



Economia de Bolhas

Fernando Nogueira da Costa
Professor do IE-UNICAMP

Estrutura da Apresentação

**Hesitação da
Autoridade Monetária**

**Desregulação X
Regulação**

**Conseqüências da
desinflação de ativos**

**Emprestador
em última instância**



Economia de bolha: hesitação da autoridade monetária em reconhecer sua existência e intervir

Por quais motivos há *hesitação* da autoridade monetária em *reconhecer os sintomas* que revelam a existência de bolha e *intervir* para evitar a inflação de ativos?

Bolhas de ativos

- “**Bolhas**” surgem *quando os preços de mercado dos ativos são inconsistentes com o que os fundamentos macroeconômicos justificariam.*
- **Economia de boom** (com alto crescimento) gera **bolha de ativos** quando *a escala de influxos nominais de riqueza à caça de oportunidades em ativos reais ultrapassa a capacidade de criação desses ativos de capital.*
- As **bolhas de ativos**, seguidas por os **colapsos de ativos**, são virtualmente *onipresentes* em economias (ou em mercados) com *fronteiras delimitadas.*

Mercados se excedem em relação a pretensão equilíbrio fundamentado

- A **história** mostra que *os mercados excedem o alvo*, e que *as bolhas podem persistir por algum tempo*, de fato, é essa sua **natureza**.
- Também mostra que *quanto maior é a bolha*, *maiores são os excessos que ela cria na economia* – e maior o *estrago* quando estoura.
- Na verdade, é **impossível saber** *se os preços das ações estão sobrevalorizados*, mas as *evidências da bolha* aumentam com todos os *sinais de excesso* no resto da economia.

Sintomas de bolha

1. Famílias e empresas tomam *empréstimos em excesso*.
2. O *déficit financeiro do setor privado* sobe para nível sem precedentes em termos do PIB .
3. A *oferta monetária* cresce aceleradamente.
4. O *déficit em contas correntes* caminha para o recorde.

Empréstimos excessivos



- Aumentos repentinos de **riqueza**, por exemplo, estimulam *empréstimos excessivos*.
- Quando os *tomadores* são forçados a **reajustar suas finanças**, o resultado pode ser o *pouso violento*.

Primeira objeção a reconhecer bolha especulativa

- Quando a economia é caracterizada como tendo **bolha especulativa**, geralmente, recomenda-se que *o Banco Central eleve logo as taxas de juros*, para estourá-la no nascedouro.
- Porém, há **três refutações** (ou **objeções**) mais comuns à ideia de que existe a *bolha financeira*.
- **Primeira**, argumenta-se que há “**Nova Economia**” e *os fundamentos econômicos* justificam sim o aumento dos *preços dos ativos*, isto é, das *formas de manutenção de riqueza*.

Segunda objeção a reconhecer bolha especulativa

- A **segunda objeção** é de que, mesmo que as *ações* estejam *sobrevalorizadas*, o Banco Central não deve se preocupar enquanto a **taxa de inflação** estiver **baixa**, não parecendo, portanto, haver justificativa para aumento dos juros.
- Mas a **inflação** pode estar contida por *fatores externos* – como a *moeda nacional “forte” (apreciada)* – e, graças à *demanda debilitada no resto do mundo*, pelos *preços baixos das commodities importadas*.

Inflação de ativos

- Os bancos centrais não deveriam ignorar esse **outro tipo de inflação**: a dos *preços de ativos*, como *ações e imóveis*.
- Muitos bancos centrais têm se centrado demais no *índice de preços ao consumidor* para medir a **inflação**.
- Aumentos muito grandes nos *preços dos ativos* podem ser tão perigosos como a **inflação convencional**.

Bolha no mercado de ativos

- A **inflação convencional** pode às vezes ser *medição deficiente* para indicar *se a economia está inflada*.
- Os bancos centrais devem prestar mais atenção a **outros sinais de desequilíbrio**, como:
 1. o aumento dos *preços das ações*,
 2. a expansão acelerada do *crédito*,
 3. o *déficit financeiro* do setor privado e
 4. o *déficit nas contas correntes*.
- Quando *os preços dos ativos sobem para níveis insustentáveis*, ameaçam **desestabilizar a economia**.

