

“Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas

Luciano Coutinho e Luiz Gonzaga Belluzzo

Introdução

Nos anos 90, generalizou-se a consciência a respeito do peso e da influência dos ativos financeiros nas economias modernas. Isto não é surpreendente. Em pouco mais de uma década, desde o início dos anos 80, a composição da riqueza social sofreu uma importante mutação. Cresceu velozmente a participação dos haveres financeiros na composição da riqueza privada. Nos países desenvolvidos as classes médias passaram a deter – diretamente ou através de fundos de investimentos ou de fundos de pensão e de seguro – importantes carteiras de títulos e ações. O patrimônio típico de uma família de renda média passou a incluir ativos financeiros em proporção crescente, além dos imóveis e bens duráveis.

As empresas em geral também ampliaram expressivamente a posse dos ativos financeiros e não apenas como reserva de capital para efetuar futuros investimentos fixos. A “acumulação” de ativos financeiros ganhou na maioria dos casos status permanente na gestão da riqueza capitalista.

Por isso, a taxa de juros – critério geral de avaliação da riqueza – na medida em que exprime as expectativas de variação dos preços e, portanto, a “liquidez” dos distintos ativos financeiros, passa a exercer um papel muito relevante nas decisões das empresas e bancos, conforme já advertira, primeiramente, o nosso colega José Carlos Braga em sua tese de Doutorado. Configura-se, assim, uma forte tendência à “financeirização” e ao rentismo nas economias capitalistas.

Este processo não ficou confinado às fronteiras nacionais. Muito embora a maior parcela dos ativos financeiros, em cada país, seja de propriedade dos seus residentes, cresceu bastante a participação cruzada de investidores estrangeiros, com a liberalização dos mercados de câmbio e desregulamentação dos controles sobre os fluxos de capitais. O valor da massa de ativos financeiros transacionáveis nos mercados de capitais de todo o mundo saltou de cerca de US\$ 5 trilhões no início dos anos 80 para US\$ 35 trilhões em 1995, segundo as estimativas do BIS.

Esta impressionante escalada do volume da riqueza financeira (a um ritmo de pelo menos 15% ao ano) suplantou de longe o crescimento da produção e da acumulação de ativos fixos. Como, em última instância, os ativos financeiros representam direitos de propriedade sobre o capital em funções ou direitos sobre a

renda futura por ele gerada, é inescapável concluir que ocorreu nos últimos anos uma notável inflação dos ativos financeiros. Em outras palavras, os preços desses ativos subiram muito além da velocidade de acumulação dos ativos instrumentais do capital, criando em seus detentores uma percepção de enriquecimento acelerado.

Assim, as empresas, bancos e também as famílias abastadas – através dos investidores institucionais – passaram a subordinar as suas decisões de gasto, investimento e poupança às expectativas quanto ao ritmo do seu respectivo “enriquecimento” financeiro. Do ponto de vista individual este “enriquecimento” não parece fictício, pois os títulos podem ser perfeitamente validados por mercados líquidos e profundos. A certeza de “comercialização”, ou seja, de que os papéis sempre poderiam ser reconvertidos à forma monetária e geral da riqueza, realimenta o circuito de valorização, induzindo uma parcela crescente de agentes a alavancar as suas carteiras de ativos financeiros com base em dívidas tomadas junto ao sistema bancário. Os autores¹ já assinalaram, em texto anterior, as características do mercado financeiro na atualidade:

- profundidade, assegurada por transações secundárias em grande escala e freqüência, conferindo elevado grau de negociabilidade aos papéis;
- liquidez e mobilidade, permitindo aos investidores facilidade de entrada e de saída entre diferentes ativos e segmentos do mercado;
- volatilidade de preços dos ativos resultante das mudanças freqüentes de avaliação dos agentes quanto à evolução dos preços dos papéis (denominados em moedas distintas, com taxas de câmbio flutuantes).

O veloz desenvolvimento de inovações financeiras nos últimos anos (técnicas de *hedge* através de derivativos, técnicas de alavancagem, modelos e algoritmos matemáticos para “gestão de riscos”) associado à intensa informatização do mercado permitiu acelerar espantosamente o volume de transações com prazos cada vez mais curtos. Essas características, combinadas com a alavancagem baseada em créditos bancários, explicam o enorme potencial de realimentação dos processos altistas (formação de bolhas), assim como os riscos de colapso no caso dos movimentos baixistas.

