



Ciclo de Preços dos Ativos

Flutuações dos Preços dos Ativos
Preço de Demanda e Preço de Oferta
Fragilidade e Crise Financeira

<http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/>

Teoria do ciclo

- ⌘ "A causa única da depressão é a prosperidade", disse Clément Juglar, em 1862.
- ⌘ Juglar desenvolveu a **morfologia do ciclo** em termos de **fases**: *ascensão, explosão, liquidação*.
- ⌘ As **depressões** nada mais são do que adaptações do sistema às *situações criadas pelas prosperidades precedentes*.
- ⌘ Logo, o **problema básico da análise dos ciclos** se reduz à questão de saber *aquilo que causa as prosperidades* e não tanto os *fatores que, usualmente, provocam o descenso*:
 1. *perda de encaixe* pelos bancos ou
 2. *ausência de novas encomendas* de equipamentos.

Versão da teoria dos ciclos que enfatiza os aspectos monetários

- ⌘ As **teorias monetárias do ciclo** focalizam, em geral, *a instabilidade inerente à economia de crédito*.
- ⌘ Partem da **hipótese** de que os **bancos** dão início à *atividade anormal*, facilitando as *condições para empréstimos*, ou seja, tornando a *oferta de moeda endógena*.
- ⌘ As **reações às quedas das taxa de juros** vão no sentido do *aumento dos estoques dos atacadistas e das encomendas* de novas instalações e equipamentos.
- ⌘ A **expansão** conduz a posterior **expansão**, e daí *a maiores rendas e a maior demanda por moeda creditícia*, motivada pela elevação do valor das transações.

Reversão



- ⌘ A **incapacidade dos bancos** de prosseguirem *expandindo os empréstimos indefinidamente*, devido ao aumento do seu *grau de exposição a risco*, conduz, então, à **elevação das taxas de juros** que inverte o processo.
- ⌘ Esta é a razão pela qual a *taxa de juros básica*, fixada pelo **banco central**, desempenha **tão grande papel nessa análise do ciclo**.
- ⌘ **Schumpeter**: “*As similaridades [entre as teorias monetárias do ciclo] são suficientemente grandes para autorizar-nos a falar de uma teoria monetária única*”.

Reversão



- ⌘ A **reversão** pode ser tanto devido a *choque exógeno* – elevação da taxa de juros pelo banco central – quanto pela *mudança no estado de confiança* dos participantes do mercado.
- ⌘ O *processo de expansão* entra em **reversão**, definindo a *euforia* e provocando o *pânico*.
- ⌘ São **causas da reversão**:
 1. *moderação das expectativas* quanto às variações dos preços dos ativos;
 2. redução da *tolerância a riscos* na escolha dos investimentos;
 3. intervenção da *autoridade monetária*.

Finanças como fonte da flutuação cíclica

- ⌘ **Keynes:** “os agentes econômicos darão menor importância à liquidez em períodos de crescimento econômico e valorização de ativos, mas correrão para a liquidez quando os preços desses ativos declinarem”.
- ⌘ **Hyman Minsky:** assim como as *expectativas* variam com o estado do ciclo de negócios, as *relações contábeis* – os balanços – também modificam-se, **durante o ciclo.**

Ciclo em Minsky

- ⌘ Inicialmente, os *balanços* são robustos, porque os *ativos* são “precificados” de maneira conservadora e os *compromissos de dívida* são modestos.
- ⌘ Ao longo da **fase de expansão**, os *preços dos ativos* aumentam em paralelo ao crescimento do *peso da dívida* até que, em determinado ponto, os *compromissos de dívida* excedem o *retorno dos ativos* e a **queda** é induzida.
- ⌘ A *economia torna-se mais frágil, financeiramente*, à medida que a **expansão** prossegue.
- ⌘ O **período de instabilidade financeira**, finalmente, é atingido: cai o *valor dos ativos* e o *ciclo de deflação de dívidas* pode ser desencadeado.

Estágios de um ciclo

- ⌘ A tabela seguinte, elaborada por Gary Dymski, descreve os **estágios de ciclo** segundo Minsky.
- ⌘ A última linha, sob o cabeçalho "**Fatores financeiros**", mostra a relação entre a *cotação*, no mercado de ações, e o *preço de produção* dos ativos de capital.
- ⌘ **Minsky** denominou esses *dois preços médios*, respectivamente, de **P^K** (*preço de demanda*) e **P^I** (*preço de oferta*), no chamado **Modelo de "Dois-Preços"**.

