



TEXTO PARA DISCUSSÃO

ISSN 0103-9466

367

Desacontencimentos e Desconhecimentos:

Subversão das Ideias

Fernando Nogueira da Costa

Outubro 2019



ie Instituto de
economia

Desacontecimentos e Desconhecimentos: Subversão das Ideias

Fernando Nogueira da Costa

Professor-Titular

Instituto de Economia – UNICAMP

<http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/>

E-mail: fercos@eco.unicamp.br

Resumo: O objetivo é reunir argumentos em defesa da hipótese de a economia mundial, inclusive a brasileira ainda sem ter ultrapassado a fase de desalavancagem financeira, estar em uma fase cíclica de “empurrar corda”, pré-normalização, para posterior retomada de alavancagem financeira em novo ciclo de endividamento. Nesta fase, teorias parecem estar de ponta-cabeça, ou seja, “de cabeça para baixo”. As instituições e seus analistas estão com pernas ao ar e cabeça no chão. O Ovo de Colombo significa algo muito difícil de se pensar parece muito fácil depois de ter sido adequadamente teorizado.

Palavras-chave: Juros Negativos – Suavização do Ciclo – Crédito dirigido pela Demanda

JEL Classification: E3 - Prices, Business Fluctuations, and Cycles; E4 - Money and Interest Rates; E43 - Determination of Interest Rates; Term Structure of Interest Rates.

Sumário

<i>Introdução</i>	2
<i>Dinheiro de Helicóptero irriga Liquidez sobre Lama do Consumismo</i>	4
<i>Juros Negativos e Preservação da Riqueza</i>	8
Juros Negativos	8
Cenário de Juros Negativos e Desglobalização	12
Preservação da Riqueza em Fase de Juros Negativos	15
<i>Banco Central sem Meta Inflacionária: Suavização do Ciclo</i>	18
<i>MMT: Teoria Moderna da Moeda para enfrentar Velha Armadilha da Liquidez</i>	22
MMT (Teoria Moderna da Moeda): Avanços e Limites.....	22
Debate da MMT no <i>mainstream</i> brasileiro	26
<i>Depreciação da Moeda Nacional e Risco de Dolarização e Hiperinflação</i>	29
<i>Conclusão: Economicismo ou Culturalismo</i>	33
<i>Bibliografia</i>	35

Introdução

Teoria é um aprendizado dependente de repetição. Descobre um padrão de comportamento com base em tentativas-e-erros. Racionalmente, descarta o errado e incorpora o acerto. Falseada uma hipótese, levanta-se outra ideia original a ser testada. O método científico é dialético – tese-antítese-síntese – ou um encadeamento de hipótese-teste-tese, sustentando a hipótese enquanto encontrar argumentos e evidências empíricas em favor de sua veracidade.

Acontecimento pode ser o que acontece ou se realiza de modo inesperado por acaso, eventualidade ou acidentalidade. O neologismo “desacontecimento” reforça a ideia do desafio teórico a ser enfrentado aqui-e-agora. É possível teorizar o desconhecido ou inesperado?

O que acontece de fato, uma ocorrência digna de nota, mesmo sendo por acidente e anunciado em manchete sensacionalista, permite um estudo de caso real. Embora possa ser raro, um primeiro caso a estudar poderá ser “o cisne-negro falseador da teoria de todos os cisnes serem brancos”.

Absurdo é um adjetivo referente a aquilo destituído de razão, de propósito ou de sensatez. Etimologicamente, este termo é derivado do latim erudito *absurdus*. Por significar “o que é desagradável ao ouvido” ou “o que é incompreensível”, *absurdus* é derivado do latim *surdus*. Este é traduzido literalmente como “surdo”.

Esta surdez parece acometer economistas ortodoxos (e a mídia pautada por eles) quando deveriam escutar ideias de vanguarda, classificadas por eles como “heterodoxas”. Acusam-nas, sumariamente, de ser ilógicas, incoerentes, disparatadas, despropositadas, incongruentes, irracionais, contraditórias, paradoxais, insensatas, tolas, ridículas, utópicas e ilusórias.

“Fazer ouvidos de mercador” significa “fingir não ouvir”, fazer-se desentendido, não querer ouvir, não prestar atenção, não ligar ou dar importância. A formação ortodoxa adverte aos economistas doutrinados “fazer orelhas moucas” quanto às ideias heterodoxas. Essa expressão significa “fazer de conta não ter ouvido”, “não dar importância ao ouvido”, “fazer-se de surdo” quando se depara com ideias divergentes de suas crenças.

O mercador é “quem compra para revender”. Compreende-se então “não querer ouvir” os valores propostos inicialmente. Efeito Dotação ocorre por se dar mais valor ao possuído em lugar do não possuído. O fato de possuir alguma coisa lhe agrega um valor emocional subjetivo. Economistas ortodoxos se apegam, emocional e pecuniariamente, à

casta dos mercadores, quase tanto como aos conceitos tradicionais. Não se desligam do aprendido em sua juventude. Carregam a vida estudantil por toda a vida profissional.

Daí o conservador Mr. Winston Churchill ironizou: “se você coloca dois economistas em uma sala, você acha duas opiniões, exceto se um deles for Keynes, quando você acha três opiniões”. John Maynard Keynes foi ironizado por mudar de ideia. Ele respondeu: “Quando os fatos mudam, eu mudo minha opinião. E o senhor, o que faz?”. Acrescentou: “Prefiro ser vago e correto em vez de preciso e errado”.

Economista é quem não sabe o que está falando e te convence a culpa ser sua por não entender o que ele está dizendo. Sobre a realidade atual só quem viveu (ou leu) o ocorrido nos anos 30 do século passado, após a Grande Depressão, talvez possa fazer alguma analogia a partir de experiência vivenciada. Como se comemora 90 anos do *crash* da bolsa de Nova York no dia 29 de outubro de 1929, poucos sobreviventes estão lúcidos para tanto: identificar paralelismos.

Hoje, as teorias adequadas parecem estar de ponta-cabeça, ou seja, “de cabeça para baixo” em relação às ideias convencionais do *mainstream*. As instituições e seus analistas estão com pernas ao ar e cabeça no chão. No entanto, pensando “fora-da-caixa”, isto é, fora da corrente principal, os heterodoxos apresentam um Ovo de Colombo. Algo muito difícil de se pensar parece muito fácil depois de ter sido adequadamente teorizado por eles. A heterodoxia sempre foi a vanguarda na história do pensamento econômico. Depois de testadas, suas ideias adequadas foram incorporadas pela corrente principal.

O objetivo neste Texto para Discussão é reunir argumentos em defesa da hipótese de a economia mundial estar em uma fase cíclica de “empurrar corda”, pré-normalização, para posterior retomada de alavancagem financeira em novo ciclo de endividamento. Embora em fase de “desglobalização”, protecionismo e isolacionismo, a economia brasileira, ainda sem ter ultrapassado plenamente a fase de desalavancagem financeira, se subordina ao ciclo econômico de endividamento mundial.

Começo com um estudo de caso real: o que acontece quando um helicóptero do Mercado, sob o ordenamento do Estado, irriga liquidez (dinheiro) sobre uma Comunidade para drenar a dor da morte sob a lama com consumismo. Em seguida, analiso a Era dos Juros Negativos. Como fazer a preservação da riqueza financeira acumulada para a aposentadoria sob essa situação?

Deparo-me, depois, diante do fato dos Bancos Centrais não conseguirem mais alcançar a meta inflacionária por ela estar acima da inflação corrente. É necessário (e possível) subir a inflação para o centro da meta? Ou a Autoridade Monetária deveria, em

vez disso, se preocupar com a “suavização do ciclo”? Afinal, seu papel histórico principal sempre foi ser “emprestador em última instância” como protetor do sistema financeiro. Hoje deve se tornar “emprestador em primeira instância”?

Cabe aplicar a MMT (Teoria Moderna da Moeda) à prática de emissão (“afrouxamento monetário”) face à velha armadilha da liquidez? Ou a assimetria da política monetária indica isso ser como “enxugar gelo”? Afinal, “você pode levar o cavalo à fonte, mas não pode obrigá-lo a beber, assim como pode dar liquidez à economia, mas não consegue expandi-la”. O risco de uma aplicação inadvertida de uma teoria a um tempo e um lugar inadequado, por exemplo, uma economia periférica, é ter um efeito cambial, levando à excessiva depreciação da moeda nacional e até mesmo à dolarização, caso a reserva cambial não suporte o ataque especulativo.

Ao fim e ao cabo, parece o “horizontalismo” de Basil Moore ter saído vencedor no debate dos anos 90 com o fundamentalismo pós-keynesiano: a atual conjuntura prova o crédito ser dirigido pela demanda. Política monetária com juros baixos ou negativos é como uma mola, serve para puxar, mas para impulsionar não é de grande valia.

Na conclusão, analiso o impacto político do *efeito desespero*. Além do desemprego cíclico, atualmente, se soma o desemprego tecnológico. Esse contexto impulsiona o apelo ao populismo de direita autoritário contra a democracia liberal. Para evitar líderes conservadores dizendo “falar em nome do povo”, quando atende apenas à sua base eleitoral eventualmente majoritária, a defesa dos direitos civis e políticos da minoria é crucial para preservação das instituições democráticas. Afinal, a vanguarda em todas as áreas, seja em costumes, seja em teorias, é inicialmente minoritária.

Dinheiro de Helicóptero irriga Liquidez sobre Lama do Consumismo

Para explicar a crítica monetarista à política monetária de dinheiro farto e barato, o economista diz: os salários reais serão mais baixos, expressos em termos da média de preços futuros, quando utilizados. Para isso, usa a narrativa de uma ilha no arquipélago.

É como se tudo acontecesse em uma economia formada por várias ilhas sem telecomunicações entre elas, cada qual com uma firma e um segmento do mercado de trabalho. Todo dia os trabalhadores de uma mesma ilha determinam, através de um leiloeiro, o *salário nominal* e o nível de emprego. Se um trabalhador deseja saber o nível de salário em uma ilha vizinha, para conhecer seu *salário relativo*, ele deve desocupar-se e perder algum tempo “remando” até ela para se informar. Observe a quebra de uma premissa neoclássica: as informações não circulam perfeitamente.

Suponha o governo keynesiano desse arquipélago resolver ampliar a demanda agregada, através de uma política monetária expansionista ou “frouxa” e/ou de uma política fiscal “mal financiada”, ou seja, via emissão monetária. É como um helicóptero do Banco Central sobrevoasse o arquipélago, lançando sobre ele “papéis pintados” pela Casa da Moeda. Caso o excesso de papel-moeda caísse sobre todas as ilhas, provocariam aumentos de preços e salários em cada qual.

Porém, os trabalhadores de cada ilha não perceberiam os salários em todo o arquipélago (a economia global) terem se elevado. Supondo ter o maior salário, estariam dispostos a ampliar a oferta de emprego, abandonando a preferência pelo lazer, ou seja, “balançar-se em rede sob palmeiras de uma paradisíaca ilha da fantasia”.

Somente um tempo após, quando recebessem os maiores salários nominais e remassem para outras ilhas, nas horas vagas, seja para adquirir os outros bens de sua cesta básica de consumo, seja para se informar sobre seus salários relativos aos dos colegas das demais ilhas, eles teriam conhecimento do nível geral de preços. Constatariam, então, nem os salários reais esperados terem sido os efetivados nem seus salários estarem relativamente mais elevados – e eles mais ricos em relação aos demais trabalhadores. Desapontados, cessaria a ilusão monetária: eles reduziriam a oferta de emprego e, assim, o nível de produto também cairia. Esta é a narrativa metafórica monetarista.

