

O Fim do Pacto Imperial



**Debate sobre as origens do Pacto Federativo e o conflito
entre centralização e autonomia nas eleições de 2018**

2ª parte: Fundamentos Econômicos

Introdução

A segunda parte dessa tese visa estabelecer os fundamentos econômicos para as propostas feitas na primeira parte, que tinham como escopo geral debater uma descentralização da estrutura burocrático-institucional do País, mas sem que isso implique em uma ruptura constitucional

Para isso, essa segunda parte se aprofunda nos contextos históricos específicos que estavam ocorrendo na época da implementação dos atuais mecanismos de aprovação do Orçamento no Congresso Nacional e que foram implementados por meio da Lei de Responsabilidade Fiscal um pouco depois implementação do Plano Real.

O objetivo final é propor uma solução para a problemática equação fiscal pela qual passa o Estado Brasileiro atualmente, sem que pra isso seja necessária a manutenção da Emenda Constitucional 95, também conhecida como “Teto dos Gastos”.

Grande parte dos problemas dos atuais diagnósticos feitos sobre a crise econômica decorrem deles analisarem o problema fiscal do Governo como um problema de fluxo de caixa, quando deveriam se concentrar sobre a solvência do Balanço do Governo como um todo.

Partindo dessa premissa, juntamente com outros pontos importantes que serão levantados ao longo dessa segunda parte, serão necessárias as seguintes medidas, que serão posteriormente explicitadas:

- Reforma do Sistema Monetário
- Reforma do Sistema Bancário
- Reformulação da atual estrutura de gerenciamento da Dívida Pública
- Fortalecimento do Banco Central
- Estruturação de um mercado de garantias e títulos de longo prazo no Brasil

Para explicar apropriadamente a necessidade e a importância dessas medidas, será necessária uma recapitulação do contexto histórico por trás da formulação e estruturação do Plano Real, o que inclui diversos atores e protagonistas importantes da nossa História recente.

Também foi necessária uma análise histórica mais ampla, que envolve todo a História do Sistema Monetário Brasileiro desde a época do Império até o final do Regime Militar. Então para aqueles que não estão interessados no aspectos mais técnicos de Economia e tem interesse apenas pela parte histórica, favor pular diretamente para seção 19.

Importante destacar, essa segunda parte não poderia ter sido formulada sem a colaboração e a disposição de diversos formadores de opinião e assessores econômicos dos candidatos que dispuseram seu tempo para promover um debate público e aberto pela Internet a todos interessados, além daqueles que se dispuseram a compilar obras que buscassem analisar os atuais problemas econômicos do País.

Então que fiquem registrados aqui agradecimentos a Andrea Lara Resende, Pérsio Arida, Gustavo Franco, Edmar Bacha, Mauro Benevides Filho, Bresser-Pereira, Paulo Gala, Laura Carvalho, Armínio Fraga, Samuel Pessoa, Monica de Bolle, Marcos Lisboa, Eduardo Gianetti, Fernando Henrique Cardoso, Maria Clara do Prado, Jorge Caldeira, Roberto Mangabeira Unger, Miriam Dolhnikoff, além de diversos autores citados aqui e na primeira parte.

1. Premissas teóricas

"Homens práticos, que crêem estar livres de qualquer influência intelectual, são em geral escravos de algum economista defunto" - J. Maynard Keynes

"A curiosa tarefa da economia é demonstrar aos homens o quão pouco eles realmente sabem sobre o que imaginam que podem projetar." - F. A. Hayek

"Essencialmente, todos os modelos estão errados, mas alguns são úteis" - George E. P. Box

A Economia é uma Ciência Humana. Como tal, seu objetivo principal é analisar como a sociedade se ordena a partir da relação de trocas de recursos entre indivíduos e pelo modo como esses recursos são alocados ao longo do tempo e do espaço. Para dificultar a análise, essa relação de trocas de recursos não necessariamente ocorre de maneira uniforme ou segue as mesmas leis no mundo todo, mas pode ser afetada pelos contextos históricos, culturais e institucionais de cada local.

A principal diferença da Economia com outras Ciências Humanas é que enquanto a Sociologia, a Antropologia, a Psicologia e o Direito lidam com abstrações como normas e valores culturais, a Economia sempre contou com um lastro muito mais concreto e enumerável: o Dinheiro.

Isso permitiu que ela pudesse, muito antes de outras Ciências, importar métodos aplicados de outras áreas como a Matemática, a Estatística e até mesmo a Física. Ainda assim, como a realidade social é muito mais complexa do que a mente humana pode abarcar, sempre foi necessária a adoção de certos modelos mentais abstratos que, embora possam ser matematicamente muito sofisticados, simplificam a realidade até o ponto que permita ao analista chegar a alguma conclusão.

Devido a isso, embora a nomenclatura e os termos utilizados entre todos os operadores da Economia e do Mercado Financeiro sejam frequentemente os mesmos, a interpretação final de um problema pode variar muito de acordo com as premissas adotadas, de qual aspecto das relações de troca você está enfatizando e, principalmente, quais são os elementos que você está definindo como primordialmente causais e responsáveis por gerar efeitos em cadeia sobre todos os demais.

É por esse motivo que Economistas de Governo, por exemplo, enfatizam aspectos como Demanda Agregada e Taxa de Câmbio, Economistas de Mercado frequentemente enfatizam dados sobre produtividade do trabalho e ambiente regulatório e Economistas de Desenvolvimento focam em análises sobre desigualdade social e papel das Instituições.

Por trás de todo o diagnóstico econômico, portanto, há implicitamente uma escolha política e uma postura filosófica sobre quais elementos serão considerados, ainda que tal escolha esteja geralmente muito mais associada a uma formação herdada ao longo de vários anos e da escola de pensamento econômico ao qual o analista pertence do que a uma escolha consciente da parte dele.