Ciclo de Minsky

Estágios do ciclo de Minsky				
1: Crescimento financeira- mente robusto	2: Crescimento financeira- mente frágil	3a: Desacelera- ção financeira- mente frágil	3b: Crescimento Ponzi	4: Depressão e <i>crash</i> financeiro
<i>variáveis econômicas reais</i>				
Taxa de rescimento econômico	Crescimento rápido do produto	Crescimento lento do produto		Contração do produto
utilização da capacidade	Muita capacidade não utilizada	Pouca capacidade não utilizada	Pleno emprego da capacidade, pontos de estrangulamento	Muita capacidade ociosa
Renda dos ativos fixos	Baixa renda de aluguéis e preços da terra baixos	Renda crescendo, valorização dos imóveis	Rendas elevadas, grande valorização dos imóveis	Colapso dos retornos e do valor dos imóveis

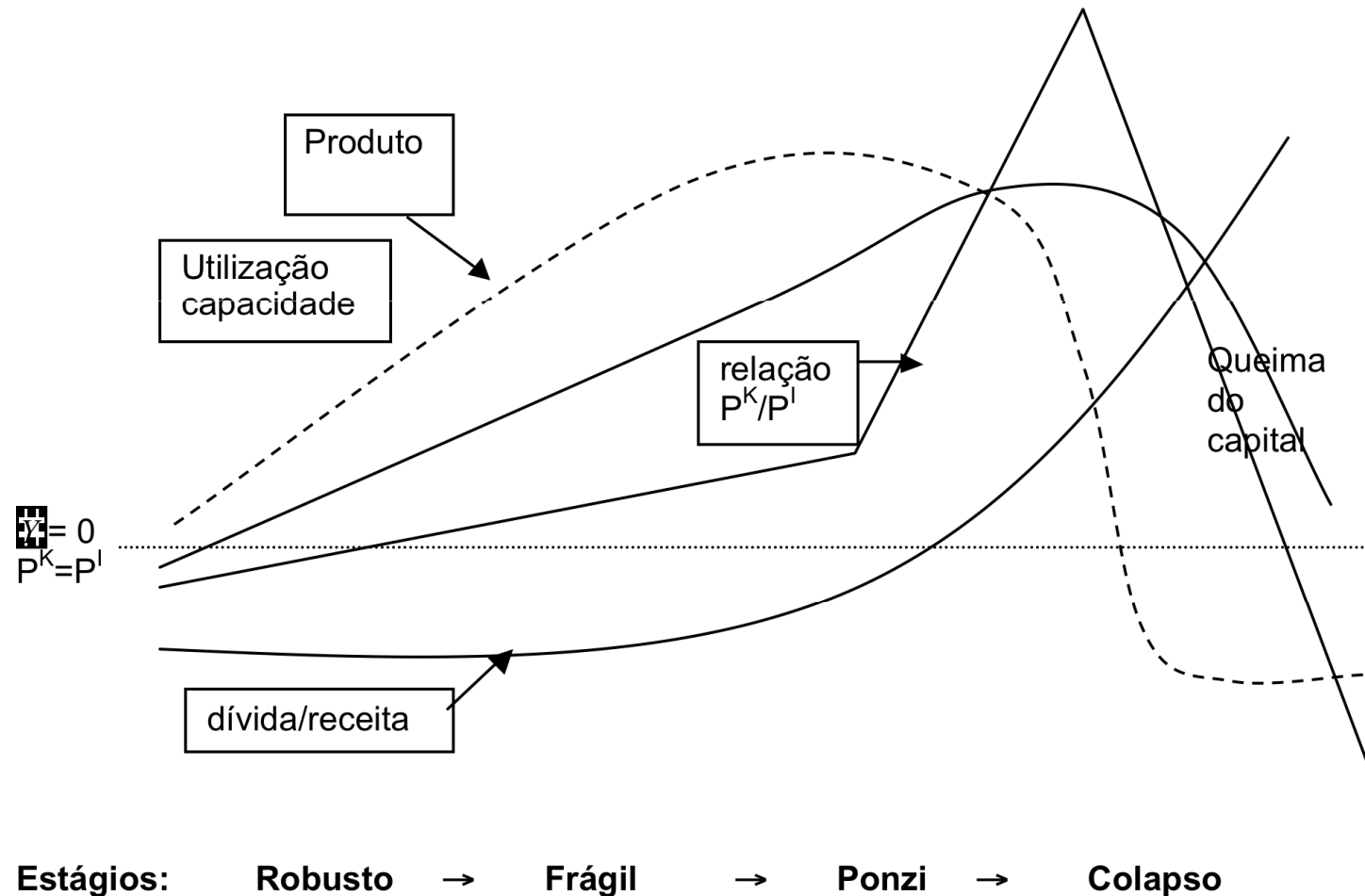
Estágios do ciclo de Minsky

	1: Crescimento financeira- mente robusto	2: Crescimento financeira- mente frágil	3a: Desacelera- ção financeira- mente frágil	3b: Crescimento Ponzi	4: Depressão e <i>crash</i> financeiro
<i>Fontes financeiros</i>					
Fontes de financiamento do investimento	Lucros retidos, governo	Emissão de ações e títulos de dívida	Emissão de títulos de dívida	Emissão de dívida e ações	Não disponível
Nível de riqueza (valor contábil do patrimônio líquido)	Razão ativo/passivo em nível baixo ($\Delta A, P$ fixo)	Razão ativo/passivo crescente ($\Delta A > \Delta P$)	Razão ativo/passivo elevada e estável ($\Delta A = \Delta P$)	Razão ativo/passivo elevada e crescente ($\Delta A > \Delta P$)	Colapso da razão ativo/passivo ($\nabla A, P$ fixo)
Nível da razão dívida/receita	Razão dívida/receita em nível baixo	Razão dívida/receita em nível moderado	Razão dívida/receita em nível elevado e estável	Razão dívida/receita em nível elevado e crescente	Explosão da dívida