É inspirada na resposta de Milton Friedman quando lhe perguntaram: “como é a entrada de dinheiro na economia?” Ora, respondeu ele, “o helicóptero do Banco Central o joga do céu”. Aqui-e-agora, a Vale após ter remetido lama sobre Brumadinho, envia seu “helicóptero” à Comunidade. É uma solução de Mercado negociada com o Estado.

Esse estudo de caso dramático traz conhecimentos para a Economia Comportamental. Segundo Góes (Valor, 30/09/2019), em abril de 2019, a Vale fechou termo de compromisso com a Defensoria Pública de Minas Gerais para fazer o pagamento de indenizações extrajudiciais. Foram firmados até agora 514 acordos individuais ou por grupo familiar. Totalizam mais de mil pessoas. Dentro do acordo, foi criado o Programa de Assistência Integral aos Atingidos, formado por várias frentes: compra de moradia, retomada das atividades comercial e agropecuária, e educação financeira.

A Educação Financeira é considerada o destaque do programa pela Vale, pois busca conscientizar as famílias pobres receptoras de dinheiro em quantia com a qual nunca lidou na vida. O “aconselhamento financeiro” enfatiza importância de se planejar o uso do dinheiro para servir à “normalização” da vida das pessoas após a tragédia familiar. A adesão das famílias ao programa é voluntária. Quando o acordo é homologado pelo juiz, a Vale

paga o valor de forma integral e, se a família concordar, a empresa presta a consultoria financeira por dois anos.

O apoio financeiro da Vale aos moradores de Brumadinho e região se dá de diversas formas. Uma delas consistiu em doações, feitas logo nas primeiras semanas depois da tragédia provocado pelo rompimento da barragem de dejetos da empresa mineradora. Quem perdeu um familiar recebeu R\$ 100 mil, quem teve a casa afetada embolsou R\$ 50 mil, e quem teve sua atividade econômica prejudicada teve direito a R\$ 15 mil. Outra ação, ainda em andamento, prevê a ajuda emergencial para mais de cem mil pessoas, válida por 12 meses a contar de janeiro de 2020. Há ainda o pagamento de indenizações individuais ou por grupo familiar relacionadas a danos morais, materiais ou por lucro cessante. Essas indenizações podem envolver cifras milionárias.

O *boom* de consumo registrado em Brumadinho se vincula, sobretudo, à segunda parte dessa ajuda. Em março de 2019, a mineradora fechou com autoridades Termo de Acordo Preliminar (TAP), incluindo 106 mil beneficiários ao longo da bacia do rio Paraopeba. Ela envolve Brumadinho e outros municípios da região. O acordo prevê pagamento de um salário mínimo (R\$ 998) por mês para todos os adultos: do mendigo ao empresário, do lixeiro à diretora de escola, todos têm direito. Adolescentes recebem meio salário mínimo e crianças, um quarto. O valor médio por família é de R\$ 2 mil a R\$ 2,5 mil. O montante será pago até dezembro de 2019 e não envolve pessoas diretamente afetadas pela tragédia. Nove meses após, 249 corpos foram encontrados, mas 21 continuam desaparecidos sob a lama.

Esse “laboratório” social também permite visualizar qual seria o efeito de um “salário mínimo universal” com pretensão de fornecer uma renda básica para todos os cidadãos. Um programa de renda mínima universal foi adotado pela Finlândia. Não levou os desempregados atendidos a trabalharem mais para complementarem suas rendas, como era esperado, mas teve impacto positivo no bem-estar dessas pessoas.

Em janeiro de 2019, o programa encerrou o período de dois anos de testes, beneficiando dois mil finlandeses, escolhidos aleatoriamente entre os desempregados do país. Eles se tornaram os primeiros europeus a receber um pagamento mensal regular do Estado, sem o risco de ter o benefício cortado, caso conseguissem emprego. A Finlândia está experimentando alternativas ao sistema de Previdência atualmente usado no país.

Souza (Valor, 30/09/2019) publicou alguns resultados do TAP: “lojas de celulares, de roupas, de sapatos, de móveis, de utensílios domésticos, salões de beleza, supermercados multiplicaram suas vendas. Moradores contam haver muito mais carros circulando e até

cirurgias de implante de silicone terem virado um *hit*, pagas com dinheiro da mineradora. Brumadinho se viu, de repente, mergulhada em uma inédita *febre de consumo*”.

Para o comércio, a injeção de renda extra nas famílias fez de Brumadinho uma ilha da fantasia, devido às compras. “Pessoas antes sem nenhuma condição financeira passaram a comprar muito. Loja recebia antes uma carreta por semana com produtos. No pico das vendas, começarão a vir três carretas por semana. Antes do desastre, o faturamento da unidade da EletroZema da cidade era de cerca de R\$ 250 mil, mas, nos primeiros meses após o dinheiro da Vale cair nas contas correntes dos moradores, o faturamento mensal saltou para R\$ 1 milhão, segundo funcionários. Hoje caiu, mas ainda está superior ao anterior: cerca de R\$ 450 mil. A rede EletroZema pertence à família do governador de Minas Gerais, Romeu Zema, do partido Novo. A empresa tem forte presença no interior do Estado e uma clientela formada por consumidores de baixa renda”.

Com mais dinheiro circulando em Brumadinho, a receita com impostos da Prefeitura aumentou. O salto se deve também à chegada de várias empresas contratadas pela Vale para obras de reconstrução na região.

Aumentou também o tamanho da população. Dados compilados pela prefeitura, com base em registros nos postos de saúde, estimam: em dezembro de 2018 havia 39,5 mil moradores, em junho de 2019, tinha aumentado 10% para 43,5 mil.

O dinheiro pago pela Vale na cidade provocou ainda outro efeito: *o abandono do trabalho*. Diretores da Câmara de Dirigentes Lojistas (CDL) e funcionários da prefeitura testemunham: vários moradores antes com empregos de baixos salários optaram por viver apenas da ajuda da Vale. Pedreiros, diaristas, pessoal de cozinha, caseiros, jardineiros sumiram do mercado de trabalho. Quem continua passa a cobrar mais pelos serviços.

Essa situação criou uma ilusão de conforto em Brumadinho, mas tem prazo para acabar. Pelo acordo firmado, a Vale deposita em dezembro a última parcela dos pagamentos aos moradores. A mistura da dor do luto com o dinheiro “caído do céu” tem provocado um estado de confusão psicológica e emocional na cidade. “As pessoas ficam rindo da nossa cara, fazem festa, churrasco em cima da nossa dor, ela não acaba”, disse um enlutado. Parentes diretos de mortos e desaparecidos na barragem da Mina do Córrego do Feijão têm direito a indenizações, a cada um, até R\$ 700 mil.

A cidade tinha até a tragédia sua economia e seus empregos baseados na mineração, sobretudo, da Vale. Agora, nem o comércio, nem a prefeitura, ninguém sabe qual será seu novo rumo. A Vale parou de operar. Recolherá os *royalties* mensais de R\$ 3,3 milhões só até 2020. E a bolha de consumo tende a desinflar a partir de janeiro.

Educação Financeira com base em Finanças Comportamentais teria alertado para o fenômeno chamado de “miopia”. Os trabalhadores-consumistas não conseguem enxergar o problema criado para seu ainda distante futuro de vida inativa. Mesmo se trocarem a *fase de acumulação de recursos*, planejada para sua aposentadoria, por *fase de consumo*, imaginam ter um futuro confortável. No entanto, não sabem sequer responder quanto vão precisar aplicar, periodicamente, para alcançar esse conforto. Como confiam apenas no “Deus dará”, em geral, aplicam abaixo do necessitado.

Os recebimentos concentrados em pagamento único, como bônus anuais, em geral são aplicados. Porém, maiores rendimentos mensais tendem só a aumentar o consumo do indivíduo. Por exemplo, se a Vale tivesse pago R\$ 12.000,00 a cada um de uma só vez provavelmente teria mais chances de o dinheiro ser aplicado em reservas financeiras para o futuro incerto. Porém, ao receber R\$ 1.000,00 por mês durante um ano, o carente de Educação Financeira aumenta seu consumo mensal. O aumento provisório da renda não serve para seu conforto mais perene ou mesmo sua aposentadoria. Quem não a souber planejar, reduzirá drasticamente o padrão de vida

Juros Negativos e Preservação da Riqueza

Juros Negativos

A *inversão da curva de juros* ocorre quando as taxas de juros de longo prazo (por exemplo, 30 anos: curva vermelha no gráfico abaixo) ficam menores se comparadas às taxas de juros de curto prazo (por exemplo, 3 meses: azul). Obviamente, trata-se de uma anomalia o fato de os juros de longo prazo se tornarem inferiores aos juros de curto prazo.



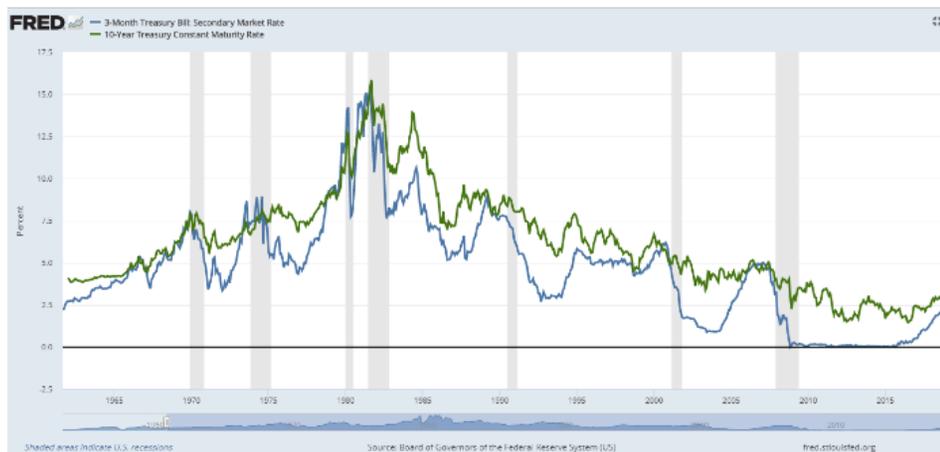


Figura 2: Linha azul: a taxa de juros de 3 meses. Linha verde: taxa de juros de 10 anos. Barras Cinzas: recessão

Em épocas normais, quanto mais longo o período de um empréstimo, maiores os juros exigidos. Basicamente, três componentes definem a taxa de juros para um empréstimo: o risco do credor (valor da garantia colateral) face ao do devedor (rendimentos esperados), a expectativa de inflação superar (ou não) os juros cobrados, e o prêmio pelo abandono da liquidez, considerando o custo de oportunidade de transferir seus recursos para outro lugar com eles.

Quanto maior o período do empréstimo, maiores as chances desses fatores variarem ao longo do tempo. Logo, maiores serão os juros exigidos para compensar. É uma anomalia o fato de os juros de longo prazo se tornarem inferiores aos juros de curto prazo.

Porém, em raras ocasiões, acontece uma inversão entre as curvas de juros de curto e de longo prazo. A curva de juros inverte graças ao comportamento distinto entre os vencimentos mais curtos, refletindo decisões de política monetária, os longos respondendo às alterações nas expectativas de inflação e no prêmio de risco, inclusive para o abandono da liquidez. Se eleva a demanda por títulos longos, caem seus juros.

Nos Estados Unidos está acontecendo uma corrida para proteção por medo de recessão. Antes da explosão da crise financeira global, o maior ciclo de expansão da história econômica norte-americana havia durado 120 meses. O ciclo econômico desde então se tornou a mais longa série temporal de crescimento, embora este seja anêmico. Quanto mais longa é a expansão, maior a probabilidade de reverter para uma recessão.

