

Crise financeira internacional e o retorno das políticas econômicas de Keynes

UNISINOS, 13/05/2018

Luiz Fernando de Paula

Professor do Instituto de Economia da
Universidade Federal do Rio de Janeiro
(IE/UFRJ) e ex-Presidente da Associação
Keynesiana Brasileira (AKB)

Apresentação

- Abordagem keynesiana da crise
- Causas da crise financeira internacional de 2007/2008
- Respostas de política econômica à crise
- Recuperação econômica mundial
- Lições da crise

Abordagem de Keynes sobre crise financeira

- Mercados não tendem a se auto-regular: incerteza, comportamento especulativo de curto prazo, etc.
- Expectativas dos agentes são fortemente pro-cíclicas e dependem de “convenções”

=> supor que o presente estado de coisas continuará indefinidamente: seguir comportamento da maioria ou da média de opinião

- Cassino financeiro gera “redemoinho especulativo” (Keynes, TG 1936, cap.12)

=> Como os especuladores dominam os mercados financeiros, as práticas de curto prazo determinam a evolução dos preços dos ativos

=> Sistemas financeiros têm papel ambíguo nas economias capitalistas, pois são importantes na atividade de financiamento das firmas mas ao mesmo tempo são propensos a especulação!

- Economias capitalistas na expansão tendem a se fragilizar financeiramente (Minsky, 1982, 1986).

A hipótese de fragilidade financeira

- Própria dinâmica do processo de crescimento econômico leva as firmas a se tornarem crescentemente endividadas para expandir o investimento. Existe uma tendência inerente das estruturas financeiras capitalistas em se moverem de *estado de robustez* para um *estado de fragilidade* ao longo do tempo. Isto ocorre em função das *mudanças nas expectativas dos agentes* que ocorre ao longo do ciclo econômico, e a forma como esta mudança é transmitida através do sistema financeiro.
- As flutuações cíclicas da economia resultam da maneira como as firmas financiam suas posições de carteira, com a fragilidade se elevando em períodos de crescimento devido ao aumento do número de agentes com posturas especulativas.

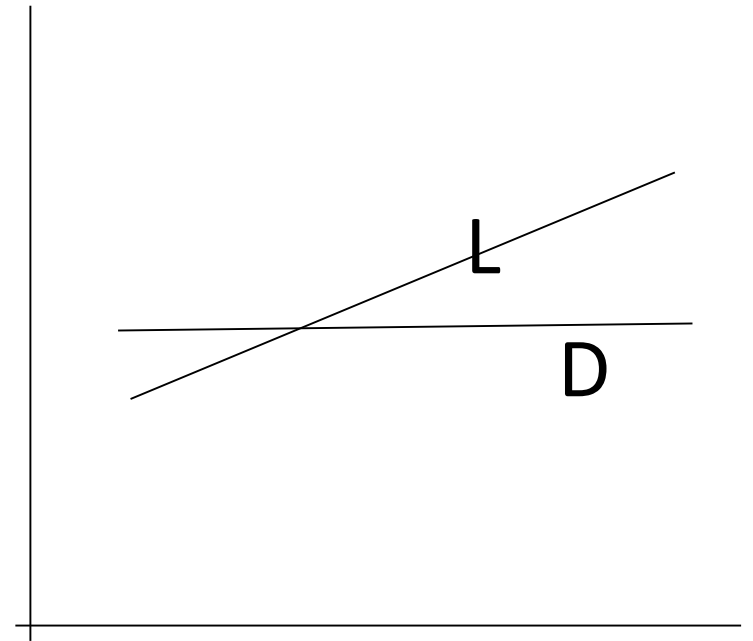
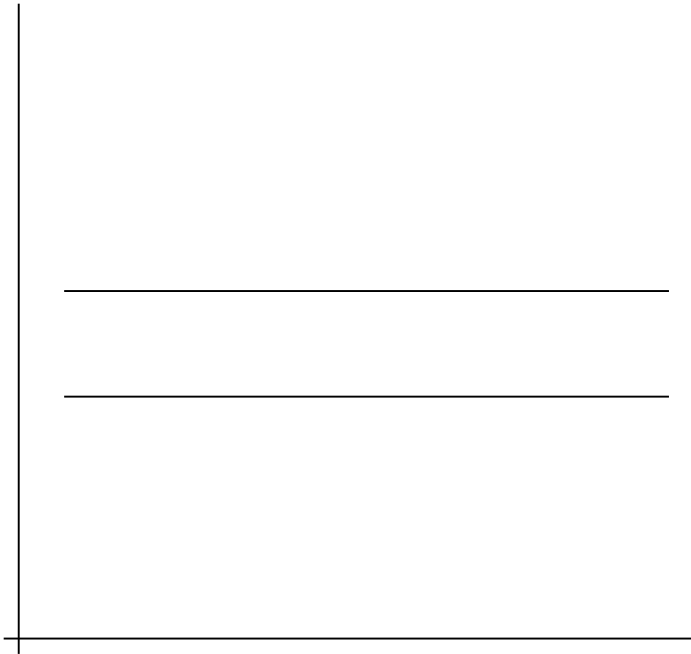
Hedge