Adicionalmente, embora a urgência trazida pela crise econômica que sofremos hoje pareça dizer o oposto, é o Projeto Político de um país que deve reger os rumos da Política Econômica e não o contrário. Uma vez estabelecido esse projeto, cabe aos técnicos da área de Economia, dentro de um amplo debate público, levantar ressalvas sobre quais os efeitos colaterais que aquelas medidas podem acarretar e, uma vez resolvidas essas ressalvas, descobrir qual a melhor maneira de viabilizá-lo. Quando o oposto disso ocorre e técnicos passam a ditar os rumos do país, passamos a viver em uma Tecnocracia.

Dito isso, adotaremos nessa proposta aquele que pode ser considerado o paradigma teórico e econômico mais próximo das premissas do ideário Pirata: a Economia Complexa.

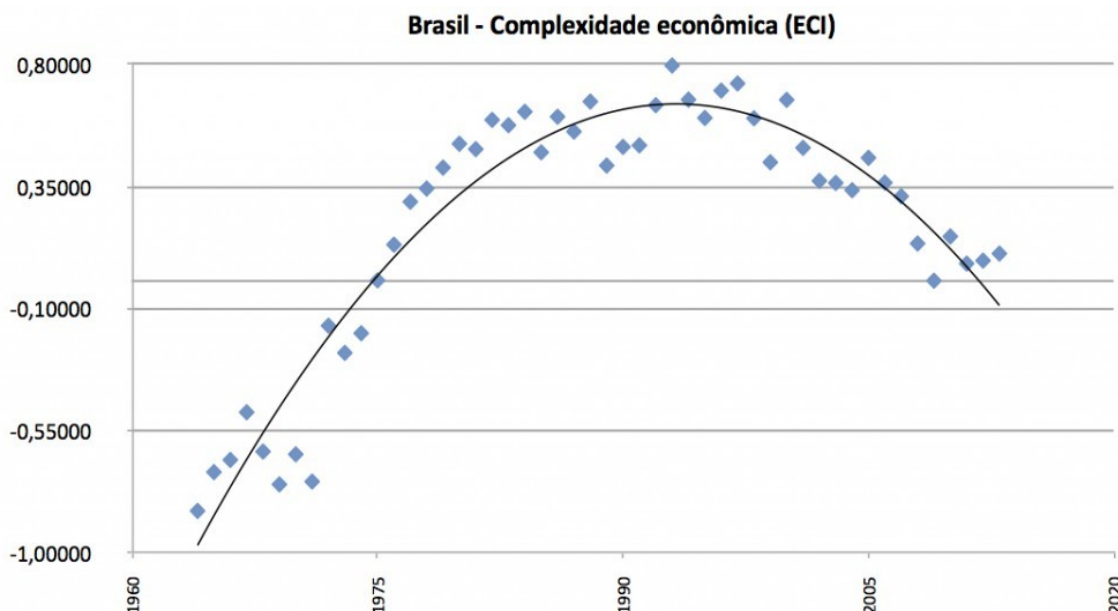
2. Economia Complexa

A Economia Complexa é uma ramificação do novo e ainda experimental campo das “Ciências Complexas” ou “Sistemas Complexos”. Desenvolvido inicialmente no instituto de Santa Fe, no final da década de 80, as Ciências Complexas tem como foco a modelagem de sistemas que podem atingir um grande grau de complexidade a partir da interação entre componentes individuais simples. Um exemplo disso é um formigueiro ou uma nuvem de andorinhas, que, embora pareçam reagir como um único e coeso organismo em situações de perigo, são na verdade o fruto de uma interação entre diferentes indivíduos independentes reagindo juntos diante do mesmo estímulo.

Diferente das abordagens tradicionais de Economia baseadas em modelos de Equilíbrio Geral (Oferta = Demanda) feitas com base em modelagens macroeconômicas a partir de variáveis agregadas ou micro-fundamentadas, a Economia Complexa é baseada em simulações computacionais, algoritmos com aplicações de álgebra linear e modelagem de redes complexas.

Entre as posições defendidas no ramo da Economia Complexa está que o motivo de alguns países serem mais desenvolvidos do que outros é algo diretamente relacionado com eles serem capazes de produzir produtos com alto valor agregado capazes de concorrer no cenário internacional. Isso é algo que demanda fortes arranjos institucionais de cooperação entre Governo e iniciativa privada de modo a permitir a criação de redes produtivas com nodos hiper-especializados.

Um dos mais recentes exemplos de aplicação desse campo é o índice de complexidade econômica (ECI – Economic Complexity Index). Desenvolvido por Hausman e Hildago, ele analisa a variedade e a complexidade das exportações de um país. Mais recentemente, foi demonstrado que a complexidade da pauta de exportações representa muito mais significativamente a desigualdade social do que a renda média ou per capita – bit.ly/2BQNMWB



Fonte: Ascensão e queda da complexidade produtiva da economia brasileira, Paulo Gala

No caso do gráfico acima, o índice do ECI atesta aquilo que já é conhecido em livros de Economia Brasileira: o Brasil vem sofrendo uma forte desindustrialização desde o começo da década de 90, quando passou a concentrar cada vez mais sua pauta de exportações em commodities e produtos de baixo valor agregado. O cenário é muito semelhante ao Brasil da República Velha, quando nossas exportações basicamente se concentravam na produção de café e açúcar, tornando o país vulnerável a variações bruscas do preço desses produtos no mercado internacional.

