

Liberalização financeira e crescimento econômico

Ricardo Carneiro

O livro de Aglietta (1995)¹ propõe-se a discutir como as políticas de desregulamentação do sistema financeiro, postas em prática a partir dos anos 80, afetaram o financiamento da economia e particularmente a dinâmica do investimento e da produção. Questiona em particular a hipótese do *mainstream* de que a liberalização financeira melhorou a alocação de recursos e o bem estar.

Sob o pretexto da eficiência, as políticas econômicas de corte liberal promoveram um amplo processo de desregulamentação do aparato regulatório que havia sido montado a partir da Grande Depressão dos anos 30. As evidências empíricas sugerem que este processo de liberalização, ao invés de se mostrar virtuoso, conduziu a uma elevação substantiva do custo de capital e a uma instabilidade econômica crônica pontuada de crises financeiras.

Para explicar o porque destes resultados Aglietta (1995) propõe estudar a questão em dois planos distintos: o do impacto da nova forma de operação das finanças liberalizadas sobre o crescimento; e o da insuficiência ou fragilidade da política de regulação macroeconômica, explicitada sobretudo nos episódios de crise bancária e financeira ao final dos anos 80.

Em tese, a liberalização financeira, ao eliminar os vários mecanismos de repressão, deveria ter promovido uma elevação da taxa de poupança e do investimento associada a uma maior eficiência deste último. Objetivamente, observou-se uma elevação das taxas de juros e uma queda tanto da poupança quanto do investimento, ocasionando uma redução no crescimento do produto. Embora a liberalização possa ter possibilitado o aumento da poupança financeira, (estoque de ativos financeiros), ela implicou queda da poupança macroeconômica, vale dizer, do fluxo de financiamento ou *fundring* dos novos investimentos.

O núcleo central da hipótese sobre o enfraquecimento das ligações entre poupança financeira, financiamento do investimento corrente e crescimento do produto repousa exatamente na crescente importância da poupança financeira na riqueza das famílias e empresas. Esta alteração na composição da riqueza, modifica o padrão de comportamento dos agentes em relação ao gasto, seja o das famílias (consumo) seja o das empresas (investimento). A lógica da acumulação financeira sobrepõe-se e condiciona o gasto corrente. Vejamos como.

Ao analisar o impacto da acumulação patrimonial sobre o consumo das famílias, conclui que existe uma relação estável entre a riqueza e a renda. Ou seja, a taxa desejada de riqueza frente à renda, determina o quanto as famílias poupam e gastam em consumo.

Formalmente : $s = a \cdot g$ onde,

s = taxa de poupança

a = proporção da renda poupada (taxa desejada de riqueza)

g = taxa de crescimento da renda

Importante ressaltar que o crescimento da poupança não depende apenas do crescimento da renda ou de leis psicológicas que definem a propensão a consumir. A taxa desejada de riqueza assume uma dimensão fundamental, notadamente à medida que a riqueza financeira ganha papel de destaque no patrimônio das famílias. Assim, por exemplo, se caem os preços dos ativos financeiros que compõem a riqueza das famílias, estas devem passar a poupar uma parcela maior da renda para recompor o nível de riqueza desejada. Contrariamente, se aumentam os preços dos ativos, uma parcela menor da renda deve ser poupada. Ocorre portanto uma desvinculação do consumo e da poupança do nível da renda corrente e uma vinculação com o estoque de riqueza.

O consumo e a poupança enquanto fluxos macroeconômicos passam a depender primordialmente de um estoque – a poupança financeira. A liberalização financeira amplia o acesso das famílias aos títulos financeiros, abrindo perspectivas de enriquecimento que nada têm a ver com

(1) Aglietta, M. *Macroéconomie financière*. Paris : Ed. La Decouverte, 1995.

a acumulação de novas poupanças, mas com a valorização da poupança financeira. Esta última tende a ocorrer tanto pelo aumento da taxa de juros quanto pela oferta relativamente inelástica de títulos frente a uma demanda crescente, acarretando inflação nos preços de ativos financeiros.