Especulativa

L,D

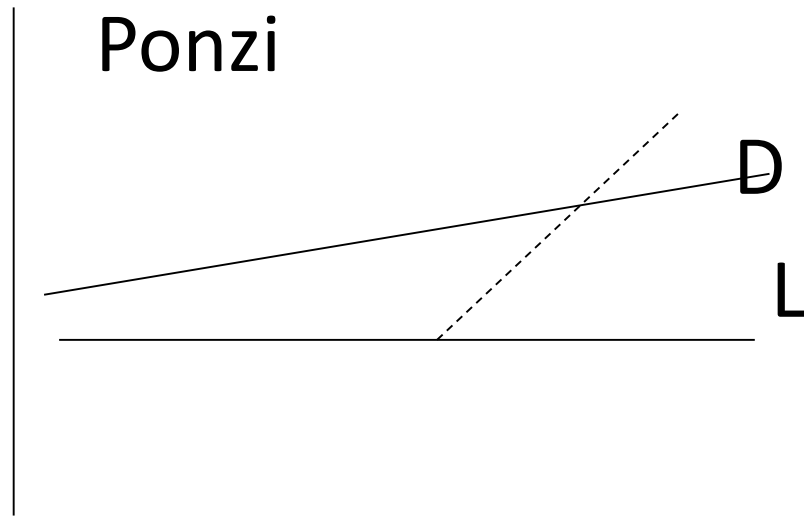
L

D



L,D

Ponzi



Papel do governo...

- "*Big bank*" é um banco central que intervém como *emprestador de última instância*, fornecendo liquidez para que os bancos possam conceder crédito às empresas, *evitando assim que elas deixem de pagar seus empréstimos e fechem*. Para tanto, BC deve fornecer a liquidez necessária para atender a fluxos de caixa financeiramente frágeis e os participantes do mercado devem perceber que esse "*big bank*" está disposto a desempenhar esse papel.
- "*Big government*": *gasto governamental anticíclico* de um setor público com participação significativa na demanda agregada pode conter a *tendência à deflação de dívidas* que surge na crise. Se, em face de uma crise, a oferta de liquidez por parte do setor bancário e do BC visa a estabilizar os fluxos de caixa, alguém precisa gastar essa liquidez – i.e., trocá-la por bens; se as empresas têm pouca capacidade para gastar e as pessoas estão assustadas demais para fazê-lo, o governo pode aumentar seus gastos. Isto impede o pânico e *cria um piso para os preços dos ativos* que teriam previamente caído (Grande Depressão) bem abaixo de seus níveis atuais.

Crise financeira internacional

Qual a causa da crise?

- Economistas liberais atribuem a política monetária frouxa do FED, que seria responsável pela bolha de ativos.
- Mercados financeiros regulamentados tendem a ser pouco inovadores e ineficientes.
- Fé na eficiência e capacidade de auto-regulação do mercado.
- Visão keynesiana:
 - a) Crise financeira é resultado fundamentalmente da falta de regulamentação dos mercados financeiros e da fragilização financeira de economias em expansão.
 - b) Regulamentação é necessária devido ao problema de assimetria de informações e instabilidade que é intrínseca ao funcionamento desses mercados.

Liberalização financeira....

- Desregulamentação financeira (ideologia neoliberal):
 - a) Erosão da segmentação nos mercados financeiros domésticos (como setor bancário comercial e atividades de comercialização de títulos).
 - b) Liberalização dos fluxos de capitais: desregulamentação da conta de capital do balanço de pagamentos.
- Globalização financeira aumentou o grau de interconexão entre as instituições financeiras e mercados financeiros de diferentes países.
- Contexto anos 1990/2000: “Grande Moderação”, período de estabilidade no mundo com tx juros baixas.
- Acirramento da concorrência bancária e queda nas margens de intermediação financeira: conglomeração financeira e aumento da escala de operação. Pressão competitiva para aumentar lucros, assumindo maiores riscos!