O ativo mais seguro do mundo é o *Treasury*. Para os títulos do Tesouro americano, mesmo os de dez anos para vencimento, assume-se o risco soberano ser muito pequeno por conta do devedor ser a maior potência econômica mundial.

Quando há risco adicional, devido à persistência no baixo crescimento das rendas nacionais para pagar as dívidas acumuladas em todo o mundo, ocorre uma corrida para ativos mais seguros, denominada *flight to quality*. Essa demanda faz os preços subirem e os rendimentos caírem. A relação entre a taxa de juro e o preço de um título de dívida com renda prefixada, depois de estabelecida por deságio em seu leilão primário, se torna variável no mercado secundário antes de seu vencimento.

No mercado financeiro há instabilidade nos negócios e esse mesmo título é negociado em ocasiões diferentes por preços superiores ou inferiores ao seu valor inicial. Logo, as taxas de juros efetivamente recebidas pelos distintos compradores estarão relacionadas aos preços pagos pelos títulos quando forem transacionados no mercado secundário.

A elevação dos preços dos títulos equivale às quedas nas taxas de juros e, inversamente, quando ocorrem quedas nos preços há equivalentes elevações nas taxas de juros efetivamente pagas. Isto ocorre por conta de os títulos serem de renda fixa em longo prazo. A ideia pode ser formulada: $PT = VA = RF / i$, onde PT é o preço do título a ser pago, VA é o valor atual ou presente da série de rendimentos futuros, RF é o rendimento fixo em determinado período (mensal/semestral/anual), e i é a taxa de juro. Dado o RF, quando se eleva o PT, se reduz o i efetivamente recebido.

Por isso, a demanda especulativa por moeda em ocasião de “armadilha de liquidez” se deve ao fato de os investidores reterem ativos monetários ociosos (ou disponíveis de imediato) enquanto esperam os preços dos títulos ou as taxas de juros se alterarem. Quando adquirem títulos nas fases de queda de seus preços, especulam em vendê-los posteriormente por preços mais elevados. O sucesso dessa especulação se baseia em fazer a previsão correta dos movimentos futuros das taxas de juros. Quando há deflação, sempre se espera preços mais baixos no futuro – e não se compra nada no presente.

Sob o ponto de vista de indivíduos e empresas não-financeiras, juros mais elevados hoje geram maior atratividade para aplicação financeira de imediato, postergando a decisão de investir em algum negócio produtivo para o futuro. Bancos descasam os prazos de vencimentos, os indexadores e/ou os juros de seus ativos e passivos, captando recursos no juro curto e emprestando no juro longo. Sob o ponto de vista deles, expõem-se a risco quando há inversão entre essas taxas de juros curtas e longas.

Se um título de renda fixa tivesse sido comprado por um determinado valor de face, em um contexto de taxas de juros baixas, um aumento das taxas correntes de mercado reduziria o valor presente dos fluxos de caixa do título para o investidor. Esse aumento também reduz o preço ao qual poderia ser vendido, hoje, no mercado secundário.

A marcação a mercado, decorrente do método de contabilização a valor de mercado, reflete a realidade econômica dos preços correntes – e não os preços vigentes quando os ativos e os passivos foram originalmente comprados ou vendidos. Estabelece o preço presente a ser pago pelo banco caso o depositante resgate o investimento no mercado secundário antes de cumprido todo o prazo de vencimento estabelecido.

A estratégia de casamento de prazos nem sempre eliminará todo o risco de variação da taxa de juros. A imunização obriga o banco a levar em conta as durations [“durações”], isto é, os distintos prazos médios dos fluxos de caixa de ativos e de passivos, e o grau de alavancagem no balanço do banco, ou seja, a proporção de ativos financiados por recursos de terceiros em lugar de capital próprio.

Quando uma inversão de mercado leva a taxa de juros longa ficar abaixo da taxa curta, isso repercute no spread do crédito, exigindo uma reavaliação de risco de empréstimos muito mais prudente. A decorrente queda de refinanciamentos leva à escassez de liquidez para a alavancagem financeira da rentabilidade dos empreendedores. Cai a atividade econômica. Dessa forma, juros de curto prazo acima do retorno esperado em longo prazo reduzem a liquidez disponível para empréstimos, inviabilizam empreendimentos, aumentam o desemprego e geram recessões.

Na crise de 2008, para salvar bancos e empresas não-financeiras, houve muitos lançamentos de títulos de dívida pública. Depois, visando reverter a escassez de liquidez, desencadeada pela crise do subprime norte-americano, Bancos Centrais de países desenvolvidos iniciaram um programa maciço de recompra de títulos conhecido como *Quantitative Easing* (QE) ou “afrouxamento monetário”. Essa fase de “monetização da dívida pública” corresponde à da desalavancagem financeira deflacionária.

No caso dos Estados Unidos, o estoque de ativos no orçamento monetário do Federal Reserve (FED) saltou de US\$ 1,0 trilhão em setembro de 2008 para US\$ 4,5 trilhões até janeiro de 2018. Aí se iniciou um gradual processo de monetização da dívida pública. Quando a Autoridade Monetária anunciou a interrupção nos resgates de seus ativos, o FED já detinha bem menos: US\$ 3,8 trilhões.

O excesso de liquidez impactou drasticamente a eficácia dos juros como instrumento de política monetária expansionista, criando uma espécie de “armadilha de liquidez” desfavorável a novo ciclo de endividamento. A liquidity trap surge quando a taxa de juros nominal chega a zero ou a próximo dele. Então, a política monetária perde potência na fase conhecida como a de “empurrando corda”.

Empresas não-financeiras endividadas se aproveitam para trocar dívidas bancárias caras por lançamentos de debêntures menos custosos. No Brasil, esses títulos de dívida direta se referem a percentuais de CDI em queda para o menor patamar histórico. Embora tenha caído a relação entre as despesas financeiras e a receita líquida de vendas e havido uma melhora no perfil de endividamento, em relação ao capital próprio o endividamento líquido (empréstimos e financiamentos menos caixa e aplicações financeiras) das indústrias brasileiras subiu no primeiro semestre de 2019 para 91,6%.

Hoje, US\$ 17 trilhões em títulos de dívida pública no mundo rendem juros nominais negativos, equivalendo a cerca de 20% do PIB global. Era um fenômeno impensável de acontecer. O endividamento dificulta nova alavancagem financeira e crescimento. Com estagnação e ocupações ameaçadas de desemprego tecnológico, não há pressão salarial e não se eleva preços mesmo após todo o “afrouxamento monetário”. Sem inflação não há motivo para juros elevados. A “eutanásia dos rentistas” deixou de ser uma ameaça imediata. Eles abrem mão de rendimentos financeiros em troca de segurança e liquidez.

Para executar o planejamento financeiro da aposentadoria, camadas de rendas mais elevadas diminuem a propensão a consumir. Compensam assim a queda dos juros.

Taxas negativas estão virando a norma para depósitos institucionais. Nas operações de dívida pública, o Estado passou a exigir do ente privado, para ele manter seus títulos com risco soberano em suas carteiras, receber menos do aplicado, daí a noção de negativo. Juros negativos não significam o credor privado pagar pelo risco assumido em operações de empréstimos a terceiros. Significam pagar para ter dinheiro armazenado, como colecionadores já pagam para guardar ações, carros clássicos ou obras de arte.

No Brasil, foram completados 20 trimestres com o PIB em dólares abaixo do registrado no início da crise, a pior marca em mais de 50 anos. Com a *estagdesigualdade* (desemprego e concentração de riqueza), muitos preços sofrem deflação. A recuperação da economia brasileira não é prioridade do atual desgoverno. E o mercado não anda por si só: aqui a iniciativa particular não inicia nada sem apoio oficial. A economia brasileira alcançará uma situação parecida com a do resto do mundo, onde não há mais juros para o baixo risco soberano? Aqui o risco é a fuga para a dolarização.

Cenário de Juros Negativos e Desglobalização

É hipotético haver um determinado valor para equilíbrio em uma economia como parte de um sistema complexo emergente de interações dinâmicas entre inúmeros outros componentes. Equilíbrio geral é fruto da imaginação mimética (e não original) de

economistas copistas da Física newtoniana: os planos de todos os agentes econômicos coincidirem entre si e com a disponibilidade de recursos produtivos em determinada data – e permanecerem assim estáticos de modo a não alterar o sistema de preços relativos.

Consequentemente, o método tradicional de baixar mais o juro para guiar uma economia de regresso ao pressuposto equilíbrio (“reversão à média”) torna-se ineficaz. Nestas situações deflacionárias e recessivas – quando se convencionou o cartaz “fiado só amanhã” –, todos os agentes ficam no aguardo de “outro mundo é possível”.

Enquanto isso, não esperam retornos de grandes valores dos investimentos em renda fixa ou em empreendimentos produtivos. Massivamente, têm preferência pela liquidez dos depósitos de curto prazo, em vez de fazerem investimentos com longo prazo de maturação. Com isso, uma economia já em estado de recessão sofre um agravamento crítico, entrando em uma *fase de desalavancagem deflacionária*.

Manter ou expandir o *Quantitative Easing* (QE ou “afrouxamento monetário”) pode indicar redução ainda maior dos juros longos, sinalizadores da taxa de retorno em longo prazo. Eles já possuem tendência secular de queda frente à cultura obsessiva de controle inflacionário, existente desde os anos 1980, às mudanças na composição demográfica e à evolução da tecnologia.

Esses fatores estruturais são fundamentos para justificar juros abaixo de zero. Quanto à demografia, o aumento de expectativa de vida eleva a poupança pessoal para investimentos financeiros. Enquanto isso ocorre, as novas tecnologias poupam capital. Elas se tornam cada vez mais baratas, reduzindo a demanda por investimento. Em raciocínio inspirado em Knut Wicksell se diz: “a resultante poupança em excesso empurra a taxa ‘natural’ de juros cada vez mais para abaixo da taxa de mercado”.

Fatores conjunturais também ajudam a derrubar a taxa de juros, como o enfraquecimento da atividade econômica e a própria guerra comercial entre Estados Unidos e China. Um ambiente menos competitivo prejudica a inovação, enquanto a maior indefinição política (e geopolítica) afeta as decisões de investimento empresarial.

Juro é a remuneração cobrada pelo empréstimo de dinheiro. Compensa o custo de oportunidade do credor por ele dispor seu capital próprio ao devedor. Este terá a chance de alavancar a rentabilidade de seus negócios em escala maior. O crédito é dirigido pela demanda, quando há projetos de investimentos, e não pelos bancos ofertantes. Por isso, pensa-se, equivocadamente, em aumentar o custo de oportunidade de manutenção de reservas bancárias ser o jeito de fazer o dinheiro efetivamente circular. Daí as taxas de juros negativas estão penalizando depósitos institucionais nos Bancos Centrais.

A questão ininteligível para nós, brasileiros, é: por que alguém compra um título com rendimento negativo? Há algumas explicações, dependendo do tipo de investidor.

Os bancos europeus, por exemplo, têm de pagar 0,5% ao ano para depositarem seus recursos no Banco Central Europeu (BCE). Ao investirem em títulos de bons emissores com rendimentos de -0,20% ou -0,30% ao ano, estão diminuindo o custo de oportunidade de manter seus recursos voluntários junto ao BCE.

Hoje, em lugar do retorno, se prioriza a qualidade de crédito (risco de mercado) e a liquidez. Um Banco Central provê segurança ao depositante em reservas bancárias. Além disso, bancos contam com um mercado secundário extremamente líquido para títulos de dívida pública. Na eventualidade de uma reversão nos mercados, ativos de maior risco, emitidos por empresas de pior qualidade de crédito, sofrerão mais em relação ao risco soberano. Paga-se, dessa forma, por proteção da riqueza financeira.