O objetivo deste breve ensaio é examinar as mudanças que o processo de “financeirização” vem impondo às principais relações macroeconômicas (determinação das decisões de investimentos, de consumo) em economias abertas, sujeitas a regimes cambiais flutuantes ou de variação administrada, num mundo onde os fluxos de capitais financeiros (entre mercados nacionais, moedas e ativos de diferentes categorias) são intensos, rápidos e altamente sensíveis às mudanças de expectativas. A intenção é contribuir para a formulação de uma nova macroeconomia aberta, sob a dominância de ativos financeiros.

(1) Cf. Coutinho & Belluzzo (1996).

1. Ciclo de valorização de ativos e decisões de gasto numa economia aberta

A mudança na composição da riqueza provocou dois efeitos importantes para as decisões de gasto: 1) ampliou o universo de agentes que, detendo uma parcela importante de sua riqueza sob a forma financeira, têm necessidade de levar em conta a variação de preços dos ativos; 2) esta ampliação do efeito riqueza implica a possibilidade de flutuações mais violentas do consumo e do investimento. O consumo deixa de ter o comportamento relativamente estável previsto pela função-consumo keynesiana e passa a apresentar um componente típico das decisões de gasto dos capitalistas.

Isto não significa apenas que uma fração do consumo deixa de ser proporcional à renda corrente, fenômeno que aliás se estabelece a partir da generalização do crédito ao consumidor. Significa isto sim que aumenta significativamente a possibilidade de endividamento por parte de grupos importantes de consumidores. Esta maior “alavancagem” dos gastos de consumo das famílias é permitida pela percepção dos consumidores (e dos bancos) de que sua riqueza aumentou por conta da capitalização acelerada dos ativos financeiros. É preciso explicar que o “efeito riqueza” não se realiza mediante uma venda dos ativos para a conversão do resultado monetário em consumo, senão mediante uma ampliação da demanda de crédito por parte dos consumidores “enriquecidos”.

Confiantes numa trajetória ascendente de valorização da sua parcela de riqueza, os consumidores tendem a elevar a sua propensão a consumir sobre a renda corrente e simultaneamente a admitir gastos extraordinários, apoiados no aumento do endividamento. A perspectiva de enriquecimento acelerado passa a comandar as decisões de gasto de consumo: o nível de endividamento não é mais calculado sobre a renda corrente e sim sobre a expectativa de crescimento dos preços dos ativos que compõem o seu porta-fólio. Assim, é possível observar aumentos do serviço da dívida sobre a renda corrente, embora a relação entre este serviço e o estoque de riqueza possa se manter estável ou venha a declinar.

É o consumo “diferencial” de bens de alto valor e de serviços, sobretudo lazer, que se beneficia desta forma especial do efeito riqueza.

Na medida em que um segmento expressivo das classes médias é capturado por este efeito riqueza ampliado, um ciclo de valorização de ativos tem o condão de excitar a demanda muito além das expectativas normais dos empresários que produzem bens de consumo. Num mundo em que as economias são cada vez mais abertas e sujeitas ao acirramento da competição entre os setores *tradeables*, este deslocamento da propensão a consumir produz efeitos sobre o balanço de pagamentos e sobre as decisões de investimento, com poucas pressões sobre os preços. As elevações de preços causadas pela excitação da demanda ficam circunscritas aos serviços e aos demais bens não *tradeables*.

As decisões de investimento, por seu turno, sofrem um tripla influência da inflação de ativos: 1) o superaquecimento do consumo eleva a eficiência marginal do capital do setor produtor de bens de consumo; 2) o aumento do valor do patrimônio líquido – via aumento do valor de mercado da empresa – e a conseqüente ampliação da capacidade de endividamento empresarial. Assim, apesar das empresas estarem envolvidas num esforço de investimento, a relação dívida/capital próprio pode se manter estável, ou mesmo declinar; 3) a conseqüente redução dos custos de capital para a empresa melhor avaliada pelas agências de *rating*, baixando a percepção do risco para prestamistas e para tomadores.

Sob a influência dos fatores acima, à medida que a taxa de investimento do setor privado se acelera, manifestam-se os conhecidos efeitos macroeconômicos: redução do déficit público, ampliação do déficit externo, acompanhadas do crescimento do emprego, da renda corrente e da redução das margens de capacidade ociosa.

Vários são os mecanismos de incitação ao investimento. O primeiro é o aumento da confiança dos consumidores, devido à redução da taxa de desemprego e à continuada valorização de ativos. O segundo é o reforço do círculo virtuoso (Kalecki, 1971) em que o aumento dos investimentos produz um aumento dos lucros. Esta elevação dos lucros induz uma maior valorização do patrimônio líquido das empresas, o que se reflete numa ulterior valorização das ações. Decorre daí o comportamento do sistema de crédito que, conseguindo manter elevados níveis de liquidez corrente de seus ativos, tende a reduzir a percepção do risco, atendendo de forma elástica a demanda por novos empréstimos.

