamado efeito manada, seguindo tendências sem análise crítica. O problema é que o tal do “fundamento” não é uma variável observável. Os melhores analistas do mundo se esmeram em elaborar modelos para calcular o que seriam os preços justos, mas sempre haverá algo que nem mesmo as inteligências artificiais serão capazes de antecipar: o futuro.

Gráfico 1: Buscas do Termo “Bolha de Ativos” no Google - EUA
(% em relação à máxima, que foi em 2009, média móvel de 3 meses)



Fonte: Google Trends

Gráfico 2: Mercado Acionário e Ouro (preços)



Fonte: FMI.

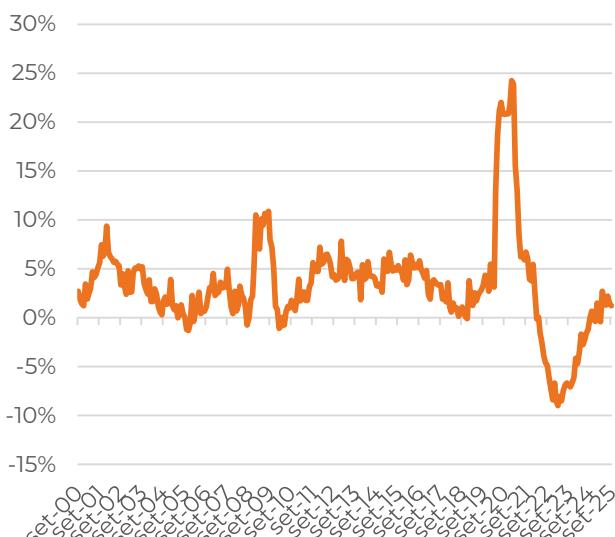
Diferentemente da bolha das tulipas, no século XVII, ou das terras do Mississipi (engendrada pelo banqueiro John Law) no século seguinte, a situação atual não parece se caracterizar pela existência de distorção em um ativo específico. Podem ser as ações de tecnologia, o crédito privado nos Estados Unidos, as criptomoedas ou o ouro. O comportamento atual dos ativos poderia se caracterizar mais como “exuberância irracional”, como ocorreu na segunda metade da década de 90. Existe uma euforia com as inteligências artificiais já produzindo ganhos de produtividade importantes em diversas frentes. Mas também existe o componente de expectativas, muito mais subjetivo e difícil de medir. É possível que os mercados estejam superestimando, no curto prazo, o impacto do avanço tecnológico, ainda que este se mostre subestimado no longo prazo (lei de Gates). De qualquer forma, é notável como a valorização de preços se mostra generalizada, envolvendo tanto ativos que tendem a ganhar em cenários mais otimistas quanto outros que se valorizam em situações de recessão ou pessimismo.

Liquidez

Nesse caso o que poderia estar por trás do ciclo virtuoso de otimismo e geração de riqueza financeira seriam as condições de liquidez. Juros baixos e/ou crescimento acelerado do estoque de moeda tendem a valorizar ativos de forma generalizada. No manual de práticas das autoridades monetárias, costuma-se aceitar a ideia de que a taxa básica de juros deve se manejada com o objetivo de conter a inflação de bens, mas não de ativos. Mesmo porque, como já vimos, não é possível constatar com segurança uma situação de descolamento em relação aos fundamentos.

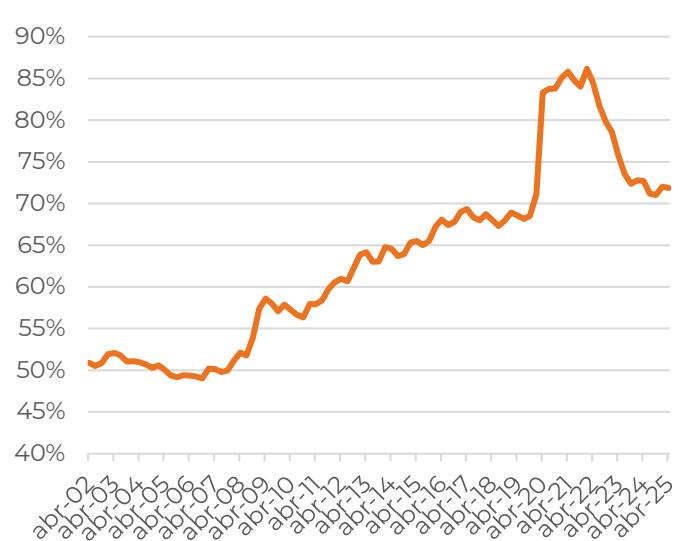
O problema é que não é possível afirmar que as condições de liquidez nos Estados Unidos estejam atualmente frouxas. Uma das variáveis mais sensíveis a um processo de expansão monetária é a medida chamada M2 (que inclui o estoque de papel moeda em poder do público, depósitos à vista e alguns ativos mais líquidos). O gráfico 3 mostra que o ritmo recente de crescimento não parece estar fora da normalidade (apenas um ponto percentual acima da inflação), e o dado de estoque como percentual do PIB (gráfico 4) sinaliza que, após um forte aumento, no período da COVID, o indicador se estabilizou em patamar apenas ligeiramente acima da média da década passada.

Gráfico 3: Crescimento Real (acima da inflação) do M2 (Estados Unidos) (% interanual)



Fonte: Federal Reserve St. Louis..