Preço de mercado das ações vs. preço de produção do capital (P^K vs. P^I)	$P^K = P^I$ (nível baixo)	$\Delta P^K = \Delta P^I$ (nível moderado)	$\Delta P^K = \Delta P^I$ (nível elevado de ambos os "preços de ativos")	$\Delta P^K > \Delta P^I$ (nível elevado de preço das ações)	$P^K < P^I$ (colapso do preço de ações) ou $P^K = P^I$ ("aterrissagem suave")

Crise *a la* Minsky

- ⌘ A figura seguinte, também elaborada por Dymski, mostra o **quadro estilizado da crise *a la* Minsky** à medida em que se desenrola no tempo (da esquerda para a direita no diagrama).
- ⌘ Esta representação enfatiza o **papel central da *bolha de ativos*** na visão de Minsky das flutuações cíclicas.
- ⌘ A velocidade rápida de crescimento do *produto*, finalmente, esgota a *capacidade industrial* e força as firmas a tomarem *dívida*, para expandirem a produção.
- ⌘ O *endividamento* é recompensado: há **alavancagem financeira**.
- ⌘ Mas a combinação de *expectativas eufóricas* e *pressões competitivas* eleva, simultaneamente, a *razão dívida / receita* e o *preço dos ativos*.
- ⌘ Daí que, quando o **colapso** chega, o faz de maneira dura e rápida,₁₁

Quadro estilizado da crise segundo Minsky



Ciclo de Preços dos Ativos

⌘ nível geral de preços dos *bens e serviços* = f(custos primários + *mark-up*)

⌘ nível de preços dos *ativos reais e financeiros* = f(rendimentos esperados; incerteza)

⌘ preços correntes dos ativos *patrimoniais* = f(*avaliação presente* dos ganhos a serem capitalizados no futuro) => *oscilações* de grande amplitude.

Flutuações dos Preços dos Ativos

- ⌘ **Força determinante** do ciclo econômico-financeiro: *flutuações dos preços dos ativos*.
- ⌘ **Preços dos ativos** => *valores das garantias patrimoniais do crédito, salvaguardas do risco do credor*.
- ⌘ **Inflação de preços dos ativos** => cálculo da *taxa de juros real* suportável pelo devedor => *volatilidade* => *ilusão*.