Como em todo o ciclo expansivo, o preço de demanda dos ativos reais e o dos ativos financeiros tendem a crescer conjuntamente. A especificidade do ciclo atual, comandado pela inflação de ativos, está no fato de que pode ocorrer um crescimento mais rápido dos preços de mercado dos ativos não reprodutíveis do que dos rendimentos esperados dos ativos de capital instrumentais. Um dos problemas da atual capitalização da bolsa americana é a brutal elevação das relações preço/lucro. A sustentação dos níveis de preços já atingidos dependerá crescentemente de avaliações cada vez mais otimistas por parte dos investidores quanto ao fluxo futuro de lucros.

Formas de reversão do ciclo

A forma clássica de reversão do ciclo, numa economia com regulação nacional do crédito e dominância dos bancos na intermediação financeira, supõe uma queda da eficácia marginal do capital, a partir de uma mudança “autônoma” no estado de expectativas dos empresários. A queda da eficiência marginal do

capital promove uma redução imediata dos preços de demanda dos ativos de capital, tanto os financeiros como os instrumentais. Segue-se um declínio dos preços das ações e dos gastos de investimento, com posterior contração dos lucros e dos salários. O sistema bancário seria inevitavelmente afetado pela crise e procuraria recuperar o mais rapidamente possível o crédito estendido às empresas, recusando-se a rolar integralmente os passivos e seu serviço. Se não for induzido pela ação do Banco Central a abastecer a economia de liquidez adequada, o sistema bancário, em sua ação defensiva, determinará um agravamento brutal da crise, levando à deflação. Na seqüência clássica do ciclo keynesiano a contração do crédito estará respondendo a uma queda autônoma da taxa de acumulação das empresas.

Mesmo nesta economia em que a intermediação financeira é dominada pelo crédito bancário e não pela finança direta, a reversão cíclica pode, ainda, começar com uma “perda de confiança” dos bancos quanto à realização integral do valor de suas carteiras de empréstimos. Haveria, neste caso, subida das taxas de juros e maior seletividade na oferta de crédito. Este fator seria suficiente para levar a uma queda da eficiência marginal do capital. Se o *animal spirits* dos investidores fraquejar diante da ação dos bancos, será deflagrado um movimento recessivo, causado pela rápida contração do investimento.

Numa economia em que os bancos participam indiretamente no financiamento do gasto mediante linhas de crédito destinadas a sustentar posições no mercado de capitais, Keynes não descartou a possibilidade de uma reversão cíclica originada por quedas de preços dos ativos, rapidamente transmitidas para o sistema de crédito (*Treatise on money*). Foi essa possibilidade que levou os reformadores do sistema bancário americano, em 1933, a inscrever em lei (*Glass Steagal Act*) uma rigorosa segmentação dos mercados financeiros, com explícita proibição de participação, direta ou indireta, dos *money center banks* nos mercados de ativos. A idéia era a de evitar o risco de alavancagem excessiva por parte das corretoras e bancos de investimento, acarretando pressões “inflacionárias” sobre os papéis, sempre acompanhadas de fragilização financeira.

A peculiaridade das economias contemporâneas – onde a finança direta e securitizada é predominante – parece ser a alta sensibilidade das decisões de gasto a flutuações nos preços dos ativos. Os mecanismos de transmissão são rápidos, variados e poderosos. Em primeiro lugar, a desregulamentação e a liberalização facilitaram o envolvimento dos bancos com o financiamento de posições nos mercados de capitais. Isto permitiu os atuais níveis de “alavancagem” das corretoras, fundos e bancos de investimento. Quando estes agentes são surpreendidos por movimentos adversos dos preços e as perdas estimadas obrigam à liquidação de posições para cobertura de margem, tanto o risco de mercado quanto o risco de liquidez se ampliam rapidamente. A queda muito abrupta e profunda dos preços afugenta os eventuais compradores destes ativos,

inviabilizando os seus mercados. Na ausência de um socorro tempestivo do prestador de última instância, a propagação do pânico pode levar à ruptura do sistema de pagamentos e à corrida bancária.