Transformações no Sistema Financeiro

- Nova forma de operação bancária: “*originate and distribute*” em que bancos buscam maximizar tarifas e comissões, gerenciando seus ativos para fora do balanço.
- *Securitização*: títulos lastreados em rendas a receber emitidos nos mercados de capitais para financiar empréstimos. Bancos não precisam manter capital para apoiar o empréstimo. Securitização em tese serviria para diluir riscos, mas na prática serve para esconder riscos!
- Investidores dependem quase exclusivamente das avaliações das *agências de avaliação de risco*.
- *Mecanismos de auto-regulação* do setor são falhos devido ao caráter pró-cíclico da tomada de risco e natureza opaca da regulamentação financeira, face a existência de novos instrumentos financeiros não-regulamentados. Omissão dos reguladores?

Subprime e securitização da hipoteca

- Instituições financeiras (bancos, bancos de poupança, corretoras etc.) originam uma “hipoteca”, ie., conseguem tomadores de empréstimos para compra de uma casa.
- Originador do contrato, dada a longa duração e risco do ativo, vende o contrato para um banco de investimento, que vai empacotá-lo junto com outros contratos semelhantes (“padronizados”), dando origem a “Obrigações de dívida colateralizada” (*Collateralized Debt Obligation*, CDO), ie., obrigação de dívida lastreada em contratos hipotecários.
- Esses ativos recebem classificação de grau de investimento (acima de BBB+) de uma agência de rating.
- CDOs são vendidos a investidores institucionais (fundos de pensão, fundos de hedge) e bancos de qq lugar do mundo.

Subprime e securitização da hipoteca

- Fannie Mae, Freddie Mac: instituições semi-públicas com função de dar apoio da mercados secundários de hipotecas, através de compras e vendas dessas dívidas dando liquidez aos mercados. Estabelecem padrões para garantir que empréstimos hipotecários sejam concedidos a tomadores com renda suficiente para pagar financiamento..
- Mercado subprime: hipotecas fora do padrão estabelecido por essas instituições, tendo como tomadores famílias de baixa renda, sem segurança econômica, sem maior experiência de crédito.
- Empréstimos hipotecários com taxas de juros ajustáveis (*teaser rates*) para indivíduos que não tinham renda suficiente e regular, sendo inicialmente mais baixas que tx mercado.
- Houve também um processo de “ressecuritização”, com empacotamento adicional, criando papéis lastreados em papéis lastreados em hipotecas.

A crise de 2007

- Crença de que preços das imóveis continuariam a subir para sempre (em caso de inadimplência, casa pode ser vendida com lucro). Expansão dos financiamentos, permitida pelo aumento da alavancagem, sustentou crescimento da demanda por imóveis, elevando seus preços e estimulando nova expansão dos empréstimos.
- Contudo, a medida que os juros dos empréstimos imobiliários aumentam, eleva-se a inadimplência, comprometendo o retorno sobre os ativos hipotecários securitizados.
- Bancos são obrigados a informar acerca da perda desses títulos (marcados pelo valor de mercado) e agências de risco rebaixam os mesmos.
- Com queda no valor dos colaterais (imovéis), financiamentos de curto prazo que sustentam compra de títulos secam, e investidores são forçados a vender títulos securitizados em mercado em baixa.
- Queda no valor dos ativos securitizados gera uma deflação de dívida -> CRISE FINANCEIRA SISTÊMICA!
- Crise de crédito => crise de liquidez => crise de confiança