Quanto ao financiamento do investimento, o conjunto dos países desenvolvidos apresenta um desempenho paradoxal nos anos 80 e 90. Apesar da manutenção dos lucros, o desempenho do investimento foi bastante instável. Por outro lado, aumentou substantivamente a taxa de financeirização da riqueza das empresas (ativos financeiros/ativos totais). Em tese, as finanças liberalizadas deveriam ter favorecido uma elevação da taxa de investimento produtivo e um aumento do financiamento às empresas. Observa-se contudo a manutenção de elevado grau de autofinanciamento combinado com o crédito tradicional nos países onde a taxa de inversão se ampliou.

As tendências apontadas acima resultaram, segundo Aglietta, da incapacidade das finanças de mercado de financiar o investimento produtivo baseado em inovações. Este último, por sua natureza, implica um maior grau de incerteza sobre os retornos. Assim sendo, seria necessário outra institucionalidade, ou seja, finanças assentadas em relacionamento mais estreito com as empresas e portanto capazes de avaliar e assumir riscos maiores. O predomínio das finanças de mercado acentuou a financeirização da riqueza das empresas em razão do menor risco implícito no financiamento de ativos financeiros vis a vis ao dos ativos instrumentais.

Dado que a financeirização da riqueza ocorre tanto para as famílias quanto para as empresas, torna-se relevante explicitar como são formados os preços dos ativos financeiros. A questão é central em razão do impacto das variações do valor da riqueza sobre os gastos dos agentes. Assim se os mercados de ativos são voláteis, a correspondente variação de seus preços interfere negativamente no gasto, tornando-o mais instável.

Segundo a teoria dos mercados eficientes, o preço de equilíbrio de um ativo é estabelecido quando o conjunto de agentes possuem as mesmas informações. Estando estas amplamente disseminadas não há por que apostar contra os preços estabelecidos pelo mercado. Estes incorporam toda a possibilidade de variação, vale dizer, o componente não antecipado da variação do preço é nulo. Se existir um eventual desvio do preço em relação ao preço de equilíbrio é por deficiência de informação. O ponto central, portanto, é que os desvios não são cumulativos por não estarem correlacionados. Isto nega a possibilidade de bolhas especulativas ou desvios sistemáticos de preços.

Pode-se contrapor à concepção anterior a idéia de tendência de mercado, ou seja, de movimentos cumulativos de preços na mesma direção. A rigor isto supõe que os desvios em relação aos preços de equilíbrio estariam correlacionados. Isto ocorre, segundo Aglietta, porque há uma diversidade de objetivos dos diferentes agentes que participam do mercado de títulos. O comportamento desses agentes frente às variações nos preços é também distinto, dando origem a diversas curvas de demanda. A oferta de títulos confronta-se com o somatório da demanda dos agentes distintos. Esta última por não ser linear, define a possibilidade de equilíbrios múltiplos.

Como decorrência do funcionamento do mercado de ativos financeiros descrito acima, pode-se inferir a sua instabilidade intrínseca caracterizada pela frequência e intensidade do afastamento dos preços frente aos valores fundamentais. Se esta lógica de mercado prevalece na avaliação da riqueza financeira, os investidores distanciam-se crescentemente da avaliação conduzida pelos fundamentos. Por sua vez as inovações financeiras permitem que os investidores concentrem seus recursos em ativos de maior liquidez, evitando investimentos menos líquidos. Pode-se portanto concluir que tanto a instabilidade – desvios dos preços frente aos valores fundamentais – quanto o aumento da liquidez dos títulos são fatores que tornam negativo o impacto das finanças liberalizadas sobre o investimento.