3. Explicando a crise de 2015

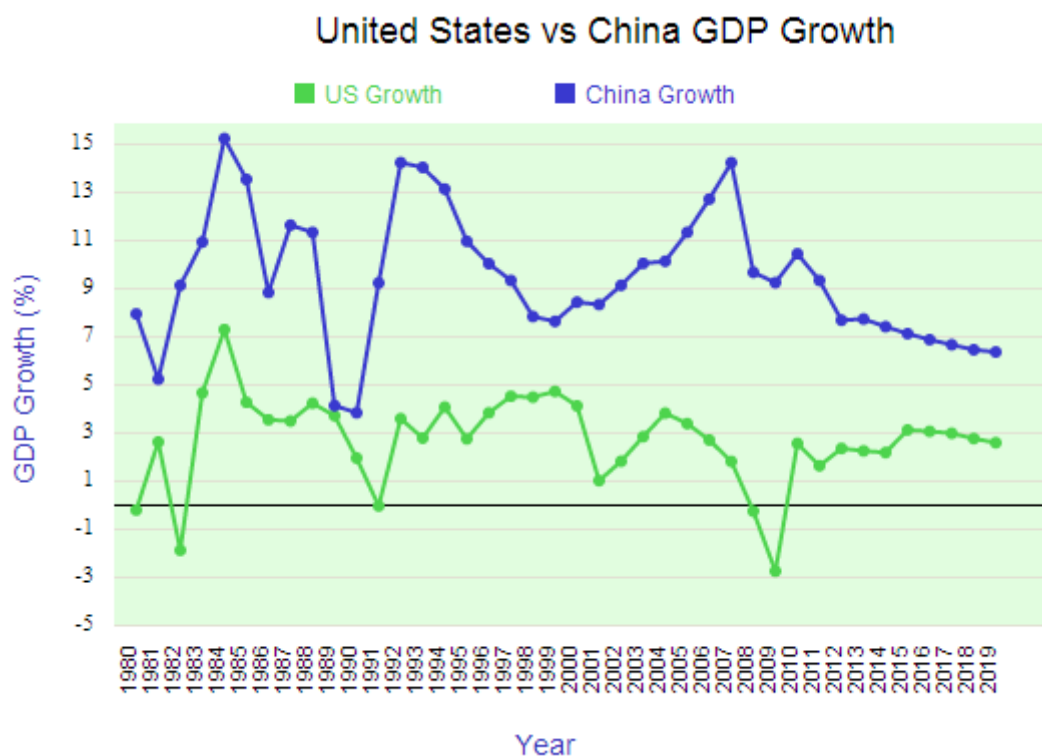
Antes de podermos avançar nos fundamentos econômicos da proposta, precisamos analisar como o Brasil entrou em uma forte recessão econômica a partir de 2015. Embora, como qualquer crise, se trate de um fenômeno complexo envolvendo vários fatores com efeitos imprevisíveis em sucessão, as causas podem ser resumidas nos quatro pontos abaixo, já ordenados cronologicamente:

- 1) Fim do ciclo das commodities, devido à queda do crescimento da China
- 2) Desonerações fiscais concedidas como parte do esforço contracíclico da crise de 2009
- 3) Expansão do crédito subsidiado pelos Bancos Públicos
- 4) Queda do preço do petróleo no início de 2015

Iremos detalhar melhor cada um desses itens a seguir:

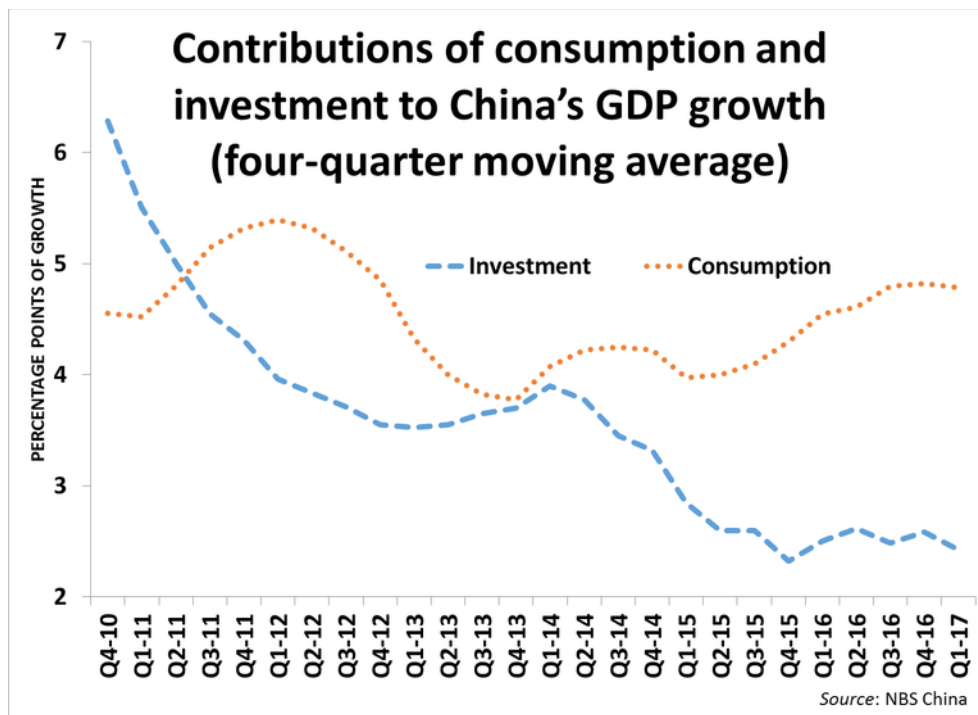
1) Fim do ciclo das commodities

No final da década de 70, com a morte de Mao Tse Tung e a ascensão de Deng Xiao Ping ao poder, a China passou a promover uma grande abertura econômica, permitindo a entrada de Empresas estrangeiras e efetuando reformas de mercado em uma Economia que, até então, seguia todos os moldes de uma Economia Planificada Soviética. Com isso, a partir da década de 90, a China passou a registrar um crescimento superior aos Estados Unidos e com uma trajetória que passou a apresentar um comportamento exponencial a partir de 1998, como mostra o gráfico abaixo:



Como exportador de commodities como ferro, petróleo e soja, isso beneficiou muito o Brasil. No entanto, com o advento da Crise Financeira de 2008 e seu efeito devastador sobre as Economias dos Estados Unidos e da Europa, os principais mercados consumidores dos produtos industrializados que são produzidos no Parque Industrial Chinês foram fortemente afetados.