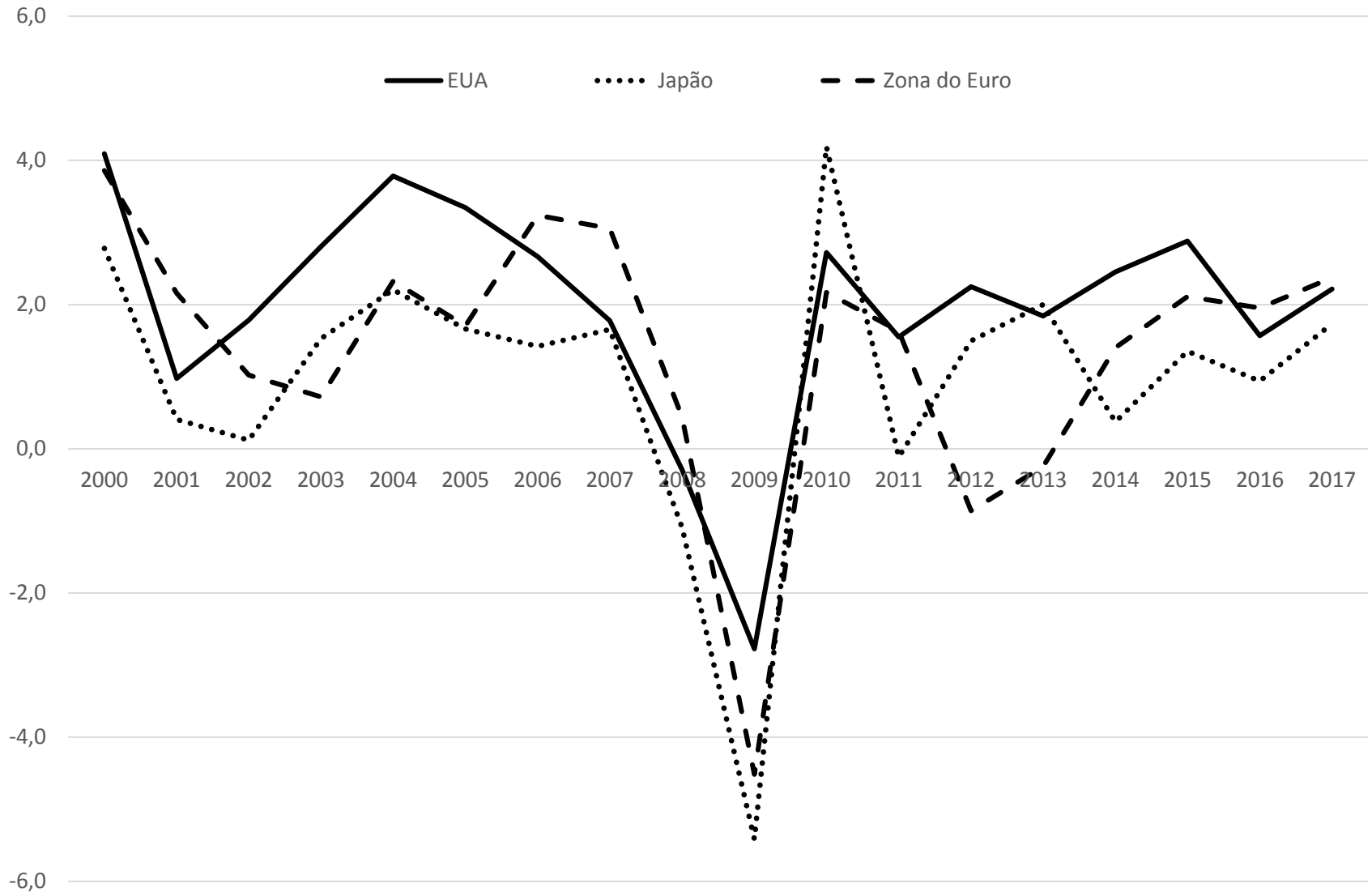
A crise financeira internacional de 2008-09

- Lehman Brothers não era um banco “grande demais para falir” mas sim “altamente conectado” com outras instituições financeiras. O contágio de sua falência tem a ver uma “crise de confiança”: surpresa sobre discurso oficial da necessidade de limitar o “risco moral” envolvido nas operações de resgate.
- Houve um aumento dramático da *aversão ao risco* de investidores no mundo inteiro; venda de ativos financeiros em outras praças financeiras levou a uma queda vertiginosa de seus preços, em função da “fuga de qualidade” para os títulos do Tesouro americano.
- *Crise do Euro*: países da periferia exibiam fragilidades macro (déficits públicos elevados na Grécia, desequilíbrios em c/c em Portugal, “crise bancária” na Irlanda, bolha imobiliária doméstica na Espanha) que foram magnificadas pelo contexto de crise financeira. Política de ajuste transformou dificuldades financeiras numa crise econômica.