No que se refere ao papel dos bancos nas finanças liberalizadas, a crescente desintermediação financeira observada a partir dos anos 80 colocou aparentemente em cheque seu tradicional papel de intermediação, em razão do intenso crescimento das formas de dívida direta. Apesar disto, convém ressaltar o papel dos bancos na criação de moeda bancária e suas relações com o banco central, que são essenciais para a injeção de liquidez monetária na economia. Os bancos

criam meios de pagamento submetidos em última instância ao constrangimento da criação de moeda pelo Banco Central.

Dadas as relações acima, qualquer que seja a forma de organização do sistema financeiro, a liquidez no mercado de títulos está sujeita ao constrangimento da moeda bancária e da sua relação com a moeda central. Deste ponto de vista os bancos continuam a desempenhar um papel essencial nos sistemas financeiros.

Quanto à questão do financiamento, apesar de os bancos terem perdido terreno para as finanças de mercado, é inegável a sua superioridade neste aspecto. Isto porque estabelecem relações privilegiadas tanto com clientes (passivo) quanto com tomadores (ativo). Esta relação permite reduzir a preferência pela liquidez dos clientes e avaliar em maior profundidade os negócios, viabilizando investimentos que poderiam não ocorrer nas finanças de mercado.

De qualquer modo é inegável que os bancos perderam terreno a partir dos anos 80 pois o processo de liberalização deteriorou os balanços e a lucratividade bancária. O acirramento da concorrência com o sistema não bancário conduziu a uma perda dos melhores clientes, capazes de emitir dívida direta, e a generalização das quase-moedas aumentou o custo do passivo. Estas mudanças institucionais, que acentuaram o papel das finanças de mercado, sem dúvida contribuíram para o menor dinamismo do investimento.

Segundo Aglietta (1995), a crescente liberalização financeira, ao levar ao aumento da participação dos ativos financeiros na riqueza das famílias e empresas, condicionou o perfil dos ciclos sujeitando-os ao comportamento dos preços desses ativos, introduzindo novas formas de instabilidade na economia. Como veremos a seguir, do ponto de vista das famílias ocorreu uma alteração radical nos determinantes do consumo. Já nas empresas modificaram-se os determinantes do investimento.

Um dos efeitos da liberalização financeira consistiu na trajetória diferenciada da acumulação financeira frente à acumulação real, indicada pelo aumento da relação haveres financeiros/PIB. Esta última aumentou por conta da inflação de ativos, impulsionada pela valorização especulativa dos títulos e não pelo crescimento da rentabilidade. O fenômeno da valorização especulativa sustenta-se na formação de convenções e no que se poderia chamar de “miopia do mercado”.

O ciclo de preços dos ativos não obedece a nenhuma regra preestabelecida. A elevação de preços sustenta-se até o ponto onde os agentes – e os bancos que lhes fornecem crédito – apostam que a valorização excederá a taxa de juros. Mudanças de avaliação ou na taxa de juros podem portanto desencadear um processo deflacionário.

Variações nos preços dos ativos alteram a relação entre riqueza e renda das famílias e empresas, desencadeando um processo de ajustamento. As famílias como já vimos reagem a uma queda da riqueza aumentando sua poupança, o que equivale a reduzir a propensão a consumir. As empresas que têm o seu estoque de riqueza global desvalorizado procuram reduzir seu grau de endividamento, reduzindo gastos em investimentos e aumentando as margens de lucro.

Esta concepção implica uma importante reformulação da teoria keynesiana da determinação do gasto. O consumo já não pode ser considerado um componente estável da renda, pois pode assumir um comportamento pró-cíclico. Do ponto de vista do investimento, a avaliação da riqueza em títulos contamina a avaliação da riqueza instrumental. Um novo ciclo de gastos depende de um novo ciclo especulativo, que supõe a queda dos preços de ativos a um nível tal que possa ser restabelecida uma nova aposta sobre sua elevação. A dinâmica da produção corrente subordina-se estritamente ao que ocorre no mercado de ativos.