Devido a isso o Partido Comunista Chinês decidiu alterar seu ritmo de expansão, o que levou a uma queda na sua taxa de crescimento. Mais do que isso, pelo gráfico abaixo podemos ver que a participação do Investimento no ritmo de crescimento chinês vem caindo desde 2013, enquanto a participação do consumo aumenta:



Fonte: NBS China

Isso parece indicar que a China passa hoje por um fenômeno semelhante ao que o Brasil experimentou durante o chamado milagre econômico entre as décadas de 60 e 80: um período de forte investimento estrangeiro no desenvolvimento e aquisição de máquinas e equipamentos devido ao baixo custo de mão de obra. Algo que se prolonga na China devido aos fluxos migratórios internos permanentes entre as zonas industriais e as porções da chamada China Rural.

Esse momento chinês análogo ao milagre econômico brasileiro de uma rápida expansão da sua base industrial e de infra-estrutura e altíssimo crescimento econômico, no entanto, pode estar se esgotando, pois, com o aumento cada vez maior dos salários chineses nos últimos anos, isso parece estar levando à consolidação de uma classe média e um crescente mercado consumidor interno, encaminhando o país, ainda que no médio a longo prazo, para uma situação de país de renda média.

2) Desonerações fiscais

As desonerações fiscais, assim como outras medidas econômicas do período, foram uma resposta contra-cíclica do Governo para a crise financeira de 2008, que gerou uma queda de confiança do mercado em investir, assim como dos Bancos em conceder financiamento. Elas se concentraram principalmente na concessão de isenções no IPI para empresas de produção de automóveis e linha branca, de modo a estimular a aquisição desses produtos pelo mercado consumidor.

O conceito de contra-cíclico está ligado com o velho receituário keynesiano de aumentar os gastos do Governo em momentos de crise que, como dita o próprio Keynes, permitem uma rápida recuperação econômica no curto prazo, mas perdem eficácia no médio e longo prazo.

Foi basicamente isso que ocorreu. Em um primeiro momento a medida fomentou a demanda agregada e todo mundo que pôde adquiriu um carro, uma geladeira e algum outro item de consumo, mas no longo prazo os efeitos econômicos positivos sumiram e as desonerações fiscais passaram a ser absorvidas dentro da estrutura de custo de capital das empresas, fazendo com que elas se tornassem uma espécie de direito adquirido.

3) Expansão do crédito subsidiado pelos Bancos Públicos

O problema relacionado com a expansão do crédito público pode ser exemplificado por meio do rombo de 214 bilhões pelo programa do PSI do BNDES, apelidado pela imprensa como Bolsa-Empresário. Isso é muita coisa, pois o Bolsa Família, por exemplo, custa cerca de 30 bilhões de reais por ano. A taxa de juros desse Programa foi muito menor que o normal: cerca de 3% contra os 6% base normalmente cobrados em empréstimos do BNDES. Isso implica que o governo teve que arcar com uma diferença ainda maior entre os juros, emitindo títulos pelo Tesouro Nacional a 14% para pagar empréstimos a 3% pelo BNDES. Mas quem pagou essa diferença? Nossos impostos.

Isso fica claro na tabela abaixo, que mostra como o BNDES passou a depender cada vez mais da emissão de títulos do Tesouro para financiar novos empréstimos a partir de 2009:

Composição dos Recursos do BNDES (2001 a 2011)

Composição	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 (jun.)
FAT	49,2	45,6	47,6	50,7	55,5	59,7	59,6	46,3	34,1	27,4	26,9
PIS-Pasep	19,9	14,1	14,7	14,4	14,9	15,3	15,7	11,7	8,4	6,4	6,0
Tesouro Nacional ¹	5,7	11,7	13,6	14,2	12,7	8,9	8,4	17,3	40,2	52,4	55,2
Passivo externo ²	18,4	21,0	17,9	14,0	10,0	8,4	6,8	6,9	4,6	4,1	3,5
Outros	6,8	7,6	6,2	6,7	6,9	7,7	9,5	17,8	12,7	9,7	8,4
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: BNDES.

¹ Inclui empréstimos e repasses, instrumentos híbridos de capital e dívida e outras vinculações.

² Instituições multilaterais e bônus externos.

Além disso, embora bancos de fomento como o BNDES sejam muito importantes e até mesmo necessários para viabilizar investimentos que de outra maneira seriam inviáveis, como infraestrutura e tecnologia, o próprio porte que o Banco apresentou acabou trazendo problemas, pois ele passou a ter uma quantidade de ativos em um patamar próximo ou superior a seus correspondentes Internacionais, como o Banco Mundial e o FMI, só perdendo para o banco chinês China DB:

Comparação BNDES e outras Instituições Internacionais (2012)

US\$ milhão	BNDES	BID	BIRD	CAF	China DB
Ativos totais	222,050	84,006	275,420	15,887	545,886
Patrimônio Líquido	15,867	20,674	40,037	5,287	49,786
Lucro Líquido	3,868	794	3,114	235	2,971
Carteira de Crédito	162,917	58,049	105,698	11,687	414,086
Capitalização	7,1%	24,6%	14,5%	31,9%	9,1%
Retornos s/ ativos	2,3%	1,0%	2,4%	2,4%	0,6%
Retorno s/ PL	29,0%	4,0%	8,0%	4,7%	6,0%
Desembolsos	78,910	11,424	18,564	4,584	167,244
Desembolsos (% PIB, 2009)	5,0%	-	-	-	3,0%
Fundado em:	1952	1959	1945	1968	1994

Fonte: Determinantes da disponibilidade de crédito de longo prazo, Alexandre Menengario

Se por um lado esse porte econômico é positivo para garantir empréstimos, por outro ele faz com que qualquer alteração brusca feita na política de concessão de empréstimos do BNDES acabe gerando efeitos colaterais sobre a Economia. Um dos mais conhecidos danos colaterais gerados pela expansão dos empréstimos do BNDES é o que ficou conhecido como efeito-meia entrada.

Também denominado em Economia como efeito Crowding-out, o efeito meia-entrada se refere a uma contração do mercado privado quando o Governo aumenta os empréstimos públicos. A lógica por trás disso é a seguinte: o número de pessoas dispostas a tomar um empréstimo no mercado em um determinado período é limitado pela quantidade total de crédito disponível. Quando o Governo chega emprestando dinheiro a juros menores, ele captura parte desse mercado.