Além disso, alguns apostam em haver juros ainda mais negativos no futuro. Nesse cenário, os títulos comprados no nível atual de taxa prefixada se valorizarão e beneficiarão quem os comprar hoje.

Mas há também uma abordagem estruturalista sobre as causas desse fenômeno incomum na história financeira mundial. As forças deflacionárias teriam entrado em ação a partir do fim dos anos 70 e início dos 80, quando houve o envelhecimento da geração “*baby boom*”, o fim dos choques inflacionários do petróleo e o início das relações diplomáticas e de comércio dos Estados Unidos com a China. Na prática inicial, se tornou uma integração comercial, denominada *Chimérica*, típica da globalização.

Esses fatores, antes impulsionadores do movimento a um pico inflacionário em 1979, foram ultrapassados a partir da overdose dos juros com o monetarismo de Volcker, no comando do FED, durante o neoliberalismo de Ronald Reagan. A inflexão da política monetária norte-americana em 1979 é frequentemente interpretada como uma reação à crise do dólar como moeda-chave do sistema internacional e a retomada da hegemonia norte-americana.

Ao longo neoliberalismo instalado desde então se juntaram, mais recentemente, novas pressões deflacionárias, como o envelhecimento da população e os avanços tecnológicos. A primeira leva à ampliação de investimentos e à diminuição do consumo. Produtividade em larga escala permite o barateamento dos bens de consumo durável, deixando de serem classificados como de luxo ou de consumo capitalista por permitirem o acesso popular e mundial a eles.

Como consequência, os Bancos Centrais mal conseguem atingir o piso de suas metas de inflação. Na realidade, lutam contra a deflação. Enquanto consumidores esperarem os preços de amanhã estarem mais baixos em relação ao de hoje, adiarão sempre o consumo. Paralelamente, enquanto esperarem os juros no futuro estarem mais elevados em relação aos do presente, adiarão a liberalização da moeda para cessão a terceiros. Diante da impossibilidade de elevar os preços da economia, a estagnação econômica ou mesmo a recessão aparecem como “novo normal”.

É possível a próxima tentativa de os Bancos Centrais ser a depreciação da moeda nacional, por meio de sua emissão excessiva e juros reais ainda mais negativos. Em regime de câmbio fixo, fariam uma súbita desvalorização cambial oficial. Em nova Era de Protecionismo – ou “desglobalização” – tais medidas unilaterais poderão levar a uma guerra cambial sem vencedor claro a priori. Haverá mais um episódio da Guerra Comercial entre Estados Unidos e China ou Trump sofrerá antes um *impeachment*?

Preservação da Riqueza em Fase de Juros Negativos

A crescente incerteza em relação às perspectivas econômicas provoca uma queda na propensão a consumir, face à necessidade de um aumento da poupança para investimentos financeiros planejados, e uma maior demanda por ativos seguros para proteção da riqueza financeira já acumulada. Como não se adiciona valor novo, a disputa passa a ser por ativos já existentes.

O caminho natural, por exclusão da renda fixa com baixos juros, tem sido maior demanda por ativos de risco, como ações, debêntures, high yield e imóveis. Estes ativos, após anos de afrouxamento monetário e juros baixos, firmaram tendência firme de alta das cotações, embora seus preços já se encontrem em patamares recordes.

A recomendação é a compra de ativos capazes de manter seu valor mesmo diante de uma depreciação da moeda pela qual são cotados. Preferencialmente, se tiverem alguma limitação de oferta, o choque de demanda inflará as bolhas de ativos por mais algum tempo. São ativos propícios à especulação as ações de empresas com algum poder de imposição de preço ou rendimentos previsíveis e recorrentes, por exemplo, recebíveis de companhias de eletricidade ou outras concessionárias de serviços de utilidade pública sem os quais se vive. Também interessam os imóveis em locais onde a oferta não possa ser facilmente expandida, bem como outros ativos existentes, cuja oferta não seja infinita, como ouro e determinadas commodities.

Lembrando do Modelo de Dois Preços de Hyman Minsky, nesses casos, o ganho de capital pelo aumento do valor de mercado do existente torna-se superior à rentabilidade esperada da produção de novo. A inflação de ativos supera a inflação corrente, devido à especulação com ativos existentes, por exemplo, imóveis usados.

Caso a inflação de ativos contamine as demais formas de manutenção de riqueza, inclusive a financeira, elevando os juros de mercado, o custo do serviço da dívida pode se tornar superior à rentabilidade esperada, seja com o aluguel, seja com o ganho de capital com a venda do imóvel. Agrava-se a fragilidade financeira do devedor em busca de maior rentabilidade patrimonial via alavancagem com recursos de terceiros.

A reversão de expectativas precipita a crise financeira. Sem refinanciamento das dívidas no futuro, há deflação de ativos, caindo em ritmos distintos, tanto o preço médio de imóveis novos, quanto o de usados. Cai até o ponto dos preços destes se tornar superior aos dos primeiros, valendo a pena voltar a construir novos imóveis.

Nesse período de crise imobiliária, inclusive com uma onda de distratos dos contratos de compras já contabilizados, em geral, ocorre um processo de fusões das incorporadoras e/ou de vendas/aquisições dos ativos existentes. Em termos marxistas, esta é classificada como “a fase de queima do capital excedente”. Quando, novamente, há aumento do preço de demanda (imóveis usados) e ele se torna superior ao preço de oferta (imóveis novos), volta o investimento em ativos novos, ou seja, há retomada do crescimento econômico com geração de empregos e renda.

Hoje, as ações já estão supervalorizadas. Os preços estão excepcionalmente elevados face a fundamentos como o volume de vendas e os dividendos pagos pelas empresas. Dificultam ganhos de capital em função de variações do valor de ativos. Há pessimismo em relação ao Produto Interno Bruto, outro fundamento facilmente observado.

Ter de encarar o pagamento por dinheiro em caixa (depósitos voluntários) como um custo pela segurança acontecerá com os depositantes no varejo bancário? Por que os investidores com excesso de liquidez não deveriam pagar para ter dinheiro armazenado? Eles já fazem o mesmo para guardar investimentos passionais, isto é, “movidos pela paixão de colecionadores de fortunas”.

Daí a dúvida: se é preciso pagar para manter dinheiro no banco, por que não economizar e guardá-lo em casa? Resposta óbvia: por razão de segurança. Investidores institucionais e bancos optam por pagar pelo menor risco soberano ao fazerem depósitos voluntários em Banco Central.

A próxima recessão poderá se transformar, rapidamente, em um colapso deflacionário mundial. Isso exigirá uma mistura de política fiscal extrema e “dinheiro de helicóptero”, o que empurraria as taxas ainda mais para baixo. Pior, todo esse drama monetário pode ser facilmente agravado pela histeria geopolítica e pelo populismo de direita. Esses eventos políticos são mais facilmente enfrentados por países desenvolvidos com instituições democráticas sólidas. Não sabemos se é o nosso caso brasileiro.

Daí pessoa física pensa em alternativas para preservação de sua riqueza financeira para a aposentadoria. Procurar um bom cofre para comprar? Se é preciso pagar para manter seu dinheiro no banco, por que não economizar um pouquinho e guardá-lo em casa? Ou investir em fundos de renda fixa com risco soberano, embora com juros negativos?

Em um mundo cheio de dívidas, ou seja, ainda em fase de desalavancagem financeira, e com envelhecimento das populações, as taxas de retorno provavelmente continuarão a cair por conta de os preços dos títulos subirem. Se, finalmente, a inflação for desencadeada aparecerá o risco de eutanásia dos rentistas: a inflação superar os juros prefixados até o vencimento da aplicação.

Sobre as possíveis consequências desse quadro nas finanças pessoais, primeiramente, será necessário mais dinheiro para se aposentar. Um fenômeno de “ilusão de riqueza” foi criado pelo ambiente de juro real mais alto, experimentado na geração anterior.

O problema nem é tanto o dos juros reais, ou seja, da evolução do poder aquisitivo. Só interessa caso a riqueza for sacada para o consumo. O maior problema é mesmo a queda dos elevadíssimos juros nominais em vigor no Brasil desde os anos 90. Eles colaboravam para a rápida acumulação financeira. O país sempre esteve no ranking mundial como o mais alto. Agora, fixado em 5,5% aa, o Brasil passou para 59º lugar, abaixo do México, Rússia, África do Sul, entre outros. No BRICS, supera a Índia (64º com 5,4%) e a China (81º com 4,25%).

De acordo com o algoritmo denominado “1-3-6-9”, variando a renda anual por esses múltiplos a cada dez anos, desde os 35 anos, ele sugere acumular, para manter o padrão de vida (ou de consumo) na aposentadoria, nove vezes a remuneração anual aos 65 anos. Com esse valor, é possível um saque mensal por cerca de vinte anos (240 meses) no mesmo valor presente da receita total líquida, considerando juros de 0,5% a.m. capitalizando a sobra. Porém, os juros atuais já estão abaixo desse “juro de poupança”.

O mundo rico ainda continua na situação mais endividada de sua história. Lá como cá, os governos permanecem com a relação dívida/PIB em máximas históricas e também

com déficits primários. As famílias e empresas de todo o mundo rico estão ainda com estoques de dívida enormes. Em geral, estão acima de 100% do PIB nos países desenvolvidos, apesar de alguma desalavancagem financeira ter ocorrido desde de 2008.

Daí os juros não sobem, porque o peso dessa dívida gigante dificultaria ainda mais o crescimento das economias ricas. Sem crescimento capaz de ocupar a capacidade produtiva ociosa não há pressão inflacionária – e sem inflação não há elevação de juros.

A globalização comercial e a fragilidade do poder de barganha sindical também contribuem para a manutenção da inflação sob controle. Em um sistema extremamente alavancado, como o atual, os Bancos Centrais receiam elevar as taxas de juros de curto prazo acima das longas, sinalizando recessão.

Hoje, mais de US\$ 17 trilhões em títulos públicos e privados oferecem rendimento negativo, em cenário de elevada incerteza, desaceleração do crescimento mundial e mudanças demográficas e tecnológicas. Esse quadro levanta dúvidas sobre a eficácia da política monetária para combater a próxima recessão global, porque as taxas de juros já estão baixas demais. Em cenário de juros muito baixos ou negativos, caso haja uma piora acentuada da atividade econômica, a política monetária vai precisar de uma ajuda da política fiscal nos países onde há ainda sensibilidade política dos economistas para isso.

Banco Central sem Meta Inflacionária: Suavização do Ciclo

O debate a respeito da formalização em lei da independência do Banco Central do Brasil, transformando uma situação “de fato” em “de direito”, se insere em conflito de interesses entre castas de natureza ocupacional. Todas assumem certo corporativismo: a ideia de um corpo só funcionar plenamente quando todos seus membros atuarem em conjunto em defesa dos próprios interesses profissionais.

A casta dos sábios-tecnocratas alega o Banco Central estar sempre na mira de da casta de oligarcas governantes. Essa é a razão de ele necessitar de autonomia. Em seu anglicanismo contumaz, demanda “*accountability*” perante os governantes e os congressistas. Reconhece esses políticos serem os legítimos detentores do mandato popular. Mas acha natural o Poder Tecnocrata não pode se submeter ao Poder Eleito.

Pelos discursos corporativistas de atuais e ex-dirigentes do Banco Central do Brasil, essa tecnocracia praticamente se confunde com meritocracia. Pela detenção de saber específico teria legitimidade a predominância dos técnicos ou tecnocratas. Seriam capazes,

de maneira neutra, sem levar em consideração particularidades humanas ou sociais, adotar soluções técnicas lógicas face às dificuldades. Obviamente, não todas, mas apenas uma: inflação. Almejam só uma meta e um único instrumento: juros. Só.