Ainda que o prestador de última instância contenha a crise de pagamentos, sua intervenção não será capaz de reverter a subida do custo de capital para empresas e países considerados de maior risco. O trauma num destes mercados tem enorme potencial de contaminação, provocando, em geral, fugas para moedas e ativos considerados de melhor reputação e qualidade. A crise de liquidez rebate pesadamente sobre a solvência e sobre a capacidade de gasto dos emissores de ativos de maior risco, sejam eles países, empresas ou bancos.

Os detentores destes ativos depreciados, por sua vez, terão que digerir as perdas e tentar recompor seus níveis de capitalização, restringindo a oferta de crédito para outros agentes, inclusive aqueles de melhor reputação. Exemplo disso foi a espetacular subida de 400 a 1.000 pontos básicos, nos *spreads* cobrados às pequenas e médias empresas americanas, após os episódios da Rússia, do ataque ao Brasil e da quebra do LTCM.

As autoridades monetárias não podem deixar que prosperem e se aprofundem o processo de contágio e a deflação de ativos. É necessário que os Bancos Centrais estejam dispostos, nestas circunstâncias, a prover abundante liquidez para os mercados em crise, promovendo uma rápida redução das taxas de juros.

A estes riscos de reversão do ciclo, comandado pela inflação de ativos, podem se agregar outros fatores, próprios de uma economia aberta.

No estágio avançado de qualquer ciclo expansivo costumam surgir tensões inflacionárias, decorrentes do aquecimento da demanda de trabalho, da elevação dos preços das matérias-primas e de serviços e insumos *non-tradeables*. Numa economia aberta, porém, o aumento do preço de demanda dos ativos de capital e a perspectiva de expressivos ganhos com a valorização dos ativos financeiros, intensificam o ingresso de capitais do exterior. Essa entrada de capitais determina uma valorização da taxa de câmbio, agravando o déficit comercial. A valorização do câmbio contribui temporariamente para abafar as tensões inflacionárias mencionadas acima. No entanto, à medida que o déficit comercial e de transações correntes se ampliam, aumenta a probabilidade de que os porta-fólios privados, na margem, se recusem a continuar absorvendo ativos denominados na moeda do país deficitário. Instala-se, assim, uma tendência à desvalorização da taxa de câmbio, o que envolve um duplo risco: a explicitação das tensões inflacionárias e a reversão dos fluxos de capitais, diante da possibilidade de perdas futuras para os aplicadores estrangeiros.

Nesta etapa do ciclo, o mercado fica especialmente sensível à possibilidade de uma subida das taxas de juros por parte das autoridades monetárias, temerosas, tanto de uma elevação futura da inflação, quanto de uma

desvalorização abrupta do câmbio. Além disso, o fluxo de lucros pode perder força não só por conta de uma desaceleração dos dispêndios na acumulação produtiva, como também por força do crescimento do déficit comercial. Ambos os fatores acentuam a erosão dos lucros, tornando ainda mais evidente a “exuberância irracional” das avaliações dos preços das ações, descontados à taxa de juros corrente.

As autoridades monetárias, nestas circunstâncias, são colocadas diante de uma escolha difícil. O temor de uma aceleração da inflação e da saída de capitais recomendaria a subida dos juros de curto prazo. Esta medida poderia, no entanto, deflagrar um perigoso colapso na bolha formada pelo crescimento desmesurado dos preços dos ativos.

São grandes, portanto, os riscos numa economia que atinge o auge de um ciclo expansivo, exacerbado pela inflação de ativos. Um colapso abrupto destes preços levará inevitavelmente a economia à depressão, devido ao caráter cumulativo e de auto-reforço imposto pela deflação de ativos. Dadas as elevadas alavancagens, tanto as famílias quanto as empresas serão colocadas diante de um forte crescimento inesperado das suas dívidas, tanto em relação à renda quanto em relação aos respectivos patrimônios. No caso das empresas, ficará exposta uma situação em que a relação dívida/capital próprio cresce involuntariamente, piorando o *rating* e tornando desfavorável a tomada de novos empréstimos. Essa degradação do valor de mercado das empresas e de sua situação de endividamento provocará, por certo, ulteriores desvalorizações de suas ações.

Os consumidores, por sua vez, “empobrecidos” pela deflação de ativos, buscarão recompor a relação desejada riqueza/renda, e reduzir a relação dívida/patrimônio devendo, para tanto, aumentar a poupança corrente. Isto significa que o corte nos gastos de consumo será provavelmente muito pronunciado, atingindo particularmente os setores que se alimentaram da inflação de ativos e da expansão do crédito, os bens de alto valor e os serviços diferenciados. São exatamente estes setores os que experimentaram maior crescimento relativo na expansão recente.