Terceira refutação à tese de que “há bolha preste a explodir”

- É **arriscado demais**, tanto em termos econômicos quanto políticos, *o Banco Central estourar a bolha* por meio do aumento das taxas de juros.
- É difícil dizer quando e em que escala **as taxas de juros devem ser elevadas**, desde que *o mandato dos Bancos Centrais é para administrar a estabilidade dos preços ao consumidor e não interferir, diretamente, na distribuição da riqueza.*
- Se eles tentassem, deliberadamente, forçar **a redução dos preços das ações**, seriam *alvos de intensos ataques políticos.*

Dificuldade de estourar a bolha não justifica a inação

- É necessária **ação preventiva** para *impedir, em primeiro lugar, a bolha inflar.*
- O **Banco Central não pode sinalizar ao mercado** que *reduzirá os juros*, quando os preços das ações despencarem, mas que *não aumentará a taxa de juros*, quando esses preços dispararem.
- Essa **assimetria aparente** estimula *risco moral* que incentiva os investidores a correrem *riscos maiores.*



Economia de bolhas: hesitação da autoridade monetária entre desregulação ou regulação

Por que a autoridade monetária hesita entre ou manter a *desregulação* ou retomar a *regulação*?

Bolha de consumo

- Os **gastos dos consumidores** correspondiam a 70% de todo o crescimento econômico norte-americano, daí *os responsáveis pelas instâncias decisórias hesitaram em regular.*
- À medida que os *preços dos imóveis e das ações* começaram a se elevar, o Fed poderia ter evitado que esses *preços de ativos mais altos* deflagrassem **surto consumista** que causaria:
 1. *crescimento rápido e*
 2. *pressão inflacionária* na economia.

Surto consumista e bolha especulativa

- O **surto consumista** que alimentou o *boom* econômico foi quase que inteiramente alimentado pelos *20% mais ricos*.
- Há evidência de **elo direto** entre:
 1. *o gasto dos consumidores e*
 2. *o movimento nas bolsas de valores.*
- Coloca **dúvida sobre a teoria da propensão ao consumo** de que *gente rica poupa mais, quando ganha mais dinheiro*, ao passo que *gente mais pobre simplesmente gasta mais*.

Gastança devido ao enriquecimento

- Durante a **bolha**, o **patrimônio** de todos os *acionistas* e/ou *proprietários* cresce mais rapidamente que suas **rendas**, devido aos *preços altíssimos das ações e das propriedades*.
- O **patrimônio pessoal e/ou familiar** pode até duplicar.
- Com o “*efeito riqueza*”, longe de “poupar” mais, os beneficiários *gastam prodigamente*, reduzindo seus **níveis de aplicações** (“poupança”).

Efeito riqueza

- Com a *elevação das cotações das ações na bolsa*, o Banco Central poderia invocar o **efeito riqueza** para explicar sua *decisão de elevar a taxa de juros* de curto prazo?
- As **pressões dos juros altos**, nas margens de lucro, refreariam , através do *declínio da riqueza gerada pelos papéis*,
 1. *os gastos com investimentos e*
 2. *os gastos com o consumo.*

Liberalização e instabilidade

- O **FMI** e os **neoliberais** diziam que bastava mais *liberdade, informação e transparência* para os mercados financeiros funcionarem com *eficácia*.
- Na **prática**, ocorria exatamente *o contrário*, como resultado do *excesso de alavancagem de capitais*.
- **Ideologia contrária:** a **instabilidade**, definida como *grandes flutuações nos preços dos ativos e perturbação das instituições financeiras*, é **inerente** a qualquer *sistema liberalizado*.

Motivos da inerência à instabilidade financeira

1. No setor financeiro, *a oferta excessiva não reduz os preços e os lucros, mas sim os eleva: booms de empréstimos* elevam *as atividades e os preços dos ativos*, melhorando:
 1. *a situação de crédito aparente dos devedores* e
 2. *as condições financeiras dos credores.*
2. **A criação de liquidez**, função crucial do setor financeiro, resulta em *maior fragilidade dos balanços.*

Motivos da inerência à instabilidade financeira

3. **Redes de segurança** mal concebidas aumentam a *instabilidade*.
4. A **globalização** gerou aproximação ainda maior entre instituições, mercados e países; com a **liberalização** de sistemas financeiros reprimidos, a onda de “*excesso de crédito - bolhas de ativos - estouros*” emergiu.