O papel dos bancos nesta nova dinâmica é crucial à medida que o ciclo de preços de ativos se funda em larga escala na concessão de crédito. Quando caem os preços dos títulos há simultaneamente uma fragilização dos balanços bancários pois os ativos dados em garantia aos empréstimos perdem valor. Os bancos tendem dessa forma a proceder a um racionamento do crédito. Isto, somado à demanda por liquidez nos mercados de ativos, precipita uma queda ainda maior nos preços dos títulos.

Para compreender o mecanismo de propagação da crise é necessário considerar o risco sistêmico. A noção de risco sistêmico envolve os fenômenos típicos das crises financeiras: aumento abrupto das taxas de juros, queda de preços dos ativos, e alta contração da liquidez provocando um clima generalizado de depressão econômica. Em geral as fontes deste risco são a anti-seleção e o risco moral. A primeira diz respeito à seleção incorreta dos prestatários e a segunda à utilização dos recursos pelos tomadores da forma mais rentável e arriscada, ambas sob a presunção da garantia de um empregador de última instância.

A razão básica para que isto ocorra é a assimetria de informações, que aumenta num contexto de liberalização, pois o acirramento da concorrência eleva o custo de sua obtenção. Isto dá origem a um comportamento de miopia intrínseca que conduz a uma subavaliação coletiva dos riscos.

Os bancos são os agentes de maior concentração do risco sistêmico por força do seu poder de disseminação da crise seja pela inter-relação existente entre eles seja pela função de criação de liquidez. Além disto nos anos 80, com a liberalização acentuou-se a fragilidade dos bancos por ter aumentado a participação dos títulos financeiros em seus ativos. Desta maneira ficaram mais expostos às variações das taxas de juros de curto prazo e ao ciclo de preço dos ativos.

As transformações ocorridas na economia a partir da liberalização financeira tornaram anacrônicos alguns instrumentos de política econômica, dentre os quais a política monetária – fundada no controle de agregados ou mesmo da taxa de juros – com o objetivo de controlar preços ou demanda agregada. O fato essencial a destacar é que os estudos empíricos não asseguram mais a correlação entre quantidade de moeda e renda ou entre a primeira e o nível de preços. As duas razões fundamentais para tal foram a crescente importância da circulação financeira enquanto fonte de demanda de moeda e a proliferação dos substitutos da moeda reduzindo sua demanda para fins transacionais.

Quanto ao impacto das taxas de juros há também a considerar importantes modificações. Ou seja, não só mudou a sensibilidade da taxa de juros à oferta monetária pelas razões apontadas acima, como mudaram também os mecanismos de transmissão, ou o impacto da variações de juros sobre a demanda agregada.

Dois alterações merecem maior destaque: a primeira diz respeito ao julgamento do mercado sobre a sustentabilidade da política monetária. A este respeito, cabe assinalar que aumentou, tanto a capacidade de análise do mercado sobre a viabilidade de permanência de uma taxa de juros determinada quanto o seu poder de confrontar a política. Um segundo aspecto refere-se ao fato de que as modificações na demanda agregada dependem antes de mais nada dos efeitos da variação das taxas de juros sobre os preços dos ativos e o desdobramento do ciclo financeiro.

Em síntese, seja em razão da redefinição do papel da moeda na economia ou da alteração dos mecanismos de transmissão, constata-se que os efeitos da política monetária estão sujeitos a uma elevada dose de incerteza e passam necessariamente pelo efeito riqueza.

As conclusões de Aglietta carregam uma dose elevada de pessimismo. Como foi visto, a liberalização financeira produziu um conjunto de efeitos indesejáveis, tais como uma maior instabilidade e menor dinamismo do capitalismo contemporâneo. Por outro lado reduziu a eficácia de mecanismos tradicionais de política econômica, em especial da política monetária, dificultando a ação do Estado para assegurar a estabilidade e o crescimento.