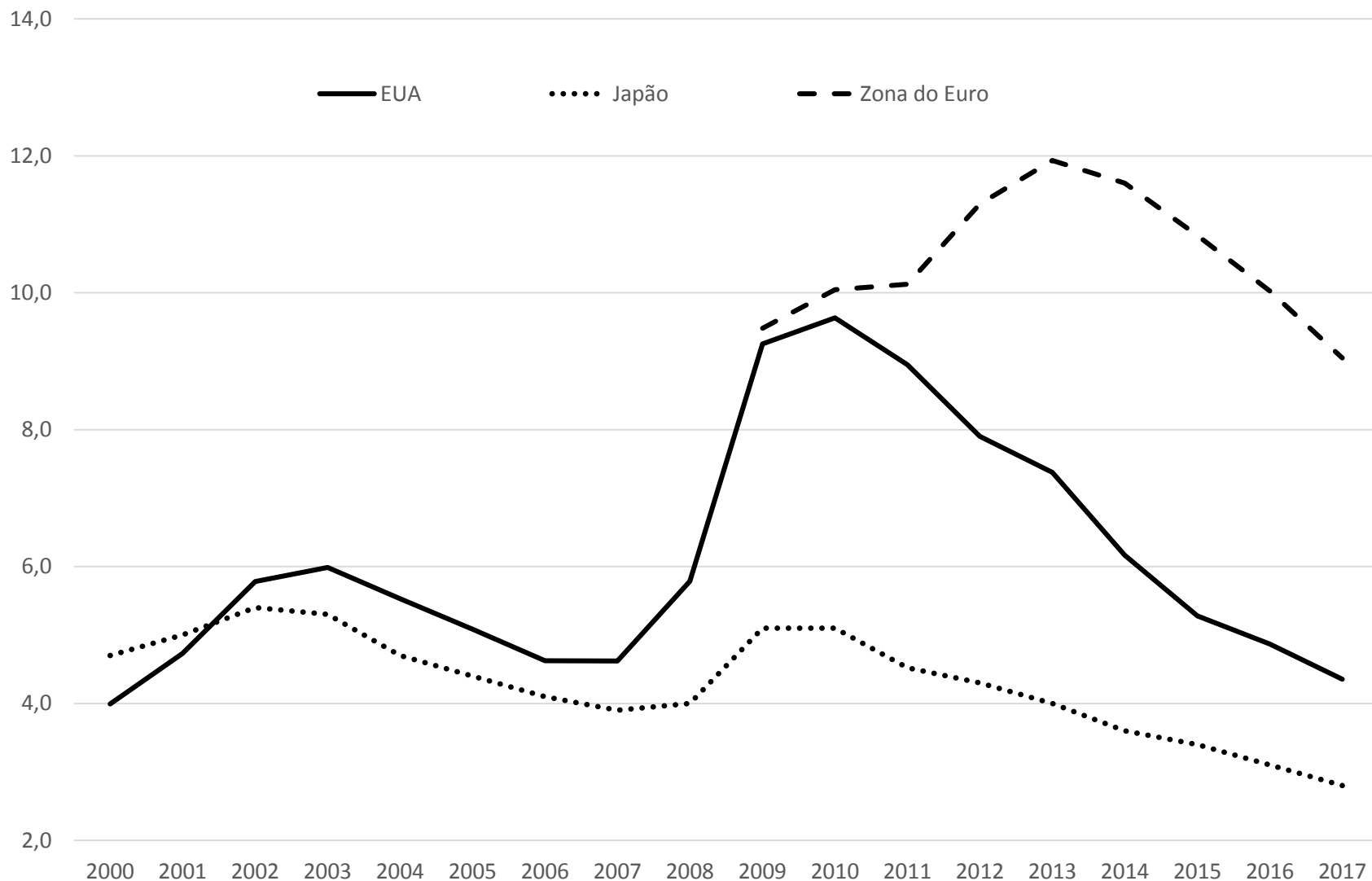
Porque ela aconteceu de novo?

- Peculiaridades da crise atual:
 - a) *Crise da globalização financeira* (mercados financeiros globalizados e desregulamentados): sistemas financeiros operando sem regulação não são capazes de evitar amplas crises financeiras.
 - b) *Buracos negros no aparato de supervisão financeira*, pois instituições financeiras eram reguladas por entidades diferentes e regras distintas.
 - c) Epicentro da crise nos países centrais (EUA, Europa). Desaceleração econômica maior nos países desenvolvidos (1,5% em 2008) do que nos países em desenvolvimento (6,9%).
 - d) *Contágio* muito rápido, com efeito direto (canal financeiro) e indireto (via comércio internacional).
 - e) Depressão foi evitada, mas economias avançadas vivenciaram uma “Grande Recessão”.
 - f) Uma vez que mercados financeiros sofram turbulências mais graves é crucial impedir uma desvalorização generalizada de ativos, atenuando deflação de dívidas.

Taxa de crescimento do PIB (%a.a.)