Analogamente, quando a meia-entrada é oferecida pra um percentual muito grande de pessoas, isso acaba encarecendo muito o custo total da entrada inteira. E sabe qual o nome da meia-entrada quando ela é oferecida pra todo mundo?

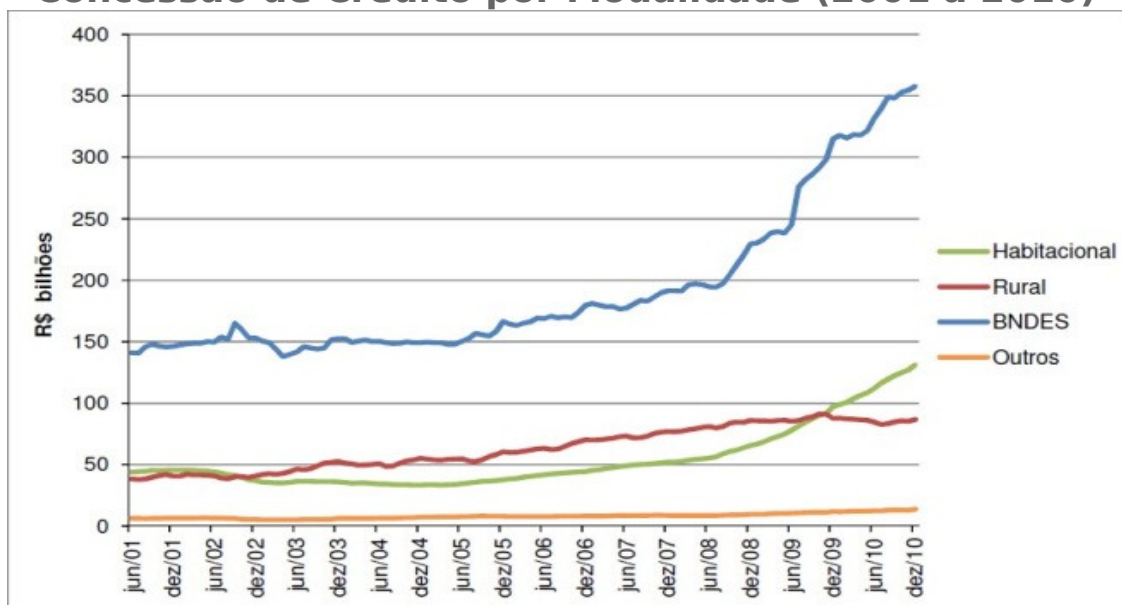
Entrada.

Da mesma forma, quando você oferece empréstimos a juros subsidiados por emissão de títulos públicos para um determinado segmento, o efeito é que você pode acabar encarecendo o preço do empréstimo do mercado como um todo, incluindo pessoas físicas. Isso porque para controlar a emissão de moeda adicional, o Governo acaba tendo que aumentar os juros de todo o mercado além de tomar outras medidas que sufoquem o acesso ao crédito.

A lógica do FGTS, que é utilizada pela Caixa Econômica para financiar a construção de casas populares, é muito semelhante. Só que ao invés da diferença entre o juro concedido e o captado ser coberto por títulos públicos, ela é coberta diretamente pelo trabalhador, que acaba recebendo um rendimento muito menor do que aquele que seria oferecido pelo mercado privado.

O resultado final é que os dois mecanismos acabam funcionando como uma espécie de robin hood às avessas, tirando dos mais pobres, que são aqueles que contribuem proporcionalmente mais nos impostos, e destinando essa verba para os 'Campões Nacionais' no caso do BNDES ou para empresas de construção civil no caso do FGTS. Os dois, não por acaso, foram exatamente aqueles que mais se expandiram a partir de 2009, mais uma vez como resposta à crise financeira de 2008.

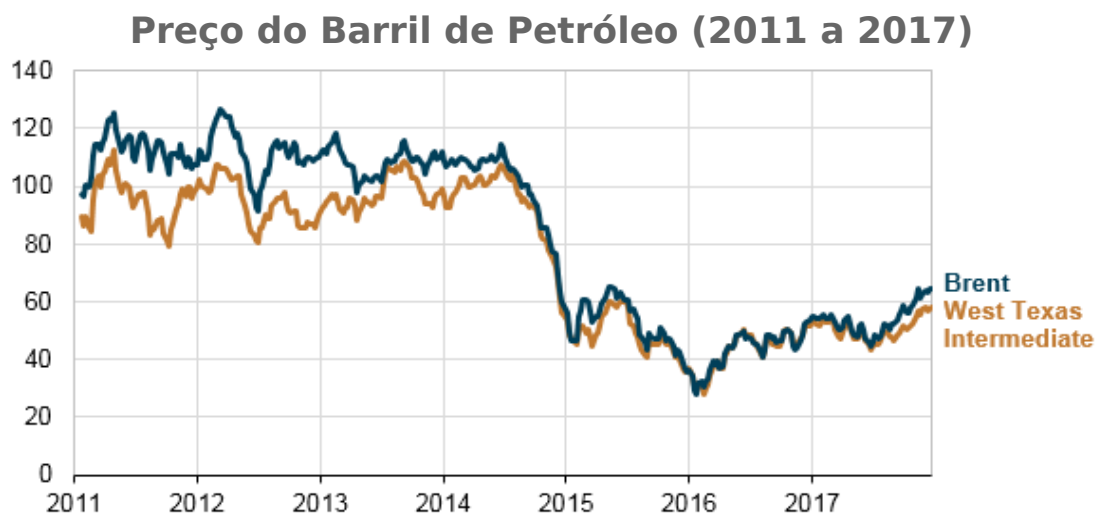
Concessão de Crédito por Modalidade (2001 a 2010)



Fonte: Determinantes da disponibilidade de crédito de longo prazo, Alexandre Menengario

