

Poupança numa Economia Corporativa

Programa de Pós-Graduação em Economia

Macroeconomia I

Professor José Luis Oreiro

Impacto da Crise Financeira de 2008

- Após a crise financeira internacional de 2008 os modelos DSGE foram modificados.
 - O modelo HANK inclui dois ativos financeiros e enfatiza a possibilidade de que as famílias possam se defrontar com restrição de crédito.
 - Linde et al (2016): Reconhecimento de que o modelo Smets-Wouters (2007) precisa de uma mistura de choques extremamente improváveis para explicar a profundidade das crises.
 - Três extensões propostas:
 - Introdução de um *zero lower bound* (ZLB) para a taxa nominal de juros
 - Introdução de um componente temporal na volatilidade dos choques que governam a dinâmica em torno da trajetória de crescimento em estado estável.
 - Introdução de empresários e intermediação financeira.
-

Modelo Linde et al (2016)

-
- Nesse modelo os produtores de bens finais ainda alugam os serviços de capital dos empresários ao passo que as famílias poupam na forma de depósitos bancários.
 - O investimento é feito pelos empresários e financiado com capital de terceiros (empréstimos bancários).
 - Informação assimétrica implica que o capital de terceiros está sujeito a um prêmio de risco, cuja magnitude depende da riqueza líquida do empresário.
 - $r_{i,t} = \bar{r} + \beta(NW_{i,t})$ (1)
 - O modelo adiciona choques estocásticos sobre a riqueza líquida, os quais geram choques no prêmio de liquidez corporativo.
 - Com essas extensões o modelo gera um *acelerador financeiro*
 - A dinâmica endógena da riqueza líquida produz, contudo, apenas pequenas flutuações no prêmio de risco, relegando aos choques exógenos sobre a riqueza líquida o papel de principal mecanismo indutor das flutuações cíclicas.
 - A capacidade de ajuste do modelo aos dados é grandemente ampliada ao se introduzir choques cujo magnitude é variável no tempo
 - OBS: No artigo “Um Modelo Keynes-Minsky Generalizado de Flutuações Cíclicas” de autoria de Oreiro et al (2012) e publicado na revista economia da ANPEC, os autores adaptam o modelo predador-presos desenvolvido por Fazzari, Ferri and Gremberg (2008) de flutuações regulares para produzir flutuações irregulares da taxa de crescimento do produto por intermédio da introdução de bolhas markovianas para a riqueza financeira. Nesse modelo, é possível a ocorrência de quedas catastróficas do nível de atividade econômica quando uma grande bolha explode.
 - Ver : [295d13e76c42e458647d7d3d8253a217a7f7fef9.pdf](https://doi.org/10.295d13e76c42e458647d7d3d8253a217a7f7fef9)

A Crítica de Paul Romer (2016)

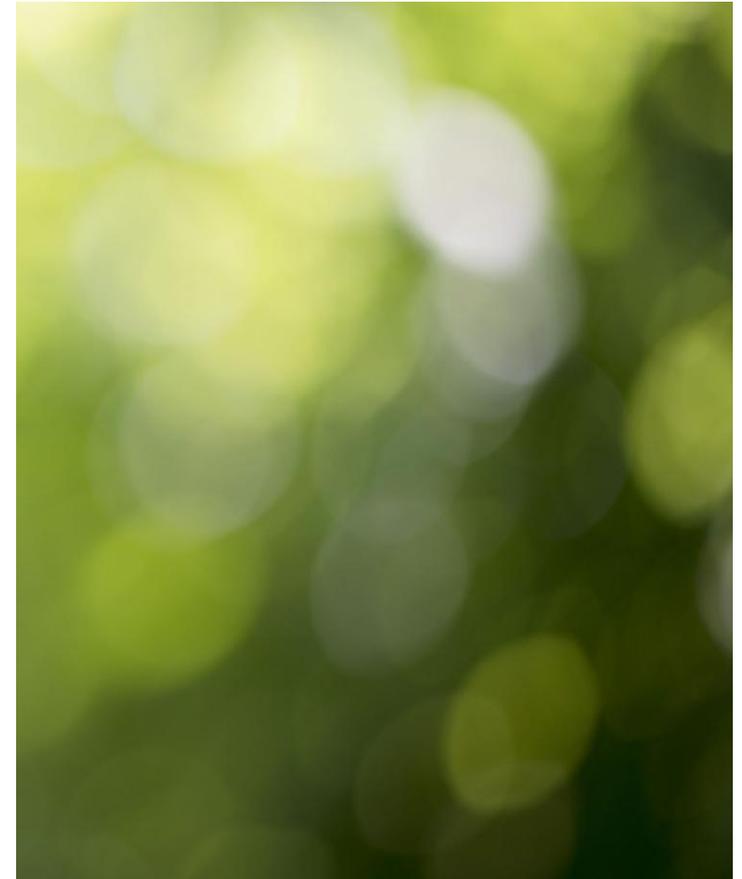
-
- Qualquer coisa pode ser explicada por intermédio do uso criativo de variáveis imaginárias.
 - Os modelos DSGE tornam-se não falseáveis e, portanto, não científicos pelo critério de Popper.
 - Os modelos DSGE entraram numa trajetória degenerativa no sentido de Lakatos.
 - Ver: [A Lakatosian Evaluation of the Neoclassical Research Programme in Macroeconomics Post-2008 Crisis | José Luis Oreiro](#)
 - Crítica de Peter Skott: Se as flutuações da riqueza líquida ao longo do ciclo econômico são merecedoras de uma análise explícita devido ao seu efeito sobre o prêmio de risco; então mudanças no *comportamento financeiro das empresas* deveriam merecer atenção especial.