Comportamento geral:

contaminação por euforia e pânico

- A espiral de *boas notícias* e a **euforia**, e depois seu *lado negativo*, o **pânico**, influenciam os dirigentes de bancos centrais, as autoridades reguladoras e os analistas de crédito.
- Não só o *mercado* favorece os **ciclos**, mas os *guardiões do mercado* também parecem fazê-lo.
- *Baixa inflação*, particularmente se acompanhada de:
 1. *credibilidade*, 2. *Banco Central forte* e 3. *crescimento econômico robusto*, gera o otimismo que ajuda a alimentar os **booms de crédito** e o *crescimento insustentável nos preços dos ativos*.



Conseqüências da desinflação de ativos

Quais são as conseqüências da *desinflação de ativos*?

Desinflação de ativos

- Na **etapa recessiva**, com "*desinflação de ativos*", é difícil evitar:
 1. a *deterioração da razão endividamento / capital próprio*,
 2. o aumento do *peso do serviço da dívida* sobre o fluxo de receitas.

- Há novas **desvalorizações das ações**, devido à degradação de:
 1. o *valor de mercado* das corporações e
 2. sua *situação de endividamento*.

Crises de setores dinâmicos

- Os **consumidores**, subitamente "empobrecidos", buscam *recompôr a relação riqueza / renda desejada*, buscando, para isso, *aumentar a poupança corrente*.
- Isso significa que o **corte nos gastos de consumo** é muito pronunciado, atingindo particularmente *os setores que se alimentaram da inflação de ativos e da expansão do crédito*: os bens de alto valor unitário e os serviços diferenciados e caros.
- São exatamente esses *setores os que experimentaram maior crescimento relativo*, na **expansão da bolha**.

Credit crunch (aperto do crédito)

- A **reação do sistema bancário** diante
 1. da *ampliação generalizada dos graus de endividamento* das famílias e das empresas e
 2. da *depreciação das garantias contratuais*é a de **contrair bruscamente o crédito**,
 1. provocando "*credit crunch*" e
 2. acelerando a caminhada da economia para a *recessão*.
- É duvidoso que a **política de redução dos juros** seja *suficiente* nessas circunstâncias.



Emprestador em última instância

A atuação do Banco Central como *emprestador em última instância* é necessária e suficiente para deter a queda dos preços e as falências bancárias e comerciais?

emprestador em última instância (EUI)

- **Debate se deve ou não haver EUI:**
 - **Crítica:** *ele encoraja a especulação.*
 - **Defesa:** *preocupação imediata com a crise presente é mais importante do que com a prevenção de crises futuras.*
- **Debate sobre EUI internacional:**
 - Em **nível mundial**, *não há nenhuma instituição financeira multilateral (p.ex., FMI) adequadamente equipada para cumprir esse papel nas crises sistêmicas.*

permitir pânico sem intervir

- 1. Ponto de vista puritano ou fundamentalista:**
há certo prazer em *ter o problema voltado contra o mercado como punição por excessos do passado.*
- 2. Pânico levaria à purificação do ambiente econômico**
de *bolhas e investimentos maníacos*, não sendo coisa completamente má, para “*expurgar a podridão do sistema*”.
- 3. Visão não puritana** alerta que
“*os justos podem pagar pelos pecadores*”
com o *pânico deflacionário espalhando-se e atingindo aos investimentos sólidos*, que podem não mais obter crédito.

clamor do mercado pela intervenção

- A **Escola Monetarista** considera que “*As Autoridades*” são *universalmente estúpidas*, e “*O Mercado*”, *sempre inteligente*.
- Nos **pânicos**, essa *distribuição injusta de inteligência* não pode ser testada em relação ao **gerenciamento das crises**, porque tanto as *autoridades*, quanto as *figuras exponenciais do mercado*, empenham-se na **mesma direção**: *intervir de uma maneira ou outra*, a fim de *deter* a disseminação da queda de preços e das falências comerciais e bancárias.
- Se houve **processo de aprendizagem ao longo da história**, como pressupõe a racionalidade, foi *a conveniência de haver EUI e não se confiar exclusivamente nas forças competitivas do mercado*.



fercos@eco.unicamp.br