A casta dos oligarcas-governantes, composta por muitos herdeiros de dinastias políticas, critica a criação de um quarto poder moderador, não eleito, sobreposto ao Executivo, Legislativo e Judiciário. Consagraria o corporativismo de seus funcionários e arriscaria a descoordenação entre os vários instrumentos de política econômica.

A própria experiência brasileira de estabilização inflacionária demonstra ter Banco Central formalmente independente não é condição necessária para combater a inflação. Para o sucesso dessa política, há sim necessidade de adotar política macroeconômica abrangente e coordenada, envolvendo política de abertura comercial, política fiscal, política de rendas, política cambial e política de juros, em condições internacionais propícias ao acúmulo de reservas internacionais e à sobrevalorização da taxa de câmbio.

Os economistas neoliberais com acesso quase-monopólico à mídia brasileira repetem incessantemente a ideia, para a opinião pública, de o Banco Central independente não permitir o financiamento monetário dos gastos públicos, obrigando o governo a cortá-los. Evita assim o aumento de impostos. Por esta última ser “medida impopular” (sic), conseguem convencer a muitos incautos. Os cidadãos bem informados estão alertas para o risco da independência do Banco Central em relação ao governo levar à “privatização” de sua atuação, ou seja, à total subordinação aos interesses privados do mercado. Por isso, a casta dos mercadores-financistas nomeia seus representantes para dirigir o Banco Central do Brasil. Em consequência, economistas desenvolvimentistas jamais tiveram assento em sua Diretoria. Os neoliberais controlam-na em favor de O Mercado. Essa promiscuidade entre público e privado gera benesses pessoais mútuas.

Na verdade, historicamente, a função prioritária de Banco Central de todos os países é zelar pela confiança no sistema financeiro nacional, cujos bancos são guardiões de recursos de terceiros, isto é, da população. Para tanto, detêm o papel de prestador em última instância. Só recentemente, em regimes de alta inflação, o neoliberalismo passa a difundir a ideia de sua função crucial seria zelar pela confiança no valor da moeda. Como controlador da inflação manteria seu poder aquisitivo.

O lugar-comum dos economistas neoliberais é dizer: “a virtude de um Banco Central independente é sua capacidade de dizer ‘não’ ao governo”. Os mais argutos, como Ben Bernanke (ex-presidente do Fed) ou Armínio Fraga (ex-presidente do Banco Central do Brasil), na tradição de Keynes, quando a situação muda, eles mudam de posição. E a situação mudou, diante de desalavancagem deflacionária, como a vivida antes pelo Japão e

agora se alastrando pela economia mundial. Nesse caso se torna necessária uma “posição mais cooperativa” entre Autoridade Monetária e Autoridades Fiscais. Maior cooperação não é, de forma alguma, incoerente com a independência do Banco Central.

As políticas dos Bancos Centrais, em um mundo onde há US\$ 17 trilhões de títulos de dívidas com juros negativos, estão exauridas e impotentes. Logo, na próxima recessão, vai ser necessário um arcabouço diferente de política monetária.

De acordo com *o be-a-bá keynesiano*, em vez de depender só do incentivo de taxas de juros mais baixas, envolveria esforços iniciais para direcionar dinheiro aos gastos em investimentos do setor público, em lugar do setor privado pessimista, dada sua desesperança. Um espaço no orçamento geral da União se abriria com menores encargos financeiros gastos com o endividamento público, como também com a retirada da dívida bruta do governo geral de 18% do PIB em operações compromissadas. Estas poderiam ser substituídas por depósitos voluntários no Banco Central sem necessidade de remuneração. Tal plano não se enquadra no domínio ideológico atual, onde o dogma neoliberal defende a independência total para a Autoridade Monetária.

É possível ver outro sinal da mudança do “*zeitgeist*”, ou “espírito da época”, na mensagem divulgada recentemente por Ray Dalio, fundador do fundo de hedge Bridgewater e um capitalista defensor do livre mercado. Antidogmático, ele defende a adoção da Teoria Moderna da Moeda [MMT na sigla em inglês]. Para ele, os Bancos Centrais esgotaram o uso das ferramentas monetárias clássicas. Desse modo, necessitam adotar uma variedade de políticas fiscais e monetárias coordenadas na próxima má fase econômica do mundo.

Elas podem se dar na forma do chamado “dinheiro de helicóptero”, o jargão dos Bancos Centrais inspirado na metáfora de Milton Friedman para distribuir dinheiro por meio de gastos públicos ou de cortes de impostos. Os economistas direitistas se incomodam por a MMT propor novos conceitos criados por economistas de esquerda keynesianos. Eles defendem altos gastos em investimentos públicos para impulsionar a demanda efetiva. O financiamento viria de uma coordenação da política econômica elaborada como um todo e não mais por cada um – Ministério da Economia e Banco Central – atirando para lados distintos, inclusive com ameaça de ser atingido por “fogo-amigo”.

A Autoridade Monetária seria obrigada a manter os juros próximos de zero para incentivar a alavancagem financeira. A Autoridade Fiscal se comprometeria com concessões condicionadas a investimentos privados em serviços de utilidade pública e taxa de retorno alavancada por juros em recursos direcionados abaixo do mercado de recursos livres. É

simplesmente racional, neste contexto de pessimismo geral, adotar a coordenação da política monetária e da política fiscal de forma profunda.

O domínio fiscal e a independência dos Bancos Centrais vêm em ciclos seculares. Essa autonomia operacional é um pleito bastante recente, desde quando foi apresentada como um pilar da estabilidade financeira. Como admite Dalio, não está claro se as atuais estruturas governamentais, onde pululam populistas oportunistas de direita, vão ser capazes de proporcionar essa cooperação, suavemente. A finalidade seria a “suavização do ciclo depressivo” (no tucanês do Armínio Fraga) no sentido de diminuir a variância do nível de atividade econômica.

Como raro exemplo de lucidez entre os ortodoxos brasileiros, também defende essa posição José Júlio Senna, chefe do Centro de Estudos Monetários do FGV/IBRE. Em artigo (Valor, 24/09/19), ele reconhece juros mais baixos, QE e *forward guidance* – “orientação futura” é ferramenta usada por Banco Central para influenciar com suas próprias previsões as expectativas do mercado quanto aos níveis futuros de taxas de juros – já perderam a capacidade de estimular o avanço do PIB nominal.

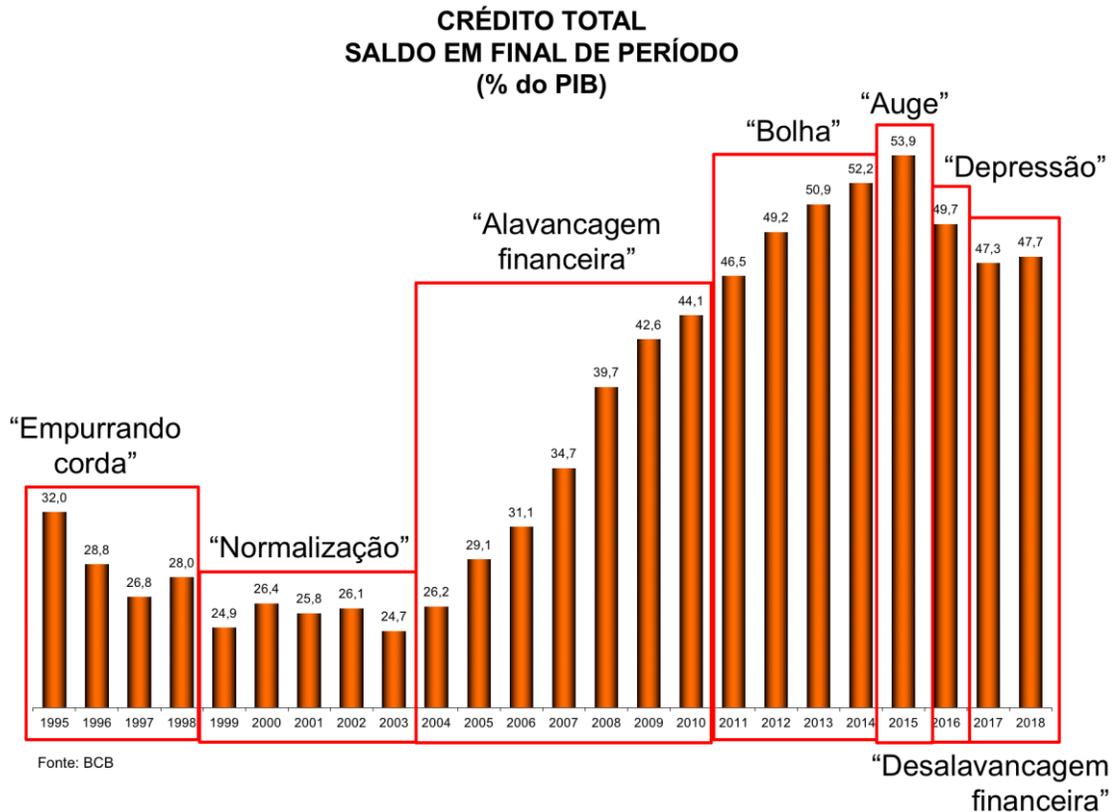
Há mudanças na maneira de os agentes econômicos reagirem ao novo cenário. Sem contrapartida de gastos privados, seja em consumo, seja em investimentos, estímulo monetário abaixando juros sempre será insuficiente. Nem a meta inflacionária se consegue atingir sem a demanda agregada preencher a capacidade produtiva ociosa.

Logo, os juros nominais podem cair ainda mais sem provocar nenhum efeito estimulante. Ao invés de expandir a propensão ao consumo, as famílias mais ricas buscam poupar/investir mais, no sentido de recomposição da riqueza financeira necessária para a futura aposentadoria, perpetuando dessa forma todo o processo.

Surge, então, demanda para o ainda não tentado: financiamento monetário dos investimentos públicos ou lançar “dinheiro de helicóptero”. Isso assusta os neoliberais dogmáticos e sectários em sua posição conservadora. A reação é defender à Autoridade Monetária caber a definição do timing e do montante de eventual injeção monetária na economia. Como contraponto heterodoxo, creditado na Conta Única, no Banco Central, o Tesouro Nacional decidiria onde e como gastar os recursos.

A tentativa de estimular mais o crédito, aparentemente, se chocaria com o diagnóstico pós-keynesiano à Minsky: seu rápido crescimento estar na raiz dessa grande crise de excesso de alavancagem financeira e conseqüente necessidade de desalavancagem. Mas o problema de excesso de crédito já foi ultrapassado. Os analistas, inclusive do Banco Central, não podem se atrasar nos diagnósticos de mudança de

conjuntura ao longo do ciclo completo de endividamento: *alavancagem - bolha - auge - depressão - desalavancagem - “empurrando corda” - normalização*. Parece agora a economia mundial, inclusive a brasileira, estar transitando da antepenúltima para a penúltima fase.



MMT: Teoria Moderna da Moeda para enfrentar Velha Armadilha da Liquidez

MMT (Teoria Moderna da Moeda): Avanços e Limites

A soberania do Estado nacional tem dois pilares básicos: o poder militar, dado pelo monopólio oficial da violência, e o poder de gasto, dado pelo monopólio da emissão da moeda. Moeda nacional é definida como aquilo aceito como pagamento de imposto.

A visão ultraliberal ilude ao enxergar a moeda como fosse uma mercadoria escolhida, livre e espontaneamente, segundo critério de comodidade e/ou segurança, por mercado auto regulável sem a arbitraria intervenção estatal. Na realidade, a moeda oficial sempre foi criada pelo Estado. A comunidade a aceita (ou não) como dinheiro.