Fatos Estilizados

O coeficiente de retenção de lucros das corporações financeiras nos Estados Unidos se reduziu de 84% no período 1970-1979 para um patamar abaixo de 76% no período 2010-2020.

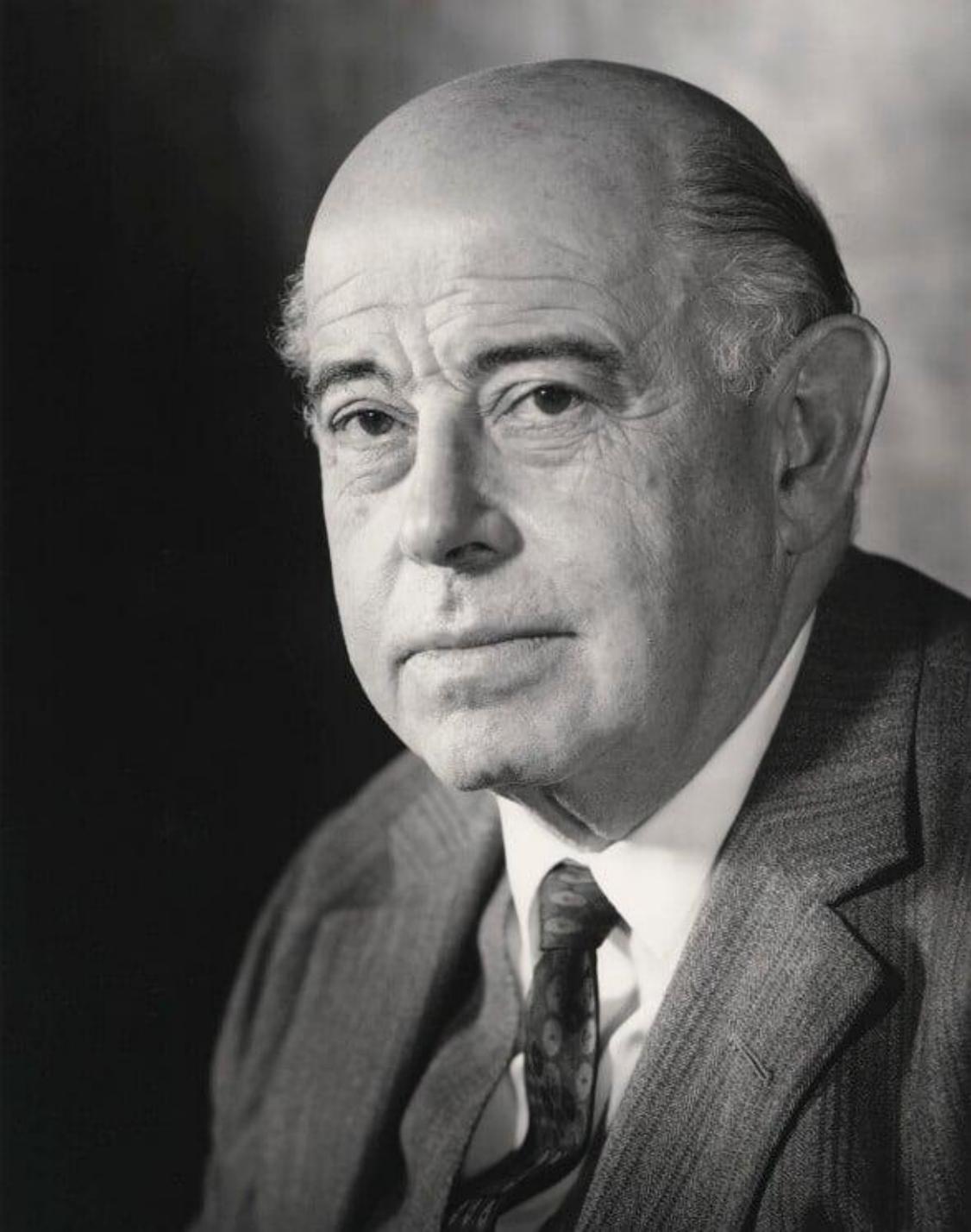
As corporações aumentaram a recompra de ações e os balanços das corporações não-financeiras observaram grande aumentos tanto nos ativos como nos passivos financeiros (financeirização)