Preço de Demanda e Preço de Oferta

⌘ **Preço de demanda do ativo de capital:**
taxa de retorno de um ativo [$q - c + l + a$]
avaliado ou cotado no mercado.

⌘ P^k = **preço de mercado**
de *ativos existentes* =
variável *subjativa*.

⌘ **Preço de oferta do ativo de capital:**
custo de reposição ou
preço de indução para produzi-lo.

⌘ P^I = **preço de produção**
de *ativos novos* =
variável *objetiva*.

Preço de Demanda e Preço de Oferta

- ⌘ O preço de demanda P^K deriva-se da relação entre a *demanda* e a *oferta* de ativos de capital (K^d / \bar{K}^s).
- ⌘ Sendo esta K^s *dada*, a curto prazo, aquela K^d é função da rentabilidade, do custo de manutenção e da liquidez *esperadas* (expectativas em relação aos atributos dos ativos):
 $K^d = f (q^{\wedge}, c^{\wedge}, l^{\wedge})$.
- ⌘ O preço de oferta P^I é a soma dos *custos primários* mais uma *marginem de lucro* ($c + ml$).

Crédito e Investimento

- ⌘ Quando $\mathbf{P^K / P^I} > \mathbf{1}$, compensa investir ($\Delta \mathbf{I}$) em *ativos novos*.
- ⌘ Quando a *oferta de moeda* creditícia cresce mais do que o *aumento da produção* ($\Delta \mathbf{M^s_c} / \Delta \mathbf{Y} > \mathbf{1}$), é sinal de que está havendo elevação do *valor patrimonial* ($\Delta \mathbf{a}$) e, conseqüentemente, da *margem de garantia* ($\Delta \mathbf{mg}$), oferecida pelo devedor.
- ⌘ Isso provoca *reflexividade* (ou "círculo vicioso") com novo aumento da *oferta do crédito* ($\Delta \mathbf{M^s_c}$).

Inflação de Ativos

⌘ Com o *aumento da demanda por ativos de capital* (ΔK^d), face a uma *dada oferta* (\bar{K}^s), o resultado é a **inflação de ativos** (ΔP^K).

⌘ O *ganho de capital* torna-se maior do que a *rentabilidade da produção* ($\Delta a / \Delta q > 1$), a **inflação de ativos** torna-se maior do que a **inflação corrente** ($\Delta P^K / \Delta P^I > 1$), devido à *especulação com ativos existentes*.

Fragilidade e Crise Financeira

- ⌘ Quando o *custo do serviço da dívida* torna-se superior à *rentabilidade esperada*, agrava-se a **fragilidade financeira**:
 $\Delta c / \Delta q^{\wedge} > 1$.
- ⌘ A *reversão de expectativas* precipita a **crise financeira**.
- ⌘ Sem refinanciamento das dívidas no futuro (∇M^s_c em $t + 1$), há **deflação de ativos** (∇P^k e ∇a) até que $P^k \leq P^I$.

Causa primária da queda do investimento

⌘ queda do **preço de demanda do ativo de capital**
= f(diminuição do *valor presente do fluxo de caixa esperado* pela sua utilização)

⌘ elevação do **preço de oferta do ativo de capital**
= f(adicional com *valor capitalizado do fluxo de caixa destinado aos compromissos financeiros*) =
f(financiamento externo do investimento)

Deflação de Ativos

⌘ Durante a **deflação de ativos**, ocorre *processo de fusões e aquisições* dos ativos existentes (ΔK^d), isto é, em termos marxistas, *"a queima do capital excedente"*.

⌘ Quando, novamente, houver aumento do *preço de demanda* (ΔP^K) e ele tornar-se superior ao *preço de oferta* ($P^K / P^I > 1$), haverá investimentos (ΔI) em ativos novos, ou seja, haverá **retomada do crescimento econômico**.

Avaliação do Mercado e Avaliação do Empreendedor

- ⌘ Quando há **inflação de ativos e corrente**:
 $\Delta P^K / \Delta P^I > 1$,
nem sempre há ΔI
(investimento)
em *ativos novos*.
- ⌘ Diferentemente do *Modelo de "Dois-Preços"* original de Minsky, há dois *preços de demanda* (P^K): um calculado, subjetivamente, pelo *empreendedor* e outro inflacionado pelo *mercado*.
- ⌘ Com a **inflação de ativos** (ΔP^K), ocorre crescimento dos *preços de mercado dos ativos* maior do que do *fluxo de rendimentos esperados* pelo empreendedor.
- ⌘ Os **ganhos de capital** na *compra e venda de ativos* tornam-se mais atraentes do que os **rendimentos** em *juros ou dividendos*.