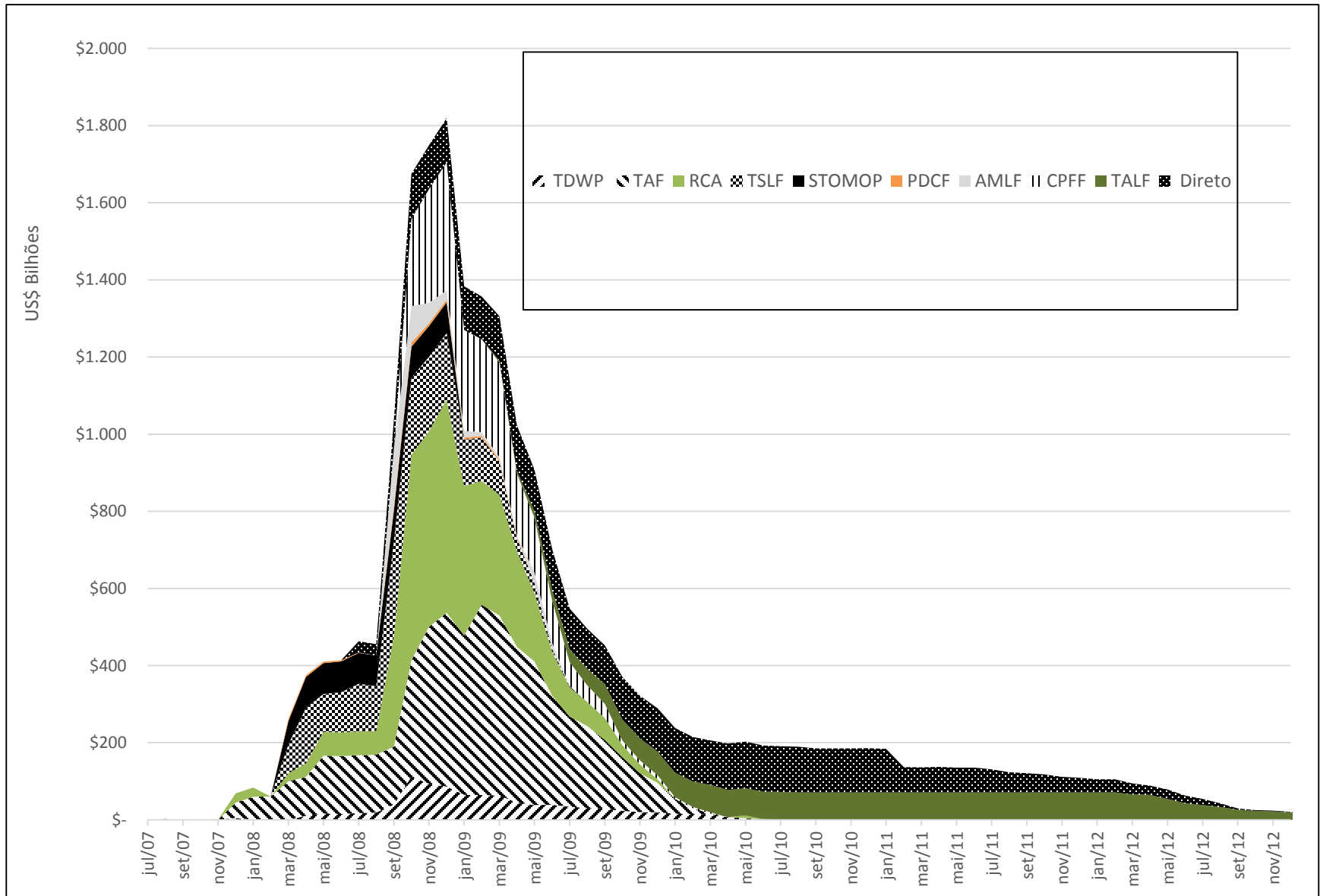
Taxa de desemprego (%)