Essas mudanças no comportamento financeiros não encontraram lugar nos desenvolvimentos pós-crise de 2008 nos modelos DSGE (os “novos” modelos se limitaram a explicar o passado).



Decisões de Poupança e Portfólio

- Taxas de poupança diferenciadas
 - Os economistas clássicos (Ricardo e Malthus) tomavam como princípio a ideia de que a taxa de poupança a partir dos lucros era maior do que a taxa de poupança a partir dos salários, hipótese compartilhada pelos economistas pós-keynesianos e neo-marxistas.
 - Taxas de poupança diferenciadas podem ser o resultado da heterogeneidade das famílias. Os principais recebedores de lucros (os capitalistas e os rentistas) tendem a ser ricos e as famílias ricas poupam uma fração maior de sua renda.



Kaldor (1966)

- As taxas de poupança diferenciadas se originam da estrutura de uma economia capitalista.
- A taxa de poupança derivadas dos lucros é maior do que a derivadas dos salários porque as firmas poupam uma fração dos seus lucros.
- As famílias, proprietárias das firmas, não compensam a poupança das firmas, ajustando a sua própria taxa de poupança
- Véu corporativo

Um Modelo Kaldoriano Simples

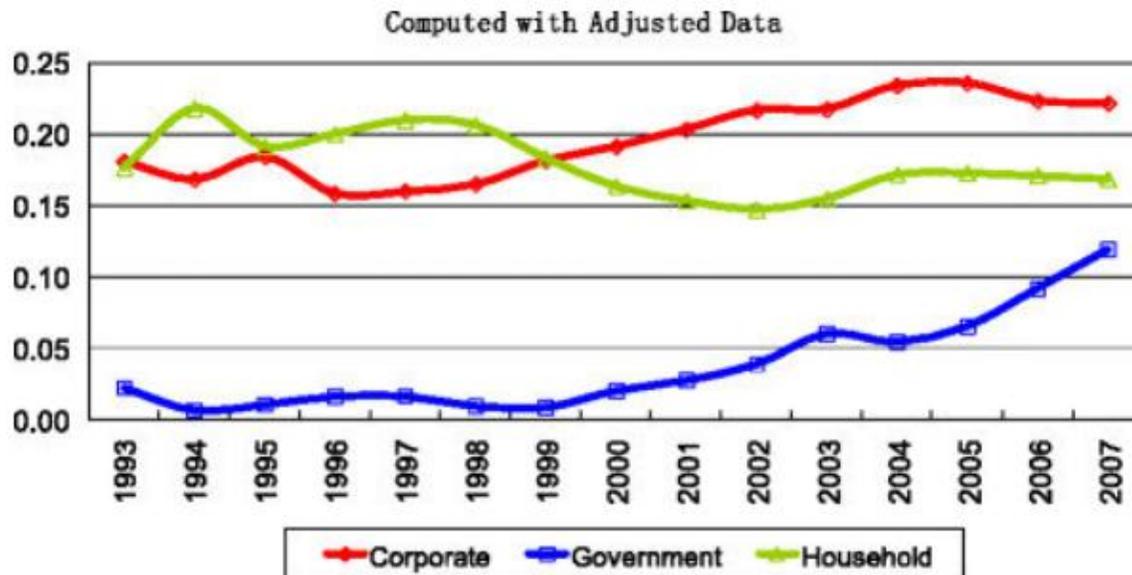
- Considere uma economia fechada e sem governo, a renda líquida das famílias é dada por:
- $Y^D = Y - R$ (1)
- Onde R é a massa de lucros retidos
- Considere que os lucros retidos são uma fração s_f dos lucros e que as famílias poupam uma fração s de suas rendas.
- Temos:
- $S = S^H + S^F = sY^D + R = sY^D + R$
- $S = s(Y - R) + R$
- $S = sY + R(1 - s)$
- $S = sY + \pi(1 - s)Ys_f$
- Logo: $S = [s + s_f(1 - s)\pi]Y$ (2)

Onde: π é a participação dos lucros na renda.