Falta de prudência no endividamento

- ⌘ **Fragilidade financeira** = f(*encargos financeiros* crescendo em relação à *renda corrente*)
=> dissimulada, temporariamente =
f(*ganhos de capital* produzidos pela *valorização dos ativos*).
- ⌘ A **capitalização bursátil**, no *boom*, cresce mais rapidamente do que os **lucros correntes** das empresas, resultando em *onda especulativa com ações descolada dos fundamentos*.
- ⌘ O **ciclo do crédito** alavanca **ciclo de preços dos ativos**
=> cenário de *inflação dos preços dos ativos*
=> crise de *deflação de ativos e dívidas*.

Euforia e pânico

- ⌘ **Euforia financeira** => *subestimativa do risco* de parte das dívidas não poder ser honrada.
- ⌘ **Pânico financeiro** = f(propagação internacional da *queda dos preços dos ativos*)
=> revelação da *fragilidade financeira*
+ *crédito deixa de ser garantido pelos ativos patrimoniais*, agora depreciados
=> generalização do *comportamento defensivo* de (1) liquidar patrimônios e (2) cortar dívidas
=> *ajustamentos recessivos*.

Venda de ativos para obtenção de caixa

- ⌘ **Provoca queda nos preços dos ativos**
=> menor margem de garantia em termos reais

- ⌘ **Desencadeia reversão de expectativas para novas decisões de investir =**
f(queda das cotações das ações)
=> aumentam as fusões, aquisições de controle acionário e associações com empresas existentes
= f($P^I > P^K$)

Duração da recessão

- ⌘ **Duração da recessão =**
f(*eliminação da fragilidade financeira*) =
f(*deflação dos preços cotados pelo mercado dos ativos de capital, anteriormente sustentados pela antecipação de rendimento irreal, induzida pela euforia especulativa*).
- ⌘ **Ativos existentes:** após a *depreciação*, há antecipação de *apreciação futura* de seus preços
=> *expectativa dessa rentabilidade*
=> construção de **ativos novos**
=> retomada das *decisões de investimentos*.

Inflação de ativos / Inflação corrente

- ⌘ Os *bancos centrais* deveriam se preocupar com a **inflação nos preços dos ativos** tanto quanto com a **inflação nos produtos do mercado**?
- ⌘ A elevação dos **preços dos ativos** – *inflacionados* pela concentração da demanda em relativamente poucos ativos – poderia *distorcer a alocação de recursos*.
- ⌘ Haveria aumento das **cotações das ações** e/ou dos **preços dos imóveis**, levando ao *sobre-investimento* empresarial ou imobiliário.

Bolhas de ativos

- ⌘ “**Bolhas**” surgem quando os *preços de mercado dos ativos* são *inconsistentes* com o que os *fundamentos macroeconômicos* justificariam, porque *a tendência de crescimento no preço desses ativos excede a tendência de crescimento na renda nacional*, durante período significativo.
- ⌘ A **economia de boom** (com *alto crescimento*) gera a **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 **colapsos de ativos**, são virtualmente *onipresentes* em economias (ou em mercados) com *fronteiras delimitadas*.

Euforia: *boom*

- ⌘ Aumento dos *preços dos ativos* => pressão sobre os *preços de bens e serviços* = f(**efeito riqueza**):
 1. aumento da *renda financeira do consumidor* e do *ganho de capital do investidor*, via ações, estimularia os *gastos privados*;
 2. elevação dos *valores das garantias*, p. ex., via preços dos imóveis, aumentaria a *disposição dos bancos de conceder empréstimos* => pressão na *demanda agregada*, aproximando-se do *pleno emprego* => **impacto inflacionário**.

Pânico: *crash*

⌘ Progresso da deflação de ativos

=> *insolvabilidade bancária*

= f(desaparecimento das *margens de garantia* de seus clientes)

=> *ameaça à solidez de toda a estrutura financeira.*



fercos@eco.unicamp.br

**[http://fernandonogueiracosta.
wordpress.com/](http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/)**