4) Queda do preço do petróleo no início de 2015

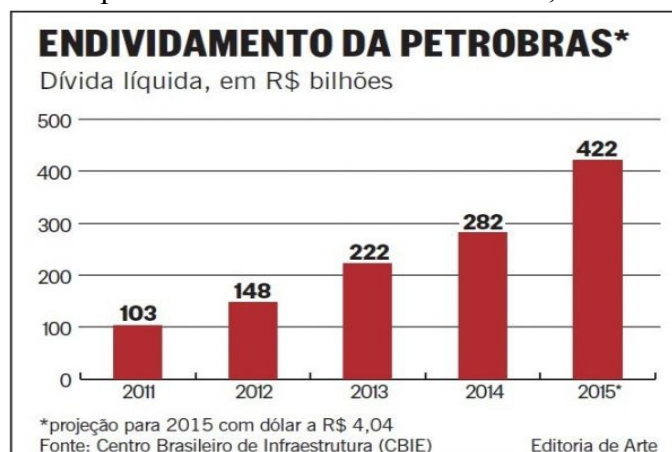
A partir de novembro de 2014 ocorreu uma queda brusca do preço internacional do Barril do Petróleo. Embora tenham pesado nesse ponto outras questões como o fim das sanções sobre o Irã e a expectativa de sua reentrada no mercado internacional de Petróleo, o principal fator foi uma decisão dos países da OPEP, especialmente a Arábia Saudita, de não reduzir a quantidade de petróleo ofertado no mercado. Isso fez com que o preço do Barril do Petróleo, que tinha se mantido até então na casa dos 100 dólares nos últimos anos, caísse para 30 dólares no começo de 2015:



A decisão da OPEP de incentivar a queda do preço do petróleo tinha como objetivo principal segurar a produção de derivados obtidos a partir da extração de xisto-betuminoso, que se encontrava em forte expansão nos Estados Unidos, principal mercado consumidor de petróleo no mundo. Na prática, a redução do preço do barril de petróleo garantiu mais longevidade para o Oriente Médio, ao induzir um valor que inviabilizasse novos investimentos no mercado de energia.

No caso do Brasil, essa variação teve um efeito duplamente perverso. Primeiro, porque o Governo Dilma tinha apostado quase todas as suas fichas no Pré-Sal para garantir sua sustentabilidade fiscal, o que incluiu uma injeção de 30 bilhões na Petrobrás a partir de títulos do Tesouro feito com intermédio do BNDES. Uma medida de certa forma estratégica, quando consideramos que a Petrobrás chegou a responder por 25% do investimento total no País nos anos anteriores a 2015.

Segundo, porque a Petrobrás foi parte da política de controle artificial de preços efetuada pelo Governo Dilma pra manter a inflação dentro da meta. Essa política levou a um forte endividamento na Petrobrás, deixando a empresa no momento da crise sem espaço de manobra. Isso levou a uma queda nos lucros esperados, dos investimentos e, consequentemente, de suas ações, que, como servem de referência de valor para o restante da Bolsa de Valores, levou a forte queda do Ibovespa.



4. Doença Holandesa ou Brasileira?

Além dos itens anteriores listados, certamente ocorreram outros equívocos no Governo Dilma, como a política do setor elétrico. O essencial para nós, no entanto, é reconhecer que foi um Governo eleito com a promessa de manter o mesmo ritmo de expansão de políticas sociais do Governo Lula, mas que não teve a sensibilidade de perceber como o cenário mundial havia mudado e como as bases sobre as quais sua sustentabilidade repousava estavam definhando e pediam outro rumo.

Diante disso, o Governo Dilma assumiu como resposta principal apostar cada vez mais no Pré-Sal e na expansão da oferta por meio da concessão de empréstimos subsidiados como meio de garantir uma prosperidade futura. Só que essa foi uma aposta (feita com nosso dinheiro) que não se pagou.

Além disso, é importante destacar que nenhum desses elementos está relacionado com um “aumento desenfreado dos gastos” ou uma “expansão da máquina pública”. Grande parte do problema repousou sobre desonerações para empresas e concessão de crédito subsidiado para grupos de interesse - algo que a Economista Laura Carvalho denominou de “agenda FIESP” - e que, no caso do BNDES, envolveu gastos de natureza financeira e não os gastos correntes que passaram a ser limitados pelo Emenda de Teto dos Gastos. O Teto dos Gastos nunca agiu sobre as causas.

Esse cenário de crescimento orientado para a exportação de recursos primários, associado a uma forte expansão do consumo interno e de uma desindustrialização crescente tem todos os traços da chamada “Doença Holandesa”, termo cunhado pela Revista “The Economist” para se referir aos problemas que a Economia Holandesa passou a apresentar diante do drástico aumento, no mercado internacional, do preço do gás natural que era extraído no país. Isso porque, do dia pra noite, todos os recursos do país, incluindo mão de obra, renda e crédito, passaram a ser dedicados quase exclusivamente para a extração do gás, prejudicando os demais setores da Economia.

Só que diferente do emblemático caso holandês, um País pequeno e sofisticado que teve sua trajetória de desenvolvimento econômico repentinamente afetada por um aumento dos preços, o Brasil é um país de dimensões continentais que, historicamente, sempre teve o rumo do seu desenvolvimento afetado pela grande fartura de recursos minerais e agrícolas à sua disposição.

Isso porque, ao longo dos ciclos históricos do açúcar, ouro e café no Brasil, o investimento sempre foi prioritariamente destinado a essas atividades. Não porque elas fossem baratas ou fáceis de operar, mas porque, uma vez implementadas, elas garantiam um retorno estável em escala.