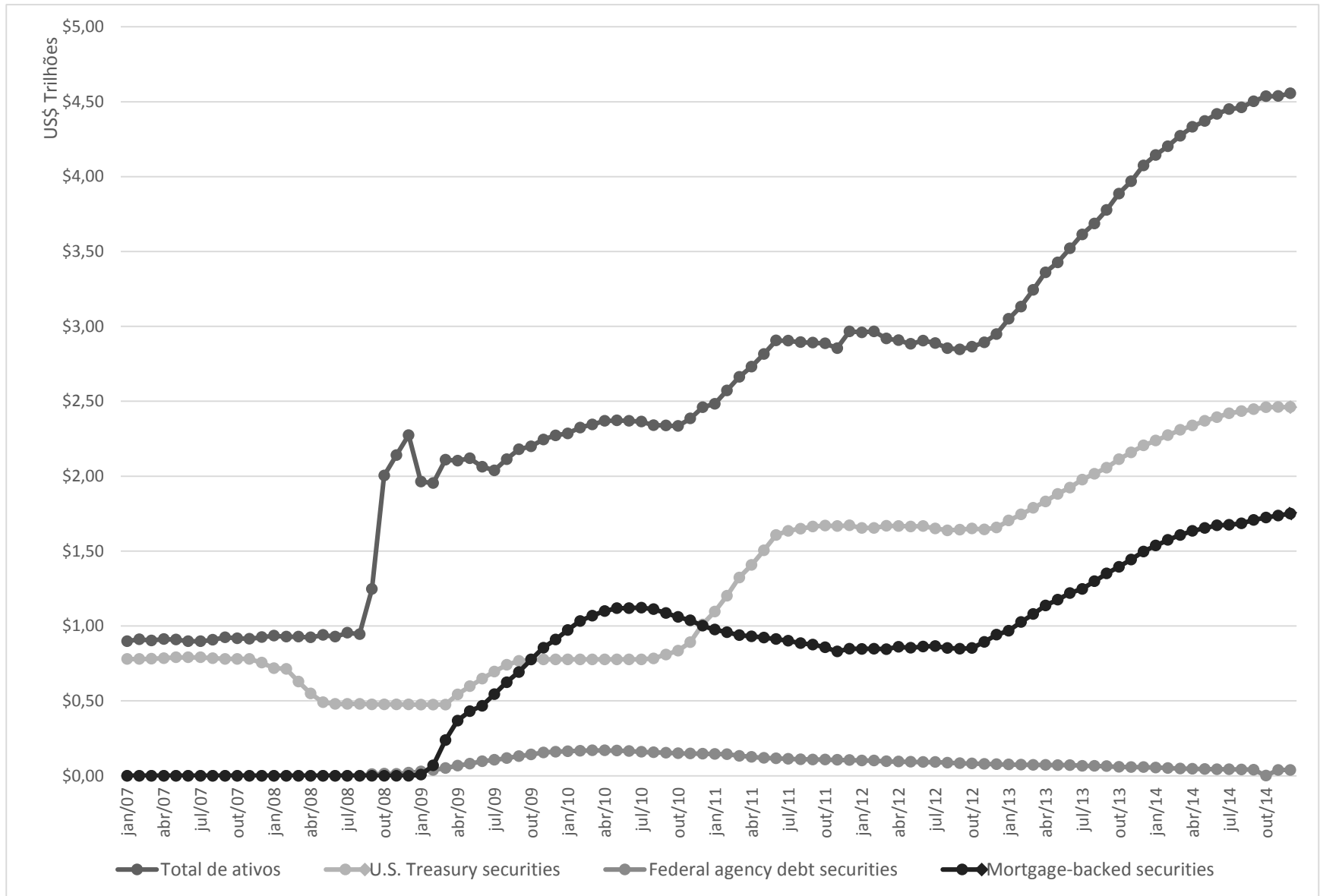
EUA

- FED atua rapidamente como emprestador de última instância: evita problema de liquidez/insolvência dos bancos e uma deflação maior no preço dos ativos (Big Bank).
 - Política fiscal contra-cíclica, em particular em 2009/2011 (Big Government).
 - Política de “quantitative easing” (afrouxamento quantitativo ou flexibilização quantitativa) a partir de 2009, sendo usada quando a política monetária convencional se torna ineficaz
- => compra de ativos financeiros dos bancos comerciais e outras instituições financeiras, buscando aumentar os preços desses ativos e reduzir taxa de juros na ponta longa da curva de rendimentos.

