

Desinflando bolhas especulativas

Jose Luis Oreiro e Luiz Fernando de Paula

Valor Econômico, 06/02/2009

O recrudescimento da crise financeira internacional em 2008 e seus impactos sobre a economia global suscitou um intenso debate sobre as causas dessa crise e os meios que poderiam ter sido empregados para evitar a mesma. Alguns economistas “ortodoxos” defendem a tese de que a crise financeira internacional foi o resultado da política monetária excessivamente expansionista adotada pelo Federal Reserve (Fed) durante a gestão de Alan Greenspan. A decisão de Greenspan de manter a taxa de juros americana baixa por um período muito longo de tempo teria inflado a bolha no mercado imobiliário americano, preparando o cenário para a atual crise financeira. Em última instância, tal política estimularia os investidores a assumirem maiores riscos, já que esses sempre contariam com a rede de segurança do Fed para protegê-los!

Em tal perspectiva, a política econômica adequada para se lidar com a crise teria sido o uso da taxa de juros como instrumento para se controlar não apenas a inflação, mas também os preços dos ativos financeiros. Assim, o Fed deveria seguir uma regra de fixação da taxa de juros que levasse também em conta os preços dos ativos financeiros: quando os preços desses ativos começassem a subir muito com respeito a algum padrão de referência (qual?), a autoridade monetária seria levada a aumentar os juros com o objetivo de desinflar a bolha.

Mas seria, de fato, esta uma boa alternativa para se lidar com o problema das bolhas especulativas? Vejamos. A teoria econômica mostra que uma condição necessária para a inexistência de bolhas é que a taxa de crescimento dos preços dos ativos financeiros deve ser menor do que a taxa relevante de juros. Dessa forma, para evitar a ocorrência de bolhas, a política monetária deveria ser “calibrada” de forma a fazer com que a taxa de juros relevante seja suficientemente alta. Uma proposta concreta nesse sentido seria a introdução da taxa de crescimento dos preços dos ativos financeiros (ou, mais precisamente, do desvio dessa taxa com respeito a algum padrão de referência) como um dos argumentos da assim chamada “regra de Taylor”.

De acordo com os estudos feitos pelo economista americano Robert Shiller sobre as bolhas nos mercados de ações e imobiliário americano na década de 1990 e no início do século XXI, a taxa média anual de crescimento dos preços desses ativos foi superior a 20% ao ano. Sendo assim, uma política monetária que tivesse por objetivo desinflar as bolhas especulativas nesses mercados teria que produzir uma taxa nominal de juros de cerca de 20% ao ano nos Estados Unidos, ou cerca de 16% ao ano em termos reais, se considerarmos uma taxa média de inflação de 4% ao ano na economia americana durante esse período.

Se o Fed tivesse adotado taxas de juros dessa magnitude para impedir a propagação das bolhas especulativas, os efeitos macroeconômicos seriam possivelmente catastróficos: o dólar apresentaria uma superapreciação frente a todas as moedas do mundo, destruindo todo o resquício de competitividade da “velha” indústria americana; com câmbio apreciado e juros estratosféricos, as exportações entrariam em colapso, a taxa de investimento declinaria, o crédito contrairia fortemente e a economia americana

completaria o seu processo de desindustrialização. A forte contração das exportações e dos gastos de consumo e investimento faria com que a demanda agregada despencasse, jogando a economia americana numa depressão sem igual desde a crise de 1929!

Está claro que nenhum formulador de política monetária minimamente responsável iria praticar taxas de juros dessa magnitude. No entanto, o cenário que desenhamos acima serve para alertar a grave deficiência dessa proposta de arranjo para a política monetária. Isso porque a introdução da taxa de crescimento dos preços dos ativos financeiros na “regra de Taylor” irá provavelmente resultar numa taxa de juros que seria baixa demais para impedir o surgimento de uma bolha especulativa, mas alta demais para garantir um crescimento robusto a longo-prazo do emprego e da renda. Dessa forma, podemos ter o pior dos mundos: bolhas especulativas num contexto de estagnação econômica. Seria a vitória absoluta do rentismo! Em realidade, para lidar com o problema das bolhas, ao mesmo tempo em que se assegura a estabilidade dos preços dos bens e serviços, é preciso ter mais de um instrumento de política monetária, conforme nos ensina o teorema da política econômica de Tinbergen. Confiar a obtenção da estabilidade econômica ao uso eficiente da taxa básica de juros é pedir demasiado de um único instrumento.

Os economistas “ortodoxos” que defendem que a crise financeira foi causada pela política expansionista de Greenspan não enxergam um fator essencial na explicação da crise financeira atual: a excessiva desregulamentação dos mercados e instrumentos financeiros que permitiu o desenvolvimento de toda sorte de instrumentos securitizados “exóticos” que estiveram por detrás do colapso financeiro mundial. Essa desregulamentação financeira, aliada a uma confiança exagerada na capacidade de autorregulação dos mercados e a tendência imanente à natureza humana de sub-estimar os riscos em momentos nos quais tudo parece correr conforme o esperado, permitiu uma expansão do crédito a patamares sem precedentes a nível mundial. Foi a expansão do crédito, e não a emissão monetária por parte do Fed, que viabilizou o crescimento não fundamentado nos preços dos ativos reais e financeiros, criando assim uma “megabolha especulativa”.