Taxa de Poupança

- Seja
- $R = s_f P$ (3)
- $P = \pi Y$ (4)
- Substituindo (3) em (4), temos:
- $R = s_f \pi Y$ (4a)
- Dividindo-se (2) por Y , temos a expressão para a taxa de poupança do setor privado:
- $\frac{S}{Y} = [s + s_f(1 - s)\pi]$ (2a)
- Da equação (2^a) verificamos que um aumento da propensão a poupar das firmas (aumento do coeficiente de lucros retidos) ou um aumento da participação dos lucros na renda estão associados a um aumento da taxa de poupança.

Composição da Taxa de Poupança Doméstica na China (1993-2007)



Figure

Caption

Figure 5: The shares of household, corporate, and government savings in GDP

Available via license: [CC BY 4.0](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/)

Content may be subject to copyright.

Véu Corporativo?

- Essa proporcionalidade simples pode ser difícil de justificar: Pode-se argumentar que as famílias ajustam a sua poupança a renda disponível de forma a anular variações na poupança corporativa.
- Os lucros retidos podem ser usados pelas firmas para (i) financiar seus investimentos; (ii) pagar dívidas ; (iii) recomprar ações
- Todas essas ações aumentam o lucro futuro esperado por ação relativamente aos lucros que poderiam ser obtidos sem essas retenções.
- Além disso, com um uso maior de recursos próprios ocorre uma redução do risco associado a posse de ações, acarretando em ganhos de capital para os acionistas da firma.
- Uma família que deseje manter seu consumo face a redução dos dividendos tem duas opções:
 - Tomar empréstimos ou reduzir a retenção de ativos líquidos num montante equivalente a redução de dividendos.
 - Teorema de Modigliani-Miller (1958; 1961) : As famílias compensam a redução da alavancagem das firmas, aumentando a sua própria alavancagem.

Problemas com o Teorema Modigliani-Miller

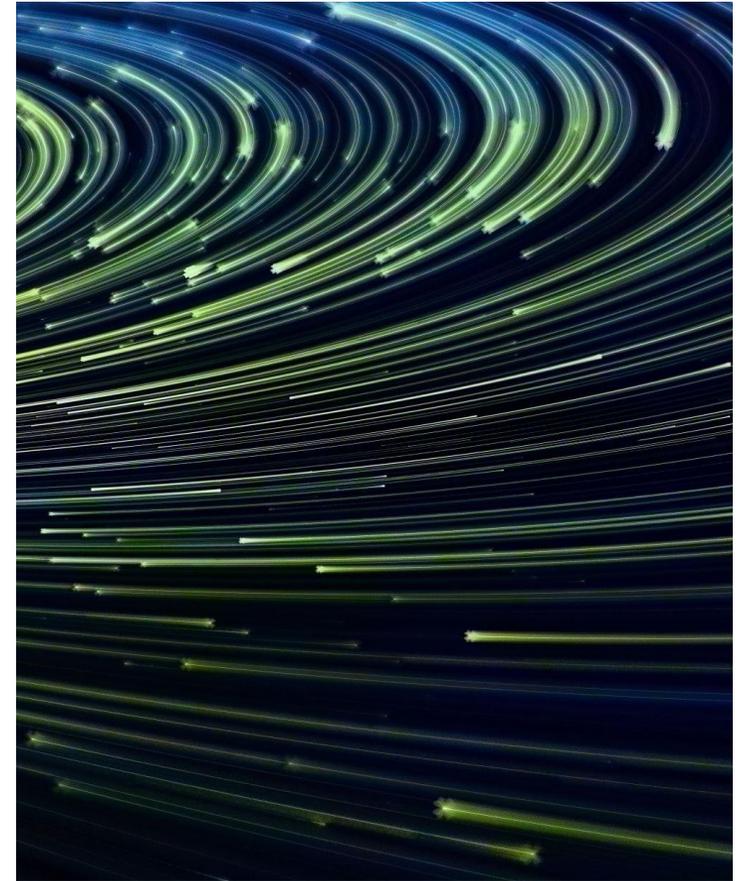
- A existência de restrição de crédito pode dificultar a tomada de empréstimos pelas famílias.
- Famílias com capacidade cognitiva sofisticada diversificam o seu portfólio e ajustam a composição do mesmo a mudanças em suas circunstâncias, movendo-se na direção de ativos menos arriscados a medida que sua aposentadoria se aproxima, bem como ajustam seus portfólios em resposta a mudanças (reais ou imaginadas) na combinação de risco e retorno de seus ativos.
- Mas mesmo essas famílias tendem a focar sua atenção (intenção racional) naqueles fatores que consideram mais importantes e a influência da política de dividendos da firma sobre a composição ótima do seu portfólio está num nível bem baixo de sua lista de preocupações