Dinheiro depende de definição institucional, onde a lei não é a do mercado, mas sim a do mais forte. Mas depende também de aceitação mercantil, ou seja, a comunidade decidir se vai usar a moeda nacional em todas as três funções clássicas definidoras de o que é dinheiro: reserva de valor, unidade de conta e meio de pagamentos.

Então, todo dinheiro é moeda, mas nem todas as moedas são dinheiro. Há confronto entre o Estado e o mercado a respeito de o que vai constituir o dinheiro. Quando há fuga de capital “apátrida” para a moeda estrangeira como reserva de valor e mesmo como medida de valor, mantendo-se por força de lei a moeda nacional como meio de pagamento ou poder liberatório de contratos, esse sistema bi monetário ameaça com hiperinflação para ônus da Comunidade.

A Teoria Moderna da Moeda (MMT) é analiticamente correta, mas, como todas as teorias, tem suas limitações. Não é tão genérica a ponto de ser classificada como uma “Teoria Geral”, válida em todos os tempos, isto é, fases distintas dos ciclos, e os lugares.

Segundo Martin Wolf (Valor, 29/05/19), editor e principal analista econômico do Financial Times, durante um período de demanda privada estruturalmente fraca e desaceleração econômica profunda, como a atual estagdesigualdade, os proponentes da MMT estão certos: um governo soberano tem de agir – e pode agir, por conta própria ou em cooperação com o Banco Central, para neutralizar os efeitos da fragilidade privada. “Não há motivos, nesse caso, para temer as limitações. Ele simplesmente tem de se lançar a essa tarefa com a máxima determinação”.

O economista André Lara Resende, ex-presidente do BNDES, passou a ser um grande divulgador da MMT no Brasil, assim como colegas meus do IE-UNICAMP. Ele a confirma: um governo emissor da própria moeda nacional, uma moeda fiduciária oficial sem lastro metálico, não tem restrição orçamentária. Por isso, o investimento público deve ser uma despesa extra-orçamentária. É uma estupidez contê-lo, devido ao diagnóstico fiscalista de as contas públicas estarem desequilibradas. Em fase recessiva não se faz ajuste fiscal.

Para a maioria das pessoas leigas em Finanças Públicas, o maior desafio às convicções vivenciadas é a alegação da MMT de as finanças de um governo soberano não se compararem em nada com as finanças das famílias e empresas. Ouvimos o tempo todo, mais ainda em campanha eleitoral de demagogos, a fala trivial: “se eu administrasse meu orçamento doméstico da maneira como o governo federal administra seu orçamento, eu iria à falência”. Daí o populista acrescenta: “precisamos controlar o déficit do governo”.

Conforme argumenta a MMT, essa analogia entre o público e o doméstico é falsa. O governo soberano não pode se tornar insolvente por si só em sua moeda nacional. Ele

sempre pode efetuar todos os pagamentos com vencimentos contratuais usando a própria moeda.

L. Randall Wray expôs essas ideias pós-keynesianas no livro *“Modern Monetary Theory”*. Deu um curso no IE-UNICAMP. Elas são resumidas nos seguintes pontos fundamentais.

Primeiro, impostos impõem o uso da moeda emitida pelo Estado nacional por seus cidadãos. Com ela pagam também todos os contratos com trabalhadores, fornecedores, credores, etc. em transações domésticas.

A moeda escritural multiplicada pelos bancos – a forma predominante de dinheiro nas economias financeiras – é um substituto imperfeito do dinheiro soberano emitido por conta do gasto público. Ela é imperfeita porque os bancos podem perder a liquidez, ao sofrerem corridas bancárias, ou ficar insolventes em sua capacidade de honrar os passivos de terceiros. Para não ficarem inadimplentes e sofrerem bancarrotas, dependem do Banco Central como prestador em última instância.

Segundo, o maior multiplicador da disponibilidade de moeda é a alavancagem da rentabilidade propiciada pela concessão e tomada de empréstimos, corrigida pelo risco. Ela se eleva em surtos de alavancagem, bolha e auge. Diminui na baixa do ciclo de endividamento com depressão, desalavancagem, fase de “empurrando corda” até a normalização. Nesse processo deflacionário ou de desinflar, a inflação permanece baixa.

Terceiro, todos os gastos governamentais tomam a forma de créditos do Banco Central para reservas bancárias privadas, com os bancos receptores creditando as contas de depósito dos destinatários dos gastos do governo. Praticamente todos os pagamentos de impostos assumem a forma de débitos do Banco Central em reservas bancárias privadas, com os bancos privados debitando depósitos dos contribuintes. Embora seja possível pagar impostos usando papel-moeda, raramente é feito.

Isso confunde economistas ortodoxos fiscalistas/contabilistas. Argumentam o governo não poder gastar mais moeda além de certo ponto. Acreditam o governo necessitar arrecadar receitas fiscais antes de gastar. O passo anterior seria o recebimento de impostos pelo Tesouro na forma de um débito na conta do contribuinte e um crédito na conta do Tesouro no Banco Central. Essencialmente, a opinião deles é os bancos privados intermediarem o dinheiro para o governo gastar.

Quando a MMT explica o governo realmente gastar creditando as reservas de um banco privado, os críticos objetam isso ser verdade apenas porque a MMT consolida o

Tesouro e o Banco Central. Depois, exaltam as virtudes da independência do Banco Central e alertam essa consolidação ser o caminho para a hiperinflação como no Zimbábue. A independência do Banco Central é louvada para ele poder “simplesmente dizer não” aos gastos do Tesouro.

Para simplificar o argumento da MMT, o Tesouro tem garantia de créditos em sua Conta Única no Banco Central: uma simples manutenção de contábeis das operações entre ambos. Ela é debitada quando créditos se dirigirem às contas de reservas dos bancos privados, cujos clientes são destinatários dos gastos do Tesouro. Se for projetado os créditos do Tesouro ficarem aquém dos débitos, logo se leiloará títulos de dívida pública a bancos revendedores [*dealers*] prontos para fazer lances.

O Banco Central, por sua vez, fornecerá reservas conforme necessário para garantir os títulos vendidos no mercado de emissão não exercer pressão temporária nas taxas overnight, dificultando colocar o juro de mercado no nível da meta de juro anunciada. À medida que os títulos são vendidos, a Conta Única vai sendo creditada.

Um quarto ponto, segundo a MMT, é apenas “a inflação verdadeira” fixar limites à capacidade de um governo de gastar. Mas, se essa inflação surgir, o governo tem a possibilidade de enfraquecer a demanda agregada por meio da elevação dos impostos.

Finalmente, o motivo para o Estado se endividar é fazer a administração da demanda agregada por meio da alteração das taxas de juros ou do fornecimento de reservas aos bancos. Durante um período de demanda privada pessimista, com desaceleração profunda da economia, um governo soberano tem de agir para contrabalançar os efeitos recessivos da desalavancagem financeira privada. Pode gastar a fim de sustentar a demanda durante Grande Depressão, quando o afrouxamento monetário não provoca inflação.

A prática dedutível da MMT não é sempre válida. Por exemplo, não cabe aplica-la – e não se sabe logo – quando se está no “pleno emprego”. A demanda excedente pode existir em alguns países ou setores (produtores de bens intermediários) e a demanda ser deficiente em outros (produtores de bens finais) para a plena ocupação da capacidade produtiva. Não se sabe, precisamente, quando a inflação é “verdadeira”.

Se provocar inflação, surge o *risco de eutanásia do rentista*. Os investidores observam se a Autoridade Monetária está tolerante com uma extrema depreciação da moeda nacional. Eles tenderão, nesse caso, a abandoná-la em favor de algum outro ativo, em especial o dólar (padrão de compra internacional), levando ao seu colapso, à disparada dos preços internos dos ativos cotados em dólares, e a um surto especulativo da demanda por imóveis. Se não à hiperinflação, pode levar a um regime de inflação alta.

A economia de mercado oscila entre grandes picos de inflação e profundos vales de desemprego. Não se pode depender apenas da demanda do setor privado, por conta de sua ciclotimia: forma de alienação mental mais ou menos grave, caracterizada pela alternância entre períodos de super-excitação e de depressão melancólica. Vive entre surtos de boom e crashes altamente destrutivos. O erro oposto é depender demais da demanda puxada pelo governo. Ela pode gerar surtos de crescimento nas vésperas de eleições e de freadas para arrumação destrutivas no início de mandatos. Economistas enfrentam o dilema entre *regras ou arbítrio*, ou então, entre obtusidade e sagacidade.

Debate da MMT no *mainstream* brasileiro

Colocar como objetivo primordial do país em *estagdesigualdade* ser reequilibrar o orçamento, como se isso fosse condição para retomada do crescimento da renda (e do emprego), necessário para elevação do PIB, logo, da arrecadação fiscal e da queda da relação DBGG / PIB, é cegueira ideológica. Para Lara Resende (Valor, 11/09/2019), “o equilíbrio fiscal é desejável, mas não em qualquer circunstância e a qualquer custo.”

A ideia de um governo emissor a própria moeda oficial não ter restrição orçamentária não significa, obviamente, esse governo não estar obrigado a gastar em investimento público e a respeitar os limites da capacidade instalada e do emprego. A ideia de o governo não poder gastar, em nenhuma hipótese, por não ter dotação financeira para isso, é um mito.

Para Lara Resende, essa ideia surge de uma noção do senso comum de origem familiar: não se deve gastar mais além das receitas. Mas essa heurística não é verdade nem para as empresas, capazes de se endividarem quando veem oportunidades de investimento com lucro acima dos juros pagos por crédito para aumentar a escala do empreendimento, e não têm capital nem disponibilidade de caixa suficientes, nem para governos emissores da própria moeda.

A avaliação de ser preciso controlar a base monetária porque é ela causa inflação tem origem na crise do padrão ouro, abandonado desde 1971, em plena Era do Monetarismo. A pá-de-cal do enterro das ideias de Friedman ocorreu quando, recentemente, os bancos centrais expandiram a base monetária para evitar o colapso do sistema financeiro, sem haver nenhuma resposta equivalente em termos da inflação.

O Banco Central pode colocar a taxa de juros onde ele quiser. Esse é o principal componente do custo da dívida pública. Trabalhando de maneira coordenada, a Autoridade Monetária e a Fiscal devem combinar a taxa básica de juros ser inferior à taxa real de

retorno do capital e/ou do investimento na economia. Como proxy, costuma-se a igualar à taxa de crescimento de longo prazo.

Gastos correntes em pessoal não necessariamente expandem o consumo de daí preenchem a capacidade produtiva ociosa. Parte da renda líquida disponível para as pessoas mais abastadas é investida em riqueza financeira ou imobiliária. Transferência de propriedade privada é estéril em termos sociais, embora propícia a rendimentos para rentistas. A “regra de ouro” faz sentido para evitar o Estado inchar com mão-de-obra contratada por mero clientelismo do populismo de direita. Para evitar essa interferência espúria na democracia eleitoral, há proibição do governo emitir dívida para pagar despesas correntes. Mas o investimento público não deve também ser contido!

O investimento público deve ser pautado pela demanda social por infraestrutura e logística. Deve ser, segundo Lara Resende, *extraorçamentário*. É de uma profunda estupidez limitá-lo pela ideia de o orçamento estar desequilibrado.

O crédito público no Brasil foi criminalizado pela opinião especializada ultraliberal juntamente com a política econômica social-desenvolvimentista. Não há razão econômica para isso, basta ele não ser subsidiado com taxa de juro negativa e/ou abaixo do custo do *funding* repassado pelo Tesouro Nacional ao BNDES, captado originalmente através de títulos de dívida pública. Isto é possível com juros básicos em nível adequado.