A visão de que a crise atual é resultado da desregulamentação financeira não é restrita a economistas heterodoxos que (sic) supostamente não disporiam do conhecimento técnico necessário para entender o funcionamento dos mercados financeiros. Essa mesma explicação para a crise financeira mundial é compartilhada por George Soros em seu último livro (“O Novo Paradigma para os Mercados Financeiros”), publicado em 2008. Nas suas palavras: “Todas essas crises são parte do que chamo de uma superbolha - um processo reflexivo de longo prazo que se desenvolve há mais ou menos 25 anos. Ela consiste de uma tendência dominante, a expansão do crédito, e de uma concepção equivocada dominante, o fundamentalismo de mercado (também conhecido como *laisser-faire* no século XIX), que defende que os mercados devem ser livres”. Ou seja, a complacência com o *laisser-faire* financeiro, acima de tudo, resultou em um grande cassino financeiro globalizado!

José Luis Oreiro, professor do Departamento de Economia da Universidade de Brasília (UnB) e membro da Associação Keynesiana Brasileira (AKB). Email: jlcoreiro@terra.com.br.

Luiz Fernando de Paula, professor da Faculdade de Economia da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ) e vice-presidente da AKB. Email: luizfpaula@terra.com.br.

Comentário de Adolfo Sachsida

Data: Sexta-feira, 6 de Fevereiro de 2009, 14:05 Caro Oreiro,

- >
- > Creio que eu possa me enquadrar entre os que você qualifica como
- > ortodoxos. Tenho dois comentários sobre seu texto:
- >
- > 1) A afirmação: "Em tal perspectiva, a política econômica adequada
- > para se lidar com a crise teria sido o uso da taxa de juros como
- > instrumento para se controlar não apenas a inflação, mas também os
- > preços dos ativos financeiros". Quando dizemos que a taxa de juros
- > estava artificialmente baixa, isso implica apenas que estava mais barato
- > consumir do que seria de outra maneira. Dessa maneira, muitas empresas
- > e famílias se endividaram numa taxa acima do que vigoraria se o FED
- > não estivesse atuando no mercado para manter os juros artificialmente
- > baixos. Isso implica que muitas das pessoas que compraram casas se
- > tornariam insolventes na presença de pequenos choques na economia. A
- > afirmação de que a taxa de juros estava baixa de maneira alguma
- > implica necessariamente no que você afirmou em seu artigo.
- >
- > 2) Dizer que os economistas ortodoxos não enxergam o problema da
- > desregulamentação é a mesma coisa que afirmar que heterodoxos não
- > sabem somar. Ou seja, é maldade pura e simples. Acontece apenas que
- > do ponto de vista ortodoxo o problema não é a desregulamentação, mas
- > sim a garantia estatal em ajudar empresas falidas.
- >
- > Agora citar George Soros como evidência é o fim da picada.... Soros,
- > como todo bom especulador quer garantir o seu (não há nada de errado
- > com isso, mas também não dá pra levá-lo a sério como um grande
- > teórico).
- >
- > Grande abraço, Adolfo,

Resposta de José Luiz Oreiro

6.2.09

Faço os seguintes comentários sobre os seus comentários:

i) O endividamento das famílias americanas é um fenômeno relativamente recente e tem muito pouco a haver com a política monetária do FED. O problema é que os instrumentos financeiros exóticos criados nos últimos anos não só permitem um grau de alavancagem das empresas sem precedentes na história do capitalismo americano como ainda permitiram que as famílias se endividassem usando como "garantia" dos seus empréstimos precisamente os ativos (ações e casas) cujos preços subiam com o aumento da disposição dos bancos em emprestar para essas mesmas famílias. Trata-se de um mecanismo de auto-alimentação positivo (o verdadeiro responsável pelo surgimento da bolha), cuja existência é, em larga medida, independente da política monetária do FED.

ii) Não concordo com a sua afirmação de que o FED estava mantendo "taxas de juros artificialmente baixas". Qual o padrão de referência correto para a taxa de juros? Se olharmos para o comportamento da inflação americana pelo core inflation, que desconsidera os preços da alimentação e vestuário, a inflação estava dentro da área de conforto do FED. Ou seja, não haviam pressões inflacionárias pelo lado da demanda que justificassem o aumento dos juros. Imagino que voce se refira a "taxa natural de juros". O problema é que são duas coisas diferentes. A taxa natural de juros é uma medida do retorno ou da produtividade do capital no longo-prazo, a FED Funds Rate é a taxa nominal de juros de curto-prazo. Anyway, se ao fazermos todas as mediações teóricas e empíricas necessárias para compatibilizarmos a FED funds Rate com a taxa natural descobriremos que a FED Funds está abaixo da taxa natural (é isso o que significa estar "artificialmente baixa") então o investimento agregado deveria ser superior a poupança, surgindo então pressões inflacionárias pelo lado da demanda. O problema é que não existem evidências empíricas da existência de pressões inflacionárias pelo lado da demanda nos EUA no período 2001-2007.

iii) O problema do moral hazard é muito antigo, Keynes cita o mesmo nos seus escritos dos anos 1930. Apesar de toda a garantia implícita e explícita dada pelo governo norte-americano ao seu setor bancário após a crise de 1929, a primeira crise financeira séria ocorrida nos EUA se deu em 1987, quase 60 anos depois. Coincidência ou não essa crise ocorreu alguns anos depois do início da desregulamentação do sistema financeiro americano pela administração Reagan.

iv) Quanto ao Soros, devo lembrar que (a) ele fez sua fortuna jogando sempre contras as convenções do mercado, portanto, não deve um tostão e nenhum favor ao pessoal que está falido hoje (pelo contrário, ganhou dinheiro às custas deles; (b) não consta que as empresas do Soros tenham tido qualquer tipo de problema sério no mercado sub-prime de forma que necessitem da intervenção do governo para serem socorridas (ou seja, ele não advoga interesse próprio); (c) ele defende as mesmas idéias a 20 anos, de maneira que sua afirmação não é fruto de oportunismo.

Atenciosamente,

Oreiro