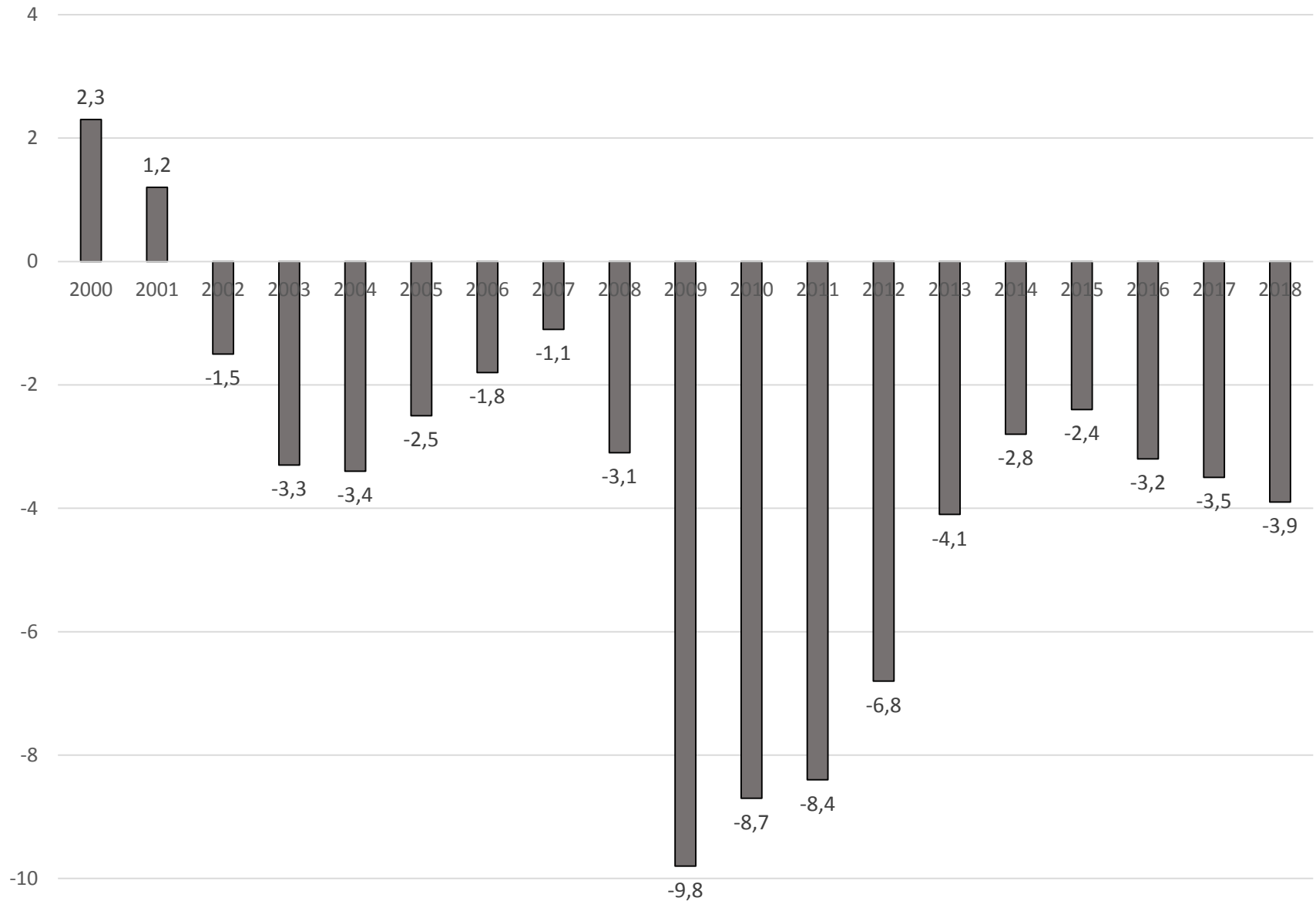
FED: Montante total das políticas de crédito



FED: Large-Scale Asset Purchase Programs (LSAP)



EUA: Resultado fiscal/PIB



Multiplicadores dos gastos públicos

Autor	Multiplicador fiscal		País
	Aceleração	Recessão	
Auerbach e Gorodnichenko (2012a)	1,1	3,7	EUA
Auerbach e Gorodnichenko (2012b)	0,5	2,3	OCDE
Auerbach e Gorodnichenko (2014)	1,0	4,0	Japão
Hernandez de Cos e Moral-Benito (2013)	0,6	1,3	Espanha
Owayang et al (2013)	0,4	1,6	Canadá
Canzoneri et al (2012)	0,9	2,3	EUA

Dificuldades da Zona do Euro

- a) Banco Central não atuava como emprestador de última instância.
- b) Demorou a adotar uma política de afrouxamento monetário.
- c) Zona euro: área monetária com estrutura econômica muito heterogênea. Países da periferia tiveram dificuldades com o contágio da crise.
- d) Política fiscal fica a cargo dos governos nacionais.

O debate nos EUA sobre políticas convencionais pós-crise

- Dominância do “Novo Consenso Macroeconômico” em termos de prescrição de política econômica, com incorporação de avanços teóricos do “*mainstream*”.
- Combinação de preceitos teóricos ortodoxos (expectativas racionais, não-neutralidade da moeda no LP, rigidez de preços e salários microfundamentada, etc.) com certa flexibilidade para acomodação de volatilidade do produto.
- Crise de 2007-2008 e Grande Recessão: revisão deste programa de pesquisa, inclusive por alguns economistas do “*mainstream*”.
- Políticas anticíclicas: “*quantitative easing*”, política fiscal, Basileia III, etc.

Lições da crise

- Não se trata de uma crise “classicamente” minskyana”, ainda que tenha elementos da análise de Minsky.
- Novidade foi a proliferação de instrumentos de securitização na economia e forma de disseminação de riscos na economia.
- No novo SF “*originate and distribute*”: pulverização/opacidade do risco.
- Desregulamentação financeira foi o elemento subjacente a crise, que veio acontecer no país com o SF mais desenvolvido do mundo!
- Necessidade de rever drasticamente aparato de regulamentação bancária: Basileia III
- Keynesianismo de ocasião ou revisão das políticas do NCM?
- Necessidade de repensar a implementação de políticas econômicas convencionais: retorno ao keynesianismo?

Sítio de pesquisa

- <http://www.luizfernandodepaula.com.br>

Obrigado!