A reação do sistema bancário, diante da ampliação generalizada das margens de endividamento das famílias e das empresas e da depreciação das garantias contratuais, é a de contrair violentamente o crédito, provocando um *credit crunch* e acelerando a caminhada da economia para a depressão.

Nestes ciclos comandados pela inflação de ativos, as autoridades monetárias estão sempre colocadas diante do risco de um *crash* de enormes proporções, o que as obriga a tentar suavizar a aterrissagem. A primeira reação é a de baixar os juros e impedir que o sistema bancário provoque o *credit crunch*. No entanto numa economia aberta em que a finança direta tornou-se importante, a queda da taxa de juros pode ser inócua. Na medida em que os preços deprimidos dos ativos privados não se recuperam, em decorrência de um forte deslocamento

da curva de preferência pela liquidez, persistirá a tendência à fuga de capitais e as pressões para a desvalorização do câmbio.

Nestas circunstâncias, a política monetária pode tornar-se impotente diante do *credit crunch*, se a deflação de ativos e a fuga de capitais continuam degradando o valor das garantias oferecidas pelo setor privado e da própria base de capital dos bancos. Isto, aliás, é o que vem acontecendo com a economia japonesa. A economia dos Estados Unidos, por sua vez, parece estar próxima do início de uma desinflação dos preços dos ativos.

A situação atual revela, por um lado, que a dominância da valorização de ativos sobre as decisões de gasto implica uma desagradável simetria entre as fases de expansão e auge dos ciclos e as etapas subsequentes de desaceleração e crise. De outra parte, num contexto de crescente interpenetração e interdependência dos mercados de riqueza, a divergência cíclica entre os países pode colocar sérias restrições às políticas de regulação e estabilização da economia.

Ciclo de preço dos ativos, dilemas de política econômica e desajustes globais

O que foi exposto na seção anterior descreve um comportamento cíclico da economia que, na verdade, corresponde a uma forma exacerbada do ciclo minskyano. Seguindo a tradição keynesiana e marxista, Minsky (1975) já havia sublinhado a relevância da inflação de ativos na etapa madura do ciclo. Trabalhando com dois sistemas de preços, um para os ativos instrumentais e reprodutíveis (preço de oferta) e outro para os ativos financeiros, este autor mostrou como, à medida que o ciclo de prosperidade avança, é crescente a divergência entre os dois preços, em favor dos ativos financeiros. Esta peculiaridade “informacional” da economia capitalista estimula inevitavelmente o ingresso de devedores e de credores na região de riscos crescentes. Os primeiros ávidos para acumular novos ativos em rápido processo de valorização e os segundos confiantes na realização rentável de suas carteiras de empréstimos. A valorização dos ativos provoca uma redução generalizada da percepção dos riscos, ao inflar o valor da riqueza capitalista.

Não pretendemos invocar qualquer originalidade para nossa abordagem, de resto já avançada por Michel Aglietta em seu livro *Macroéconomie financière* (1995). À luz dos acontecimentos em curso nos mercados mundiais, desejamos, no entanto, sublinhar os seguintes pontos:

– Este ciclo apresenta, como já foi dito na Introdução, uma dominância de comportamentos rentistas, por parte das famílias e das empresas, talvez sem paralelo em outras etapas do desenvolvimento capitalista.

– Os mecanismos de realimentação entre decisões de gasto e inflação de ativos apareceram mais cedo no ciclo atual e se revelaram mais “robustos” durante um período longo.

– A disposição dos Bancos Centrais de contornar e circunscrever crises localizadas de mercados ou regiões vem sancionando a percepção de que os riscos podem sempre ser absorvidos, sem conseqüências maiores para os possuidores de riqueza.

– O volume e a velocidade dos movimentos de capitais vem permitindo a ampliação das inconsistências entre a inflação de ativos, valorização cambial e a situação dos balanços de pagamentos.

As duas primeiras características deste ciclo estão fortemente correlacionadas, uma vez que a posse generalizada de riqueza sob a forma financeira torna abrangentes os efeitos da valorização dos ativos sobre as decisões de gasto. À medida que o mercado e o sistema de crédito vão sancionando as expectativas otimistas dos possuidores de riqueza, aumenta a demanda por ativos financeiros. Isto, por sua vez, tende a estimular a elevação dos preços, rebatendo sobre a expansão do crédito e sobre o dispêndio agregado, generalizando a sensação de que a sociedade está mais rica.