Problemas com o Teorema Modigliani-Miller

A incerteza afeta não apenas a performance dos diferentes ativos financeiros mas também a situação da própria família; a qual pode ser afetada por choques idiossincráticos (doença, desemprego, etc).

Essa possibilidade (percepção de incerteza) afetam as decisões de portfolio: a proporção de ativos líquidos com baixo retorno no portfólio das famílias é relativamente insensível às variações na percepção de risco e retorno dos diferentes ativos.

A evidência disponível, portanto, parece mostrar que é pouco plausível que as famílias respondam a um aumento do coeficiente de retenção de lucros por intermédio de novos empréstimos e/ou redução de ativos líquidos



Segunda Opção



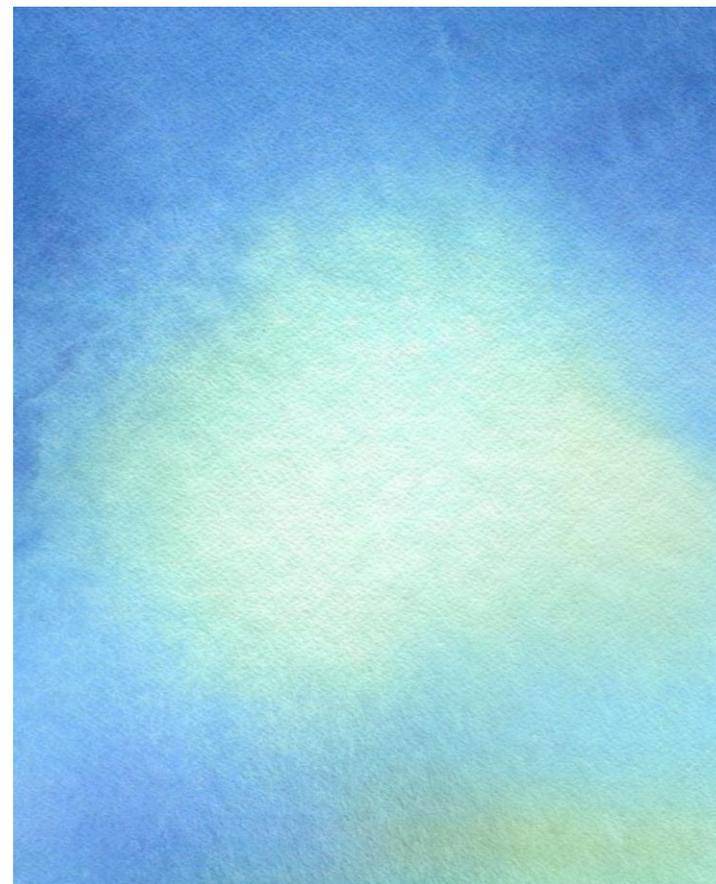
AS FAMÍLIAS PODEM RESPONDER A UM AUMENTO DOS PREÇOS DAS AÇÕES (RESULTANTE DE UM AUMENTO DO COEFICIENTE DE RETENÇÃO DE LUCROS) POR INTERMÉDIO DA VENDA DE AÇÕES.



UMA FAMÍLIA PODE “DECLARAR SEUS PRÓPRIOS DIVIDENDOS” NÃO POR INTERMÉDIO DE NOVOS EMPRÉSTIMOS, MAS PELA VENDA DE AÇÕES.



ESSE É O ARGUMENTO ANALISADO POR KALDOR (1966) NO ASSIM CHAMADO “NOVO-TEOREMA DE PASINETTI”.



O Novo Teorema de Pasinetti

- Lógica da argumentação de Kaldor: A ideia de que os preços das ações irá aumentar automaticamente como decorrência dos lucros retidos envolve uma *falácia da composição*.
- Pode ser que os preços das ações de uma única firma respondam positivamente a um aumento de seus lucros retidos.
- Também é verdade que um único acionista possa “declarar seus próprios rendimentos” ao vender uma parte de suas ações; mas as famílias como um grupo não podem financiar seu consumo pela venda de ações pois não haverá ninguém para comprar.