Tal fenômeno, associado com uma proibição formal de comunidades autônomas e o baixo investimento histórico do Estado Brasileiro em políticas de universalização do Ensino acabaram gerando umas das sociedades mais desiguais do mundo e com pouca complexidade produtiva. Não que isso seja um impeditivo completo para o desenvolvimento, pois como diz Celso Furtado:

“De um ponto de vista macroeconômico, as colônias da Nova Inglaterra (assim como Nova York e Pensilvânia) continuaram a ser, avançando o século XVIII, economias de produtividade relativamente baixa. O produto por habitante deveria ser substancialmente inferior ao das colônias agrícolas de grandes plantações. Contudo, o tipo de atividade econômica que nelas prevalecia era compatível com pequenas unidades produtivas, de base familiar, sem o compromisso de remunerar vultosos capitais” - Formação Econômica do Brasil, Celso Furtado

Ou seja, se alguém dissesse baseado nessa cena do século XVIII, que os EUA seriam a futura maior Economia do Mundo certamente seria motivo de piada. Qualquer nação carrega consigo as sementes que possam garantir o seu desenvolvimento, mas isso passa pelo processo vulgarmente denominado de industrialização, além de desenvolvimento humano e tecnológico.

5. A retomada do investimento e fontes de poupança tradicionais

Diante do fenômeno de desindustrialização que vem afligindo o Brasil desde o final da década de 80 e da queda da atividade econômica gerada pelo fim do ciclo das commodities e o crescimento negativo do PIB registrado nos últimos anos, fica bastante clara a necessidade de se aumentar o investimento para fazer a Economia voltar a crescer.

O problema é que o investimento depende de fontes de crédito, que estão fortemente comprometidas pela ausência de fontes de poupança disponíveis, as quais podem ser divididas em:

$$\text{Poupança Total} = \text{Poupança do Governo} + \text{Poupança Privada} + \text{Poupança Externa}$$

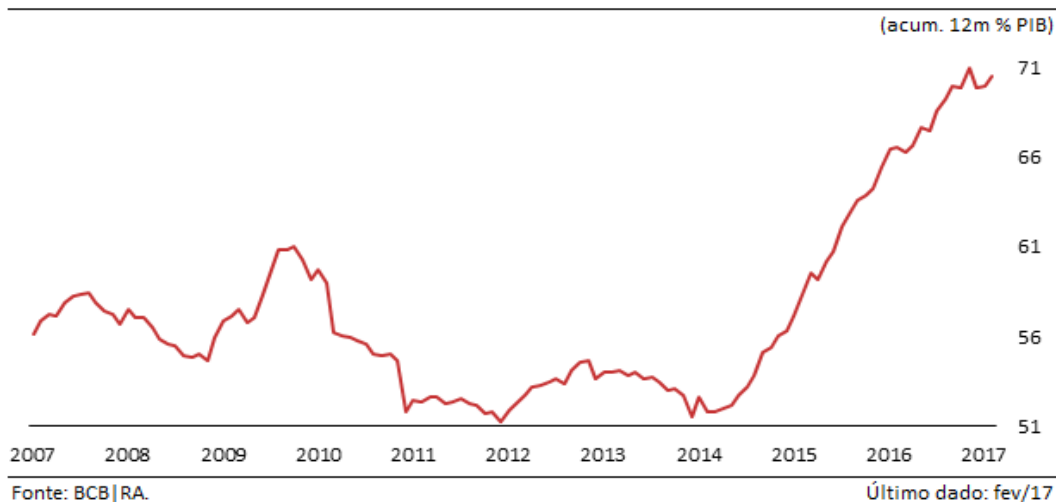
Analisaremos cada um desses elementos a seguir:

Poupança do Governo

Os dois principais fundos de desenvolvimento do Governo, FGTS e FAT, se encontram comprometidos no curto prazo. O primeiro devido ao saque do FGTS autorizado pelo Governo Temer e o segundo devido à expansão de empréstimos concedidos pelo BNDES nos últimos anos.

Adicionalmente, o próprio governo se encontra em déficit nos últimos 3 anos e a forte resistência feita por parte significativa da sociedade civil contra a instituição de novos impostos fez com que o Governo não tivesse outra alternativa a não ser emitir mais títulos da dívida pública, fazendo com que a Dívida Bruta do Governo Geral, que vinha caindo desde 2002 como proporção do PIB, apresentasse um aumento drástico a partir de 2014.

Dívida Bruta do Governo Geral



Além disso, o cômputo da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) não leva em conta todos os papéis da dívida do Governo Federal, deixando de lado, por exemplo, os Títulos da Dívida Pública que estão em posse do Banco Central. Também denominadas como Operações Compromissadas, esses títulos representam compromissos de curto prazo que são utilizados pelo Banco Central para regular a liquidez do Mercado Monetário e serão analisadas com mais detalhe posteriormente.

Poupança Privada

A poupança privada corresponde ao dinheiro não utilizado para despesas de consumo das Empresas e das famílias, as quais ficam alocadas em Bancos sob a forma de depósitos a vista e poupança. Essas também estão comprometidas. Do lado das famílias de menor renda, devido ao alto endividamento (63 milhões de pessoas com nome negativado no SPC Serasa) e, do lado das empresas e profissionais de maior renda, devido a uma corrida na aplicação de títulos de renda fixa equivalente ao aumento da dívida pública do item anterior. De acordo com um recente estudo do Cemec, cerca de 72% das fontes de crédito estão comprometidas com títulos da dívida pública, fazendo com que apenas 28% do crédito esteja disponível para financiamento - bit.ly/2Q6Lfed

Poupança Externa

“No começo da década de 90, eu tinha três palavras para países que estavam passando pela transição do fim do socialismo: 'privatizar, privatizar, privatizar'. Mas eu estava errado. Ao que parece, o Estado Democrático (Rule of Law) é provavelmente mais importante do que privatizações.”

Milton Friedman em conversa relatada por Francis Fukuyama - Construção de Estados, 2004

“Leis não substituem princípios éticos, que só são adquiridos após um longo processo educativo”
Eugênio Gudin

Poupança Externa se refere aos recursos do capital internacional que estão disponíveis no exterior sob a forma de Fundos de Pensão ou Hedge Funds, sendo o primeiro de perfil mais conservador e o segundo com alto perfil especulativo. Como atualmente o Brasil não tem grau de investimento, isso na prática limita a entrada da grande maioria dos fundos de pensão pela legislação internacional aplicada a esses fundos, restando os Hedge Funds, que analisam mercados como o nosso como de alta volatilidade, mas de consequente alto retorno.