A organização dos mercados e a forte presença de investidores institucionais adiciona outro elemento importante de exacerbação do ciclo financeiro. Na busca de bater os concorrentes, de ganhar a dianteira, os administradores de fundos de pensão e fundos mútuos são obrigados a apresentar à clientela produtos financeiros de alta performance. Isto os induz a ampliar o grau de alavancagem e a buscar combustível em outras praças de maior risco e menor grau de informação. A rentabilidade destes fundos depende de se alcançar “taxas de sucesso” superiores a uma determinada taxa de juros referência.

Parece ser este o motivo do envolvimento de grandes bancos internacionais no financiamento à Rússia.

É um fato pouco sublinhado nas análises convencionais este apontado acima, ou seja, a formação de um bloco importante de instituições gestoras de grandes massas de riqueza, comprometidas com a continuada elevação de preços. A alavancagem excessiva as torna extremamente vulneráveis a reversões abruptas. Neste quadro, agrava-se progressivamente a fragilidade financeira, fenômeno que é mascarado pelo surto de valorização acelerada dos ativos.

O envolvimento intenso dos grandes bancos e das grandes empresas internacionalizadas neste jogo de valorização da riqueza, inibe uma atuação moderadora dos Bancos Centrais. As autoridades monetárias têm frequentemente emitido sinais de que consideram excessivamente otimistas as expectativas daqueles agentes. Mas, ao mesmo tempo, são obrigadas a contemporizar, diante do temor de que qualquer ação restritiva possa desatar inclinações baixistas nos mercados e conseqüentemente a deflação de ativos. A forte interação entre

inflação de ativos e gasto agregado – característica da economia japonesa dos anos 80 e da economia americana, desde o início dos 90 – ilustra o vigor destes mecanismos de realimentação.

A sucessão de episódios críticos em diversos mercados ao longo das décadas de 80 e 90 foi, em geral, neutralizada com intervenções de suporte de liquidez que visavam impedir a generalização da queda de preços para outros ativos. Esta atitude dos Bancos Centrais foi, sem dúvida, fortalecendo a crença de que os mercados estarão sempre a salvo de perdas pronunciadas e definitivas. As eventuais crises seriam momentâneas, apenas oportunidades em que se apresentariam “pontos de compra” convidativos para o início de uma nova temporada de alta generalizada.

Nos auges cíclicos começa, no entanto, a se manifestar a desconfiança de alguns agentes que suspeitam da possibilidade de sustentação do nível de preços atingido pelos ativos. Estes agentes começam a formar posições baixistas nos elos mais fracos destes mercados globalizados, ainda predominantemente altistas. Apostam contra moedas apreciadas, bolsas de valores da periferia consideradas sem fôlego para capitalização ulterior, mercados imobiliários excessivamente valorizados e com oferta sobrando. Habitualmente estes *hedge funds* operam nos mercados futuros de câmbio, com grandes posições vendidas nas moedas que se candidatam a um ataque especulativo.

Os mercados financeiros têm revelado uma forte tendência para mudanças súbitas de opinião, polarização das expectativas e profecias auto-realizáveis. No *Treatise on money*, Keynes sublinhou a importância da “divisão de opiniões”, entre baixistas e altistas, para a manutenção da estabilidade nos mercados em que é avaliada a riqueza capitalista. No entanto, estes mercados estão sujeitos à “assimetria” de poder e de informação entre os agentes “formadores de opinião” e aqueles que não têm outra alternativa senão seguir a tendência dominante. Estão criadas, assim, as condições para a irrupção de processos miméticos, que inclinam as expectativas numa determinada direção, dando origem a “bolhas especulativas”, invariavelmente sucedidas por colapsos de preços, contágio de outros ativos e moedas e intensa “aversão ao risco”.

Tanto o peso das posições assumidas pelos especuladores altistas quanto a crescente presença de agentes baixistas nos mercados emergentes reforçam as estratégias defensivas dos Bancos Centrais, tornando as suas políticas monetárias prisioneiras da necessidade de evitar fugas de capitais e desvalorizações abruptas.

Nos países periféricos, estas medidas defensivas restringem-se quase sempre à elevação das taxas de juros para defender as paridades. Esta providência é, em geral, contraproducente. Primeiro porque deprime a capitalização dos ativos mobiliários e dos imóveis, afeta o serviço da dívida pública e atinge a saúde financeira dos sistemas bancários nativos. Segundo, e por último, porque a

elevação dos juros aumenta a desconfiança em relação à sustentabilidade da âncora cambial, engendrando desvalorizações selvagens e descontroladas.