Essa demonização dos bancos estatais se deveu em parte à manutenção dos juros de mercado altos por período longo. Esse equívoco imperdoável do Banco Central do Brasil levou à política de crédito compensatória por parte dos bancos públicos. Com os juros elevados, o crédito direcionado passou a ser subsidiado. A taxa básica de juros deve estar abaixo da taxa de retorno do capital quando há grande capacidade ociosa.

O sistema de crédito privado sofre do problema da reversão súbita por conta da ciclotimia do setor privado. O crédito e a liquidez se expandem quando há perspectiva de retorno acima do juro, mas quando esse otimismo se reverte, ele colapsa.

Lara Resende não defende a emissão monetária para financiar investimento. A questão de como financiar o investimento público é, simplesmente, referente à melhor gestão do passivo em determinadas circunstâncias conjunturais.

Paulo Gala, professor da FGV-EESP, se a MMT orienta uma melhor análise conjuntural, a emissão monetária e déficits públicos geram inflação apenas em situações muito específicas com pleno uso dos recursos produtivos de uma economia. Ora, a economia mundial está quase estagnada hoje e a inflação está muito baixa. Logo, as

posições ganhadoras de dinheiro estão “vendidas” em juros, ou seja, há fuga da renda fixa para a renda variável.

A cobrança obrigatória de impostos, denominados na unidade de conta criada pelo governo, cria uma demanda pela moeda estatal pela população. Essa demanda por moeda abre espaço para o governo gastar via monetização de déficit público, emitindo passivos monetários. A injeção desse passivo é aceita pelas pessoas por conta de cumprir suas obrigações com o Estado e realizar transações mercantis monetárias.

Durante a chamada “armadilha da liquidez”, predomina entre os agentes econômicos o desejo de manter líquida sua riqueza para rápida mudança de posição no portfólio. Nesse estado, sabe-se quanto vale o patrimônio pessoal. Esse atributo dos ativos, sendo o ativo monetário aquele plenamente líquido por definição, também possibilita a liquidação imediata de dívidas e contratos, inclusive caso surja uma corrida bancária.

Então, a impressão de moeda primeiro abastece a demanda por liquidez. Depois, via juros baixos, eventualmente o crédito pode expandir a demanda agregada nominal além da oferta agregada. Resulta em inflação se a economia estiver aquecida e o mercado de trabalho apenas com “desemprego natural”. Também se o câmbio se desvalorizar muito, em ataques especulativos, pode haver dolarização e adoção comportamental de um sistema bi-monetário. Nesse caso, ninguém vai querer apenas a moeda nacional. Daí se gera indexação em dólar da unidade-de-conta e hiperinflação por causa do meio de pagamento ainda exigir a conversão de preço em moeda nacional.

Há grande preocupação dos economistas, inclusive do *mainstream*, com a possibilidade de uma iminente desaceleração da economia dos Estados Unidos. Faltam instrumentos monetários ortodoxos para estimulá-la em caso de recessão.

Garcia (Valor, 10/05/19), professor da PUC-RJ, informa Kenneth Rogoff, Andrew Levin e Michael Bordo discutirem o desafio de conferir potência à política monetária quando a taxa de juros cai abaixo de zero. Pensava-se antes a taxa nominal de juros jamais poder ser negativa, porque nenhum credor pagaria para devedor. Mas a política monetária expansionista, empreendida em reação à grande crise financeira internacional de 2008, mostrou ser possível reduzir a taxa de juros abaixo de zero, embora não tenha conseguido reativar a economia.

Para aumentar o poder de fogo da política monetária, os citados economistas propõem a introdução, sob diferentes formatos, de uma *moeda digital* por Banco Central. A ideia básica é impedir os agentes econômicos continuarem a dispor do recurso de

entesourar moeda *strictu sensu*, a fim de evitar taxas de juros negativas, pelo menos para grandes quantias.

O desaparecimento do papel-moeda para volumes grandes permitiria à Autoridade Monetária reduzir a taxa nominal de juros bem abaixo de zero. Produziria talvez a taxa real de juros necessária para o estímulo da economia.

Ledo engano, sob o ponto de vista da teoria econômica keynesiana, o primordial não é o lado da oferta, mas sim incentivar a demanda efetiva via impulso inicial ao consumo e daí ao investimento com expectativa positiva de retorno. Se não há investimento privado, o investimento público deve o substituir até impulsioná-lo por efeito encadeamento e/ou multiplicador de renda.

Outros economistas ortodoxos insistem em se preocupar apenas com a inflação. Regimes monetários frouxos elevam as expectativas de inflação, via manutenção dos juros baixos por mais tempo: “*lower for longer*”. Defendem tanto ancorar as expectativas de inflação ao redor da meta, quanto reduzir os efeitos da restrição de não poder praticar juros nominais muito negativos. Garcia conclui sua resenha de novas ideias para a política monetária dizendo: “sendo brasileiro, aceitar a ideia de a inflação excessivamente baixa ser um problema parece exigir uma troca de *chip!*”

Depreciação da Moeda Nacional e Risco de Dolarização e Hiperinflação

Muitos jornalistas, comumente, tendem a atribuir causalidade à eventual correlação entre acontecimentos simultâneos ou antecedentes uns dos outros. Por exemplo, para Safatle (Valor, 30/08/19), três fatos explicam o movimento de câmbio financeiro negativo no ano corrente de 2019. São eles:

- 1) a queda dos ganhos de arbitragem decorrentes da redução do diferencial entre as taxas de juros internas e externas, com sucessivos cortes da taxa Selic;
- 2) as incertezas domésticas, dada a retroalimentação com a sucessão de crises produzidas pelo presidente populista de direita; e,
- 3) a tensão em torno da guerra comercial entre os Estados Unidos e a China e consequente aversão a risco.

Sazonalmente, o fluxo cambial é positivo no primeiro semestre, sobretudo pelas exportações agrícolas, e negativo nos últimos meses do ano. Este período é marcado pelas remessas de lucros e dividendos das empresas estrangeiras no país.

O Banco Central do Brasil, recentemente, entendeu haver um problema de escassez de liquidez em dólares e acentuou as intervenções no mercado de câmbio. Começou com leilões diários com a venda de dólar à vista e simultânea oferta de *swap* reverso correspondente à compra de dólar no mercado futuro. No fim de agosto, porém, surpreendeu ao vender dólares das reservas cambiais no mercado à vista, operação não realizada desde o dia 3 fevereiro de 2009, durante a crise financeira global.

As reservas somavam então US\$ 381 bilhões. Importantes mesmo são as reservas líquidas, ou seja, depois de descontados quase US\$ 69 bilhões de contratos de *swap* e acrescido o saldo positivo de linhas de crédito. Por esse conceito, as reservas cambiais eram US\$ 320 bilhões. Esse seria o valor sobre o qual se calcula o impacto fiscal do carregamento de reservas internacionais. Com a queda da taxa de juros doméstica e a depreciação da moeda nacional, o custo de acumulação de reservas, elevadíssimo quando os juros internos eram 14,25% ao ano, hoje não é expressivo.

Decididas as intervenções no mercado de câmbio, para conter a depreciação da moeda nacional com o repatriamento de capital estrangeiro, a escolha do instrumento depende da demanda diagnosticada pelo Banco Central. Se o mercado precisa de hedge, os leilões de *swaps* são suficientes. Se a demanda é por moeda para abastecer o fluxo de saída de dólares, apela-se para a venda de reservas.

Quanto ao impacto fiscal da venda de reservas, comparado aos leilões de swaps, há quem entenda só o primeiro instrumento abater, de fato, a dívida bruta. Mas há também quem argumenta ambos – venda de dólar e *swaps* – terem efeitos praticamente iguais sobre a dívida, embora as estatísticas publicadas pelo Banco Central do Brasil não considerarem os impactos dos derivativos. Afinal, o swap é um passivo dele em dólar e um ativo em reais. A diferença, nesse caso, é a do cupom cambial: juros em dólar para um compromisso contratual denominado em reais.

Há, porém, uma questão de percepção ilusória dos investidores a respeito da solvência do Estado brasileiro. Se as estatísticas publicadas pelo Banco Central reduzem a dívida bruta só quando há a venda de reservas, isso é um importante sinal de garantia de solvência do Estado?! Ora, ora... Estado nacional emissor de moeda nunca é insolvente.

O ministro da Economia, um ex-banqueiro de negócios com visão estática típica de um contabilista fiscal, dizia antes de assumir o cargo não existir essa necessidade de

carregar tantas reservas. Para ele, esse seria um seguro muito caro. Ele achava a queima de reservas deveria ser feita em crises, quando os estrangeiros retiram recursos do país.

Seu argumento ponderava a solvabilidade do Tesouro Nacional, jamais ameaçada, acima da prevenção de crise cambial, historicamente contumaz: “Se um dólar for até a cotação de R\$ 5, se você vender US\$ 100 bilhões, serão R\$ 500 bilhões para recomprar a dívida interna. Em vez de ter R\$ 3,5 trilhões de dívida mobiliária do Tesouro Nacional, restariam só R\$ 3 trilhões”. Só.

Qual seria o tamanho do seguro necessário para evitar o país voltar às crises cambiais? A prudência sugere não reduzir as reservas, pois elas são uma âncora da estabilidade na falta de uma âncora fiscal. Economistas fiscalistas advogam algo em torno de US\$ 200 bilhões ser suficiente. Não revelam a metodologia de cálculo dessa estimativa (ou “chute”). Os mais extremados argumentam em um regime de taxas de câmbio flutuante nem sequer é necessário ter reservas, porque o mecanismo de defesa da fuga de capitais é a elevação de seu custo com a depreciação da moeda nacional. Não avaliam a consequência inflacionária desse choque cambial.

Ocorre, porém, nenhum país adota um sistema de “flutuação limpa”, diante do qual não há jamais intervenção governamental. Os ideólogos extremistas acreditam na própria pregação – “O Mercado está sempre certo, ele não cria bolhas nem seus participantes entram em pânico”. Se algo estiver errado é por conta do Estado. Culpa do PT!

Outra questão é saber se os fluxos cambiais negativos são um problema conjuntural ou estrutural. A economia mundial cresce menos e o fluxo de comércio internacional está menor. O Brasil, hoje, tem taxa de juros menos atrativas para o investidor externo. Logo, a casta dos mercadores atrai capital estrangeiro vendendo barato as riquezas do país. Por isso, o Investimento Direto Estrangeiro ainda está acima do déficit do balanço de transações correntes.

As contas externas do país ficaram com registro menos favorável com mudanças metodológicas feitas pelo Banco Central. Elas registraram uma alta do déficit em transações correntes e uma redução do volume de investimentos diretos no país.

Na metodologia antiga, o déficit em transações correntes (resultado do balanço das transações de bens, serviços e rendas com o exterior) acumulado em 12 meses até julho de 2019 era de US\$ 24,4 bilhões. Isso equivalia a 1,31% do PIB. Já os investimentos diretos no país (IDP) somavam US\$ 94,9 bilhões (5,09% do PIB). Assim, o IDP era suficiente para financiar quase quatro vezes o déficit em conta corrente.

Com a nova metodologia, o déficit revelado se elevou para US\$ 31,3 bilhões (1,7% do PIB), e o IDP caiu para US\$ 72,2 bilhões (3,9% do PIB). Os investimentos diretos cobriam pouco mais de duas vezes o resultado das transações correntes.

O déficit em conta corrente é um dos principais indicadores de vulnerabilidade externa. Quando o país gasta acima de suas receitas nas transações com o resto do mundo é obrigado a atrair investimentos ou tomar empréstimos para cobrir a diferença. Investimentos diretos são considerados a fonte mais estável de financiamento externo, porque estão menos sujeitos a fuga e paradas súbitas nas crises internacionais.

