

Elimine rentistas com dinheiro barato

Por **Martin Wolf**

Valor Econômico, 07/05/2014

Como as empresas não investem, os bancos centrais continuarão no dinheiro barato e os rentistas continuarão a perder.

Economias de alta renda tiveram dinheiro ultrabarato por mais de cinco anos. O Japão conviveu com essa situação por quase 20 anos. Ela foi a principal reação dos formuladores de políticas públicas às crises que enfrentaram.

Os efeitos de uma política de dinheiro barato são, inevitavelmente, discutíveis. No entanto, como mostra a experiência do Japão, essa condição problemática pode se estender por muito tempo.

A mais elevada taxa de juros cobrada por qualquer dos quatro bancos centrais mais importantes das economias de alta renda é a de 0,5% do Banco da Inglaterra. Nunca antes desse período a taxa tinha sido inferior a 2%. Nos Estados Unidos, na zona do euro e no Reino Unido o balanço do banco central se aproxima atualmente de 25% do Produto Interno Bruto (PIB). No Japão já está perto de 50% e continua a subir. É verdade, o Federal Reserve está reduzindo seu programa de compras de ativos, e há rumores de que o Banco da Inglaterra enrijecerá sua política em breve. Mas na zona do euro e no Japão a questão é se não seriam necessárias novas medidas de afrouxamento.

Essas políticas sem precedentes são necessárias devido à crônica deficiência de demanda agregada mundial. Antes de a onda de crises pós-2007 atingir a economia mundial, essa deficiência foi coberta por insustentáveis surtos de crescimento do crédito em uma série de economias. Após as crises, essa medida gerou grandes déficits públicos e a tentativa dos bancos centrais de estabilizar os resultados das empresas privadas, reparar mercados de crédito quebrados, elevar os preços dos ativos e, finalmente, reacender o crescimento do crédito.

Essas políticas conseguiram, efetivamente, baixar o custo da tomada de empréstimos. Isso tornou mais fácil suportar tanto as enormes quantidades de dívida privada herdadas de antes da crise quanto a dívida pública que se acumulou na esteira dela. Relatório do Fundo Monetário Internacional publicado em outubro de 2013 concluiu que os programas de compras de bônus, a partir de novembro de 2008, baixaram os rendimentos dos bônus americanos de 10 anos em 90 a 200 pontos-base. No Reino Unido, a compra de bônus iniciada em 2008 os reduziu em 45 a 160 pontos-base. No Japão, intervenções semelhantes realizadas a partir de outubro de 2010 diminuíram as taxas em cerca de 30 pontos-base, embora os rendimentos japoneses tenham partido de um nível mais baixo.

A queda das taxas de juros também teve efeito significativo sobre a distribuição de renda. Um estudo do McKinsey Global Institute publicado no fim do ano passado mostra grandes mudanças de renda, de credores líquidos para devedores líquidos. De modo geral, os governos e as empresas saíram ganhando. As empresas de seguros, as provedoras de aposentadorias e as famílias ficaram entre os perdedores.

Os bancos estão em posição intermediária. Os bancos americanos saíram ganhando porque suas margens de juros aumentaram. Os bancos da zona do euro perderam porque suas margens de juros foram comprimidas. Os bancos britânicos também sofreram pequenas perdas.

Os governos saíram ganhando não apenas porque as taxas de juros que pagam estão mais baixas do que antes da crise, mas porque o afrouxamento quantitativo monetizou uma parcela significativa da dívida governamental de longo prazo. Assim, no caso dos EUA, o Federal Reserve transferiu US\$ 145 bilhões em ganhos produzidos pelo afrouxamento quantitativo para o governo entre 2007 e 2012. Esse valor vem se somar aos US\$ 900 bilhões que o governo economizou durante o mesmo período com a queda dos pagamentos de juros. No Reino Unido, o afrouxamento quantitativo produziu ganhos de US\$ 50 bilhões para o erário, que se somaram aos US\$ 120 bilhões economizados com juros.

Repita-se que, no caso dos EUA, taxas de juros muito mais baixas responderam por 20% do crescimento dos lucros das empresas não financeiras entre 2007 e 2012. Mas houve efeitos adversos sobre os fundos de pensão, que precisam honrar as promessas feitas aos seus membros em termos de programas de benefícios definidos, e sobre as seguradoras - especialmente as que ofereceram retornos nominais garantidos.

No caso dos fundos de pensão, a redução dos retornos de longo prazo é especialmente problemática porque diminui os retornos, ao mesmo tempo em que eleva o valor corrente dos passivos futuros. Muitas operadoras de seguro de vida podem ser obrigadas a fechar as portas se essas taxas persistirem. É uma crise de efeito retardado.

Para as famílias, as consequências distributivas das taxas de juros ultrabaixas são mais importantes do que seus efeitos agregados. Nos EUA, as famílias cujos chefes têm de 35 a 44 anos ganharam com a queda das taxas de juros, enquanto as famílias mais velhas saíram perdendo. Em média, o grupo mais jovem ganhou US\$ 1,7 mil em juros líquidos anuais e as de mais de 75 anos perderam US\$ 2,7 mil. Acima de tudo, os 10% mais ricos entre os americanos detêm cerca de 90% do total dos ativos financeiros. Assim, os principais perdedores são pessoas relativamente prósperas que dependem de renda gerada por juros. Ao mesmo tempo, essas pessoas também ganharam com as enormes altas dos preços dos bônus e com a solidez das bolsas, embora o McKinsey argumente que as baixas taxas de juros não são o fator mais importante da alta das ações.

Por mais impopular que seja para alguns, essa política é melhor que as alternativas disponíveis. Keynes tinha até uma expressão para isso - a "eutanasia do rentista". Num mundo de poupança abundante, os retornos disponíveis deveriam ser baixos: é uma consequência das forças de mercado às quais os bancos centrais reagem.

No momento, a alta propensão mundial a poupar não é acompanhada pelo desejo de investir. É por isso que os déficits públicos continuam grandes e as taxas de juros, ultrabaixas. O aumento da poupança é, atualmente, inútil. Os retornos estão sendo pressionados ainda mais para baixo pelo fato de os bancos centrais tentarem evitar que os balanços inflados criados antes da crise entrem em colapso, num episódio de insolvência em massa.

Há, no entanto, uma charada a decifrar. Por que o investimento privado não se fortaleceu, já que o setor corporativo não financeiro está, aparentemente, tão lucrativo?

A distorção dos incentivos voltados para os escalões de direção é uma das explicações possíveis. A fragilidade do setor financeiro é outro. Há também o círculo vicioso que parte da demanda fraca, chega ao investimento anêmico, e retorna à demanda fraca. E, para muitos, parece sensato postergar o investimento até que o mundo fique mais previsível.

As baixas taxas de juros são, certamente, impopulares, principalmente com rentistas cautelosos. Mas rentistas cautelosos não atendem mais a um objetivo econômico útil. O que é necessário, isso sim, são investidores autenticamente dispostos a assumir riscos. Na ausência deles, os governos precisam usar seus balanços para acumular ativos produtivos. Há poucos indícios de que farão isso. Se essa hipótese se confirmar, os bancos centrais serão empurrados em direção ao dinheiro barato. É bom se acostumar: isso vai durar. **(Tradução de Rachel Warszawski)**

Martin Wolf é editor e principal analista econômico do FT