Estas características do ciclo de ativos acentuam o caráter assimétrico dos ajustamentos dos balanços de pagamentos entre países de moeda forte e aqueles de moeda fraca. No caso desses últimos não pode ser mais gritante a inadequação dos programas de ajustamento, adotados para reparar os efeitos de um inevitável colapso do câmbio sobrevalorizado. Não custa lembrar que os ciclos recentes de “valorização” das moedas locais favoreceram invariavelmente o financiamento de importações predatórias e, conseqüentemente, promoveram a desestruturação produtiva, o desemprego em massa e, finalmente, a acumulação de volumosos passivos externos e internos. É neste ambiente que os programas exigem dos países devedores a elevação da taxa de juros, o ajuste fiscal de curto prazo e a imposição de perdas, em termos reais, aos salários e à massa de rendimentos.

Na cúspide da hierarquia de moedas, os Estados Unidos, em função da capacidade de atrair capitais para os seus mercados – fenômeno que se acentua, diante de um crise de confiança nos “emergentes” – podem se dar ao luxo de manter taxas de juros moderadas, apesar da ampliação do déficit em transações correntes. Ademais, como já foi dito, nos momentos de crise nos mercados da periferia, a demanda por títulos de maior qualidade permite a queda dos rendimentos de longo prazo. Isto significa que o atual ciclo de ativos, do ponto de vista internacional, reforça a supremacia do dólar e induz os movimentos de capitais a ampliar desmesuradamente o poder de *seigneurage* dos Estados Unidos. Esta é uma das razões pelas quais foi possível prolongar o crescimento americano, sem que se manifestassem as temidas pressões inflacionárias.

Em contrapartida, a recuperação da economia japonesa torna-se mais difícil. A política monetária mostra-se incapaz de reanimar os preços dos ativos domésticos, configurando, como observou corretamente Krugman (1998), um quadro de “armadilha da liquidez”. Numa economia com “abertura financeira”, a manutenção de taxas de juros muito baixas, acompanhada de *credit crunch*, fazem com que a liquidez disponível em ienes seja transformada em demanda de títulos americanos e europeus.

A divergência entre os ciclos de ativos acentua e agrava as divergências entre os de crescimento do produto e da renda. Neste sentido, as taxas de câmbio são determinadas pela expectativa de valorização dos ativos denominados nas distintas moedas. As moedas se valorizam ou desvalorizam de acordo com o movimento para cima ou para baixo dos preços dos ativos, deixando em plano secundário a posição do balanço de transações correntes. O país de moeda dominante, por exemplo, mesmo apresentando déficits crescentes, na margem, pode se beneficiar de fortes revalorizações de sua moeda, caso o preço de seus ativos ainda esteja em ascensão.

Esta assimetria de ajustamento supõe, ademais, possibilidade de flutuações exacerbadas entre as paridades cambiais dos países que formam o núcleo duro do sistema monetário. Estas flutuações tendem a provocar sérias dificuldades para o ajustamento dos balanços de pagamentos, na medida em que afetam a avaliação dos preços dos ativos – denominados nas distintas moedas – impondo a adoção de medidas que podem não ser compatíveis com a estabilização da economia global.

Não é seguro imaginar que, na eventualidade de uma prolongada e profunda “correção de preços” na Bolsa de Nova Iorque, acompanhada de uma forte desvalorização do dólar, seja possível aos Estados Unidos reagirem com uma redução dos juros para conter a recessão mundial. É óbvio que uma desvalorização do dólar, nas atuais condições dos mercados, pode ensejar uma fuga dos ativos denominados nessa moeda, agravando o problema que se pretende resolver. Esta possibilidade torna-se ainda maior, diante da perspectiva da formação de um padrão monetário alternativo, com a entrada em vigor da moeda única europeia.

Como é reconhecido, num sistema com taxas flutuantes, com ampla e rápida mobilidade de capitais e provimento de liquidez através do mercado – mediante a ação de agentes privados especializados – as taxas de juros e de câmbio tornam-se cada vez mais “endogeneizadas” e dependentes das bruscas mudanças de expectativas. Não é de espantar que neste sistema sejam muito mais frequentes as crises de liquidez, resolvidas através de violentas quedas de preços dos ativos ou de ciclos curtos de valorização ou desvalorização das moedas. As intervenções, neste caso, são *ex-post* e sua inevitável recorrência acaba, quase sempre, acarretando riscos morais.