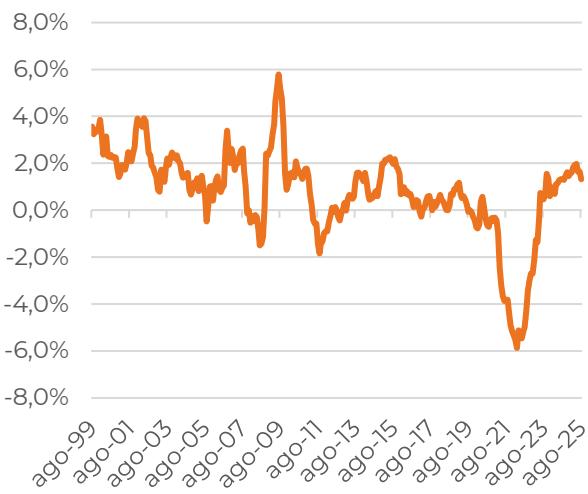
Gráfico 2: Estoque de M2 (% do PIB)



Fonte: Federal Reserve St. Louis..

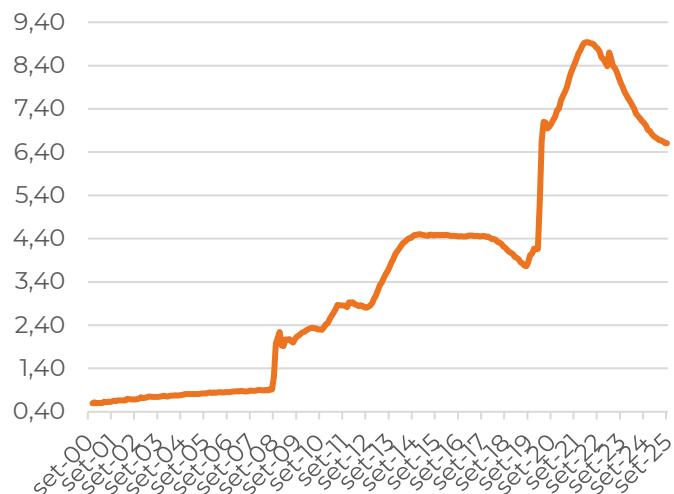
Uma outra forma de avaliar as condições financeiras consiste em olhar para a própria taxa de juros. Analistas e autoridade monetária têm insistido que o patamar atual é consistente com uma política monetária restritiva, ou seja, taxa real de juros superior à taxa neutra. De fato, as taxas praticadas pelo mercado (para título de Tesouro de 10 anos) ajustada pela inflação situam-se acima da média dos últimos 10 anos (mesmo sem contar o período de expansão durante a COVID) (gráfico 5). Por fim, temos o já mencionado processo de aperto quantitativo ilustrado pelo gráfico 6. A figura mostra três momentos de forte injeção de liquidez: após a eclosão da crise financeira de 2007, entre 2012 e 2014 (auge da crise do euro) e finalmente, durante a pandemia de Covid. Desde maio de 2022, no entanto, a autoridade monetária vem retirando liquidez do sistema a uma velocidade de aproximadamente USD 60 bilhões por mês

**Gráfico 5: Juro Real de Mercado
Taxa de 10 anos / Inflação
(% ao ano)**



Fonte: Bloomberg

**Gráfico 6: Balanço do FED
(USD Trilhões)**



Fonte: Bloomberg

Conclusão

Dado o debate atual em relação à possibilidade de formação de uma bolha no mercado de ativos dos Estados Unidos, procuramos avaliar as condições de liquidez, que poderiam configurar causa para o referido comportamento exuberante. Os dados não parecem caracterizar atualmente as condições monetárias como excessivamente frouxas. Ainda assim o otimismo parece excessivo, principalmente na medida em que se acumulam indícios de pressão inflacionária (ver [Inflação nos Estados Unidos: Motivo de Preocupação](#)).

O risco que se coloca é que, da mesma forma que expectativas de redução de taxas de juros alimentam a riqueza financeira, um movimento de elevação pode levar a um ajuste, não apenas de preços, mas de expectativas. Não há evidências de liquidez abundante impulsionando preços de ativos, mas isso não autoriza concluir que a evidência seja no sentido de negar uma situação de otimismo excessivo e exuberância irracional.

PEZCO ECONOMICS Economia & Mercados

Contato: economics@pezco.com.br
+55 (11) 3582 5509
Rua Bela Cintra, 1200, 1º andar, Consolação, São Paulo, SP

Este relatório foi preparado e publicado pela equipe de sócios e consultores da Pezco Consultoria, Editora e Desenvolvimento Ltda (“Pezco Economics”), exclusivamente para seus clientes e parceiros. Este documento tem como objetivo servir de base para a discussão de elementos do ambiente econômico e setorial, através da compilação de informações e exposição de análises e de pontos de vista. Foram tomados os melhores cuidados com a confiabilidade das informações e de suas fontes, mas não é possível garantir a exatidão delas ou das análises realizadas sobre elas. Todas as informações aqui contidas a título de “projeção” ou “previsão” estão fundamentadas em elementos e tendências disponíveis quando a análise foi produzida, cujos pressupostos podem mudar significativamente ao longo do tempo. Este documento não se destina a oferecer ou solicitar compra ou venda de quaisquer bens ou serviços. A Pezco Economics e os profissionais que participaram deste relatório não se responsabilizam por decisões tomadas com base neste. Tanto a Pezco Economics quanto seus sócios e consultores que figuram neste relatório podem manter posições em ativos mencionados neste documento, bem como podem estar participando ou ter participado de projetos de consultoria/assessoria relacionados a organizações aqui mencionadas – nesse caso, as análises resultantes desconsideram as informações não públicas e protegidas por acordos de confidencialidade. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito pela Pezco Economics.