

05/09/2017 - 05:00

Riscos globais

Por **Luiz G. Belluzzo e Gabriel Galípolo**

"Como Karl Polanyi observou há muitos anos, se os distúrbios criados pelo mercado vão além de certo ponto, o protecionismo é a resposta natural da sociedade" (Mario Draghi, em Jackson Hole).

Em Jackson Hole, olhos e ouvidos do mercado financeiro mais do que nunca observavam cada movimento e fala de Janet Yellen e Mario Draghi. Os doutores da política econômica se acotovelam na busca de um receituário capaz de conciliar os receios de reduzir a quantidade de liquidez na dieta oferecida aos mercados, visando normalizar os balanços paquidérmicos dos bancos centrais e conter a formação de novas bolhas de ativos, tendo ao mesmo tempo de cuidar da devida suplementação necessária para dinamizar a raquítica e letárgica recuperação econômica.

Nos dias felizes do mercado financeiro, a dívida contraída por um desempregado no Alabama, para comprar ou refinar a casa em que vive, era oferecida por um vendedor de hipotecas, cuja remuneração depende integralmente do número de hipotecas que ele consegue vender. Posteriormente, a tralha era empacotada por bancos com outras dívidas similares, com a composição necessária à conquista do rating desejado das agências.

Consequências da reversão do quantitative easing sobre preços dos títulos públicos longos podem ser catastróficas

Travestido agora de veículo de investimento estruturado (SIV), o pacote corria para a galera de Wall Street. Esses produtos eram adquiridos com grande apetite por hedge funds especializados nesse tipo de dívida. Esses financiamentos eram garantidos, em última instância, pelos próprios imóveis, ativos sólidos, cujo valor vinha subindo nos últimos anos, então nada poderia dar errado.

Desinformados das lições da história, os modelos ignoraram os paradoxos da ação humana. Os confortos da confiança excitam o apetite ao risco, até o momento Minsky. Nesse ponto crucial da trajetória da precificação dos ativos e das dívidas que os sustentam, esgueiram-se as suspeitas sobre o valor das casas e irrompe a desconfiança quanto à efetiva capacidade de pagamento de quem contraiu as dívidas. Os agentes racionais do mercado se transmutam em um tropel de búfalos enfurecidos em busca da riqueza líquida. Trocar papéis por dinheiro (vender) é a ordem, mas não há liquidez (dinheiro) suficiente para fazer frente aos papéis que valem cada vez menos. Bancos e fundos vão à bancarrota.

Um título confere ao seu comprador (credor) o acesso a um fluxo de recebíveis esperado, decorrente das receitas aferidas pelo projeto ou empresa. O valor destes títulos está diretamente relacionado à segurança.

Na marcação do mercado, a confiança sobre o fluxo de recebíveis que confere valor a um título pode se reverter rapidamente em um consenso de que esses não valem o que se esperava, e que seus credores perderão aquilo que achavam ter ganho. Se tudo que é sólido se desmancha no ar, imagine o leitor quão arriscado é carregar em sua carteira de ativos o que pretende ser líquido.

Desde a crise financeira de 2008, os bancos centrais intervieram desavergonhadamente para salvar mercados em pânico, comprando títulos públicos e privados, injetando liquidez no mercado (quantitative easing) e inflando a demanda por esses papéis. Com essas ações pouco convencionais, os gestores da moeda e do crédito sustaram uma desastrosa desvalorização da riqueza, uma violenta deflação do estoque de ativos.

Transgredindo os catecismos da ortodoxia, a política de inundação de liquidez (quantitative easing) não trepidou em descarregar trilhões nos bancos, iniciando com US\$ 700 bilhões de recursos públicos para a compra de títulos podres privados na deflagração da crise. Hoje alcança mais de US\$ 15 trilhões em "ativos" no balanço dos bancos centrais dos Estados Unidos, Europa, Japão, Suíça e Inglaterra.

O vigente "expanded asset purchase programme (APP) do Banco Central Europeu inclui a compra de títulos públicos e privados, "visando mitigar o risco de uma baixa inflação prolongada". A compra líquida mensal do programa está na média de € 60 bilhões. A política do FED acumulou mais de US\$ 4,5 trilhões em seu balanço.

A ampliação da base monetária não gerou inflação ou engendrou expansão do crédito para a produção, muito pelo contrário. A expansão da liquidez não financiou a aquisição de novos bens e serviços, mas a aquisição de ativos já existentes como a recompra das próprias ações, e inflacionou o preço dos títulos públicos e privados no balanço dos bancos e fundos. Em entrevista recente à Bloomberg, o ex-presidente do Fed Alan Greenspan alertou para a bolha abrigada na valorização desses títulos.

As injeções de liquidez concebidas para evitar a deflação do valor dos ativos já acumulados não estimularam a criação de valor em movimento, mas incitaram e excitaram a conservação e valorização da riqueza na sua forma mais estéril, abstrata. A riqueza agregada é o estoque de direitos de propriedade e títulos de dívida gerados ao longo de vários ciclos de criação de valor. A renda nacional é o fluxo de renda criado pelo investimento em nova capacidade produtiva e no consumo das famílias, o próprio valor em movimento. O que era uma forma de evitar a destruição da riqueza velha provoca a esclerose do impulso à criação de riqueza nova.

As últimas reuniões do Comitê de Mercado Aberto do Federal Reserve registram opiniões de alguns membros, ansiosos em emagrecer o avantajado balanço do banco. A presidente Janet Yellen hesita. Hesita porque provavelmente teme as consequências de uma reversão do quantitative easing sobre os preços dos títulos públicos longos acumulados nos bancos e fundos. Mesmo administrados com vagar e cautela, os ajustamentos no valor dos estoques são muito mais rápidos e intensos. Podem ser catastróficos. Porco vira linguiça, mas linguiça não vira porco.

Mario Draghi não parece dar sinais de querer reduzir o quantitative easing, e, ao defender a política, afirmou que é necessária uma análise conceitual que não seja feita em uma base moral: "Algumas pessoas dizem que o QE é imoral, pois cria dinheiro do nada".

Em 1936, ao enfrentar o problema da preferência pela liquidez, Keynes afirmou que o desemprego prospera porque as pessoas querem a lua, e o único remédio consiste em persuadir o público de que lua e queijo são praticamente a mesma coisa, e a fazer o banco central funcionar uma fábrica de queijo.

Luiz Gonzaga Belluzzo, ex-secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda é professor titular do Instituto de Economia da Unicamp, escreve mensalmente às terças-feiras. Em 2001, foi incluído entre os 100 maiores economistas heterodoxos do século XX no Biographical Dictionary of Dissenting Economists.

Gabriel Galípolo é professor do Departamento de Economia da PUC/SP e sócio da Galípolo Consultoria.