A venda de dólar spot não é a forma de Banco Central tradicionalmente atender às deficiências no interbancário. O instrumento preferencial são as linhas de empréstimo de liquidez, mas na prática a forma de atuação da Autoridade Monetária já se modificou.

A magnitude da escalada recente do dólar parece ter ido muito além do esperado por algumas empresas. Os exportadores aproveitaram a oportunidade aberta para potencializar os ganhos com a venda de seus produtos no exterior e correram para fechar novos contratos de câmbio. Já os importadores não parecem ter se sensibilizado pelo risco de um avanço ainda mais acentuado da cotação. As operações de compra de dólares para proteção tiveram leve queda.

Os exportadores, quando a moeda americana se aproximou de suas máximas históricas, fizeram operações de venda de dólares por meio de contratos a termo de moeda. São conhecidos como NDF, sigla para “Non Deliverable Forwards”. São instrumentos de hedge negociados em balcão, permitindo as empresas, principalmente importadoras e exportadoras, “travem” uma cotação para uma data futura, dando mais previsibilidade às operações contra o risco de volatilidade no mercado. O movimento acompanhou a mudança de patamar do câmbio: o dólar saiu do patamar de R\$ 3,80, no fim de julho, para quase R\$ 4,20 no mês seguinte.

O projeto de liberalização cambial a ser encaminhado pelo Banco Central e Ministério da Economia ao Congresso parece ser inconsequente. Ao se justificar por eliminar obstáculos legislativos ultrapassados, mas ainda vigentes, ele se aproveita de maneira oportunista para alcançar um objetivo polêmico: a livre movimentação de capitais. Na prática, define limites para a política econômica não só do atual governo como dos futuros. Submete a sociedade brasileira à autorregulação do mercado!

A meta final do atual governo é pôr fim ao curso forçado da moeda nacional. Submisso ao mercado internacional, ao contrário da China e outros asiáticos, tem a pretensão de tornar conversível o real ao liberar a conta de capital. Pensa adotar uma

política cambial liberal como a da Argentina ou como a do México quando houve endividamento público em dólares... e quebrou duas vezes: em 1982 e 1995. A Argentina com sua liberalização cambial, praticamente, não tem mais moeda nacional. Permite contas bancárias em dólar, cujos montantes podem ser livremente remetidos ao exterior. Com demanda do público não bancário, acumular reservas internacionais torna-se mais difícil. A emissão de dívida soberana em dólares conduz à costumeira crise cambial à América Latina.

Conclusão: Economicismo ou Culturalismo

Dani Rodrik, professor de Economia Política Internacional da Faculdade de Governo John F. Kennedy, da Universidade de Harvard. Em artigo (Valor, 12/07/19), ele se pergunta “o que impulsiona o populismo”: será a cultura ou a economia? A vitória de Donald Trump nas eleições presidenciais americanas, o Brexit e a ascensão dos partidos políticos nativistas de direita na Europa continental são consequência do aprofundamento da fissura de valores entre conservadores e liberais sociais, com a canalização, pelos primeiros, de seu apoio a políticos xenófobos, etnonacionalistas, autoritários? Ou esses desdobramentos são reflexo da angústia e da insegurança econômica de muitos eleitores, alimentadas pelas crises financeiras, a austeridade e a globalização?

Para Rodrik, “se o populismo autoritário tiver suas raízes na economia, a solução adequada é um populismo de outro gênero: voltado para a injustiça econômica e para a inclusão, mas pluralista em sua política e não necessariamente prejudicial à democracia. Se suas causas estiverem na cultura e nos valores, no entanto, o número de alternativas será menor. A democracia liberal pode estar condenada por sua própria dinâmica e contradições internas”.

Descarta algumas versões do argumento cultural. Por exemplo, o racismo, de uma forma ou de outra, é característica antiga da sociedade americana e não pode revelar, por si só, por que seu manejo por Trump teve tamanho sucesso eleitoral. *Uma constante não consegue explicar uma variação.*

O argumento da reação adversa cultural seria o populismo autoritário ser consequência de uma guinada geracional de valores de longo prazo. O conflito entre gerações se daria porque as mais jovens ficaram mais ricas, mais escolarizadas e mais seguras. Elas adotaram valores “pós-materialistas”: enfatizam o secularismo, a autonomia pessoal e a diversidade, em detrimento da religiosidade, das estruturas familiares tradicionais e da conformidade. As gerações mais velhas foram segregadas, tornando-se, na prática, “estrangeiros em seu próprio país”.

Esse argumento não explica o apoio à extrema-direita de jovens desempregados tecnologicamente, isto é, com incapacidade educacional de disputar vagas em um novo mercado de trabalho, onde passa a predominar a automação e/ou a robotização com a chamada Revolução 4.0. A raiva difusa por sua segregação levaria esses jovens a engrossarem fileiras neofascistas em busca de “bode-expiatórios” nos diferentes de si.

Há argumento semelhante, acentuando espaço em lugar de tempo, ao dar destaque especial ao papel da urbanização. Esse é um processo de triagem espacial. Divide a sociedade com base não apenas no sucesso econômico como também em valores culturais. Ela cria áreas prósperas, multiculturais, de alta densidade onde predominam os valores socialmente liberais. Segrega áreas rurais, centros urbanos de menor porte e periferias. Estes se tornam cada vez mais homogêneos em termos de conservadorismo social, inclusive pelo alastramento da igreja evangélica, e de aversão à diversidade.

Por sua vez, economistas geraram uma série de estudos vinculando o apoio político recebidos por populistas de direita aos choques econômicos. Por exemplo, os votos em favor de Trump na eleição presidencial de 2016 apresentaram forte correlação com a magnitude dos choques comerciais adversos com a China. Se a penetração dos produtos importados tivesse sido 50% menor em vez da taxa efetiva no período 2002-2014, um candidato presidencial democrata teria vencido nos Estados decisivos de Michigan, Wisconsin e Pensilvânia, levando Hillary Clinton à vitória nas eleições.

Em correlação sem prova de causalidade direta, a maior penetração dos produtos importados da China teve influência sobre o apoio ao Brexit e sobre a ascensão dos partidos de extrema direita na Europa continental. Esse argumento de “desindustrialização” do mundo ocidental por importação de produtos industriais baratos por terem sido produzidos em escala massiva na China teria provocado a sensação de mal-estar e a votação em candidatos protecionistas?

Não parece ter sido o caso brasileiro, onde 57 milhões de votos superam demasiadamente o número de desempregados na indústria. Aqui, outros “cisnes negros” – a intensa campanha antipetista desde meados de 2013 e a facada providencial para a projeção midiática de candidato e a justificativa de ausência em debates televisivos, onde demonstraria toda sua imbecilidade e inaptidão para o cargo maior da República – parecem ter sido elementos mais influentes na eleição de 2018.

Rodrik diz ser possível discernir um tipo de convergência entre o argumento cultural e o econômico. Pelo fato de as tendências culturais – como o pós-materialismo e os valores promovidos pela urbanização – desenvolverem-se no longo prazo, eles não respondem totalmente pelo momento quando ocorreu a reação adversa populista. Os grupos

socialmente conservadores se tornaram um poder político desproporcional ao poder cultural de influenciar os valores sociais predominantes na sociedade.

Mas quem defende a primazia das explicações culturais não descartar, necessariamente, o papel dos choques econômicos. Eles teriam agravado e exacerbado as divisões culturais, dando aos populistas autoritários o impulso necessário para a vitória eleitoral.

As condições econômicas de médio prazo e o crescimento da diversidade social aceleraram a reação adversa cultural. Assim, fatores econômicos tiveram um papel no apoio aos partidos populistas de direita vitoriosos em eleições em alguns países ocidentais, porém, não em todos, portanto, não cabe a generalização dos argumentos.

A angústia “racial”, ou de maneira mais adequada, etnonacionalista, e a angústia econômica não são hipóteses excludentes, porque os choques econômicos intensificaram grandemente a triagem cultural comandada pela urbanização e o vanguardismo de costumes de certas camadas de jovens. Por sua vez, afirma Rodrik, “os deterministas econômicos deveriam reconhecer fatores como o choque comercial com a China não ocorrer em um vácuo, e sim no contexto de divisões pré-existentes da sociedade”.

Em última instância, a análise precisa das causas por trás da ascensão eleitoral do populismo autoritário pode ser menos importante em lugar das lições de política pública a serem extraídas dela. São necessárias, tanto para combater suas causas, quanto para substituir sua incapacidade de fazer uma autosubversão de suas ideias equivocadas para enfrentar os atuais “desacontecimentos”. Demonstra desconhecimento de causa.

Rodrik conclui apelando para um programa comum das oposições, nas próximas eleições, com foco nas medidas corretivas econômicas da desigualdade e da insegurança pública, econômica e cultural. Tal lá como cá...

Bibliografia

AMARAL, Fernando Barrozo do. *O estranho mundo dos juro negativos*. São Paulo: Valor, 20/09/2019.

ARNOLD, Martin. *Arnold Draghi espera que governos façam sua parte*. Frankfurt: Financial Times / Valor, 13/09/2019.

CARRANÇA, Thais. *Lara Resende vê 'estupidez' em limitar investimento público*. São Paulo: Valor, 11/09/2019.

- CELANO, Daniel. *Previdência Privada em tempo de juros baixos*. São Paulo: Valor, 19/09/2019.
- GALA, Paulo. *Teoria moderna da moeda na gestão de ativos*. São Paulo: Valor, 23/05/2019.
- GALA, Paulo. *Mundo vive a morte dos juros*. São Paulo: Valor, 24/07/2019.
- GARCIA, Márcio. *Novas estratégias para a política monetária*. São Paulo: Valor, 10/05/2019.
- LAMUCCI, Sérgio. *O Brasil e um mundo de juros baixos*. São Paulo: Valor, 30/09/2019.
- LOYOLA, Gustavo. *Ataque aos Bancos Centrais*. São Paulo: Valor, 02/09/2019.
- NETO, Armínio Fraga. *Porque incluir a suavização do ciclo econômico na nova lei do Banco Central*. São Paulo: Valor, 27/06/2019.
- NETTO, Adeodato. *A inversão da curva de juros é uma cortina de fumaça!* São Paulo: Valor, 19/08/2019.
- ROCA, Gabriel. *BC tem pouca influência nas taxas longas*. São Paulo: Valor, 02/09/2019.
- RODRIK, Dani. *O que impulsiona o populismo?* São Paulo: Valor, 12/07/2019.
- SADDI, Jairo. *Juros negativos*. São Paulo: Valor, 26/08/2019.
- SAFATLE, Claudia. *Reflexos do juro baixo na taxa de câmbio*. São Paulo: Valor 30/08/2019
- SENNA, José Júlio. *Cenário externo benigno?* São Paulo: Valor, 24/09/2019.
- SOUZA, Marcos de Moura e. *Brumadinho vive entre a dor do luto e a satisfação do consumo*. São Paulo: Valor, 30/09/2019.
- TETT, Gillian. *Bancos Centrais repensam seus papéis*. New York-São Paulo: Financial Times / Valor, 13/09/2019.
- WRAY, L. Randall. *Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary*. University of Missouri-Kansas City, US. – 2nd Edition; 2015.
- WRAY, L. Randall et alii. *Modern Monetary Theory and its Critics*. *Real-World Economics Review – A Journal of the World Economics Association (WEA)*. Issue n. 89. 1 october 2019.
- WEBB, Merryn Somerset. *Taxas negativas trazem riscos inéditos ao mercado*. London/São Paulo: Financial Times / Valor, 02/09/2019.
- WOLF, Martin. *Estados criam dinheiro útil, mas abusam*. London/São Paulo: Financial Times / Valor, 29/05/2019.