As relações de “causalidade” não são as mesmas para os diferentes sistemas monetário-financeiros. Num sistema internacional “regulado”, com taxas de câmbio fixas mas ajustáveis, limitada mobilidade de capitais e predominância de provimento “centralizado” de liquidez para os agentes devedores e deficitários, pode-se dizer que, em boa medida, o câmbio e os juros são âncoras para a formação de expectativas mais estáveis por parte dos possuidores de riqueza.

Na verdade, a recente evolução dos mercados financeiros exacerbou o domínio da lógica inerente à avaliação dos estoques de riqueza já existente e não reproduzível sobre os fluxos de comércio e de produção. Isto significa que as antecipações quanto aos movimentos dos diferenciais de juros ou alterações nas taxas de câmbio podem provocar distúrbios de grandes proporções, forçando a adoção de políticas fiscais e monetárias perversas para as perspectivas de crescimento das economias.

Contrariamente ao que vêm pregando os partidários da liberalização e da desregulamentação financeiras – sobretudo os radicais da *Free Banking School* – mais do que nunca a dimensão da moeda enquanto ativo desejável em si mesmo se sobrepõe às suas demais funções. Num mundo de finanças globais e com um

sistema plurimonetário, em que a moeda central está sob suspeita, a preferência pela liquidez, hoje exercida através do dólar, pode subitamente se deslocar para uma moeda alternativa. Também por isso, as crises se manifestam sobretudo como crises de liquidez que os mercados privados não têm capacidade de resolver.

Luciano Coutinho e Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo
são professores do Instituto de Economia da UNICAMP.

Referências bibliográficas

- AGLIETTA, M. *Macroéconomie financière*. Paris: Decouverte, 1995.
- COUTINHO, L. G., BELLUZZO, L. G. M. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, p. 129-54, dez. 1996.
- KALECKI, M. *Selected essays on the dynamics of the capitalist economy (1933-1970)*. Cambridge: Cambridge University Press, 1971.
- KRUGMAN, P. *Japan: still trapped*. Nov. 1998. (web.mit.edu/krugman/www/japtrap2.html).
- MINSKY, H. P. *John Maynard Keynes*. New York: Colombia University, 1975.

Resumo

O objetivo deste breve artigo é de avançar na análise e interpretação de como a extraordinária expansão da massa de riqueza mobiliária nas últimas duas décadas vem afetando a determinação dos gastos de investimento e consumo nas sociedades desenvolvidas (especialmente nos Estados Unidos), num contexto de intensa mobilidade global dos capitais, com taxas de câmbio flutuantes. Como será demonstrado, a intensa e continuada valorização da riqueza financeira privada e seu peso crescente nos porta-fólios tende a exacerbar os ciclos de expansão, propulsionando decisões de consumo e de investimento com graus crescentes de alavancagem (entretanto mascaradas pela própria valorização dos ativos), resultando em situações vulneráveis de sobre acumulação de capital e de sobrevalorização da riqueza que podem provocar graves colapsos financeiros e redundar em crises de lenta e difícil digestão. Num mundo de elevada mobilidade e estreita integração entre os mercados de capitais estes processos de valorização tanto podem ganhar reforços inesperados quanto, ao contrário, provocar efeitos depressores mais prolongados aprofundando a instabilidade e os riscos sistêmicos, além de multiplicar as contradições e dilemas paradoxais (inclusive de *moral hasard*) entre as políticas monetária, fiscal e cambial.

Palavras-chave: Macroeconomia; Instabilidade; Especulação; Acumulação financeira.

Abstract

This brief paper intends to offer a contribution to the analysis and interpretation of how consumption and investment decisions became increasingly affected by the extraordinary wave of asset inflation in developed economies during the last two decades, bearing in mind that capital markets are now closely integrated, with floating exchange rates and intense capital mobility. In addition to its enlarged weight in wealth portfolios the vigorous growth of financial asset prices has stimulated a sustained expansionary cycle of consumption and investment expenditures based on deeper financial leveraging of both households and corporations, particularly in USA. However, this process becomes well masked by an overall perception of wealth expansion, which leads to capital over accumulation and asset-bubble overvaluation. Those two, combined, tend to result in asset price bursts, widespread financial disequilibria and protracted economic crisis. In a world of high financial mobility and of

global capital market integration these expansionary processes might get reinforced and, the same time, they may exacerbate the danger of asset deflation (and/or of flight to quality movements) that deepens instability and magnifies systemic risks. Under floating exchange rates and high capital mobility, macroeconomic policy contradictions, dilemmas and *moral hazards* are therefore multiplied.

Key-words: Macroeconomics; Instability; Financial accumulation; Speculative bubbles.