Quando se fala em recorrer à poupança externa isso implica em medidas que atraiam o Capital Internacional a investir no País. Esse investimento pode ocorrer na forma de aquisição de títulos públicos, ações de Empresas na Bolsa de Valores ou aquisição de Empresas no país.

Dado o contexto atual, no entanto, ela se refere à privatização de Empresas Estatais pelo Capital estrangeiro. A princípio isso pode parecer extremamente positivo ou negativo de acordo com a preferência ideológica do leitor, pois depois da onda de privatizações promovida pelo Governo FHC, a palavra 'privatização' deixou de ser um recurso estratégico importante e muitas vezes necessário para qualquer Governo e passou a se tornar um elemento ideológico permanente do campo político-eleitoral e até mesmo uma linha de pensamento político brasileiro.

O problema é que caso façamos uma privatização em massa, estaremos trocando um problema presente por outro problema no futuro, pois com isso estaremos trocando uma dívida atual por um passivo externo líquido no futuro, que será gerado pela emissão dos lucros dessas empresas estrangeiras para as suas matrizes no exterior.

Portanto, não há problema nenhum em uma privatização específica de determinados ativos públicos e Estatais, mas defender isso como uma solução generalizada apenas troca o problema do curto para o longo prazo.

Além disso, esse movimento busca emular os processos de privatização que ocorreram na década de 90, mas o contexto internacional já se alterou drasticamente desde então, não sendo mais aquele do início da globalização.

6. Fontes de poupança alternativas

Como vimos, as principais fontes de poupança nacional, tanto pública quanto privada, se encontram comprometidas. Então precisamos passar a considerar fontes alternativas de poupança

Recursos Naturais

Joseph Stiglitz, vencedor do prêmio Nobel em Economia de 2001, é conhecido no mundo acadêmico por ter aplicado modelos de assimetria de informação para explicar porque a concessão de empréstimos do mercado de crédito nem sempre opera de maneira eficiente. Menos conhecida, no entanto, é sua base filosófica “Georgista”.

O Georgismo, uma corrente de pensamento econômico Estadunidense que nasceu por influência de Henry George no começo do século XX, foi criada a partir das observações registradas por Adam Smith de que a tributação sobre o rendimento da terra, diferente de outros tipos de impostos, não afetava o desenvolvimento econômico. Isso também está implícito nas críticas de Adam Smith ao “rentismo”, que, dentro do contexto de sua época, se referia à renda obtida pelo aluguel da terra e cuja propriedade era geralmente de Nobres e membros da Aristocracia - bit.ly/2xufcfG

O Georgismo defende que enquanto as pessoas deveriam ter preservado o valor que elas adquirem por meio do seu próprio trabalho, o valor obtido por meio da renda da terra e da exploração de recursos naturais deveriam ser compartilhados com toda a sociedade. Esse argumento é muito semelhante à posição presente no próprio programa do Partido Pirata¹, que é contra qualquer tipo de monopólio governamental, com a exceção de monopólios naturais.

A Inglaterra na qual Adam Smith produziu suas teses, no entanto, era muito diferente da imensidade territorial que temos no Brasil, pois enquanto a Inglaterra sofria de uma forte ausência de terras disponíveis geradas pelas práticas de cercamento (enclosures²) ocorrida nos séculos anteriores, as fontes de rentismo que enfrentamos no Brasil são de outra natureza, basicamente um rentismo financeiro gerado por uma concentração bancária induzida e alto nível da taxa de juros.

Ao tentarmos aplicar essas ideias de acordo com o nosso contexto geográfico e histórico local, o Georgismo nos inspira a utilizar os fartos recursos naturais disponíveis no Brasil como uma forma de poupança que nos ajude a viabilizar nosso futuro.

Como qualquer tipo de poupança, sua utilização não deve ser predatória, mas consumida de maneira a não exauri-la, no caso dos nossos recursos naturais como a terra e a água, e de maneira estratégica no caso dos recursos minerais esgotáveis e ambas como um meio alcançar o desenvolvimento de uma plataforma produtiva de base complexa. Esse é o mesmo tipo de raciocínio que impulsionou os Emirados Árabes e a investirem o dinheiro do petróleo na construção de Abu Dhabi e em investimentos na área de tecnologia, pois eles sabem que um dia esse recurso vai acabar.

Da mesma forma, se seguirmos um plano nacional de desenvolvimento que assinala positivamente para uma expansão do agro-negócio que ocorra de maneira sustentável, podemos utilizar a vantagem comparativa que o País apresenta hoje nessa área para criar um futuro mais focado no desenvolvimento e sofisticação da nossa tecnologia. O mais importante é estabelecermos uma pegada ecológica adequada para que não ocorra aqui o mesmo que com as antigas regiões da Babilônia, atual Iraque, que um dia foi composto por planícies férteis e hoje é um deserto.

¹ A panfletagem do movimento Georgista radicalizava as teses originais de Smith e propunham a criação de um imposto único sobre terra, pois a oferta de terra seria fixa fixa como no modelo clássico, o que acaba anulando a ocorrência de imposto inflacionário.

² Existem diversos paralelos entre enclosures e Propriedade Intelectual, o modelo de Creative Commons criado por Lawrence Lessig teve como base conceitos relacionados ao uso comum de uma propriedade ou Imóvel.

Reservas Cambiais

“Muitos Bancos Brasileiros, bancos de investimento, entraram na corrida especulativa e na verdade foram bancados por bancos americanos. As agências desses bancos lá fora estão muito endividadas e os bancos americanos estão querendo ganhar na margem (isto é, na dívida contraída para garantir as apostas, os 'derivativos', no mercado de futuros) (...) Gustavo jogara muitas fichas para conter a especulação. Descobriria, como os homeopatas, que nada melhor do que usar o mesmo mal para o bom combate. Em matéria de mercados futuros o BC seria imbatível” – Fernando Henrique Cardoso, A Arte da Política

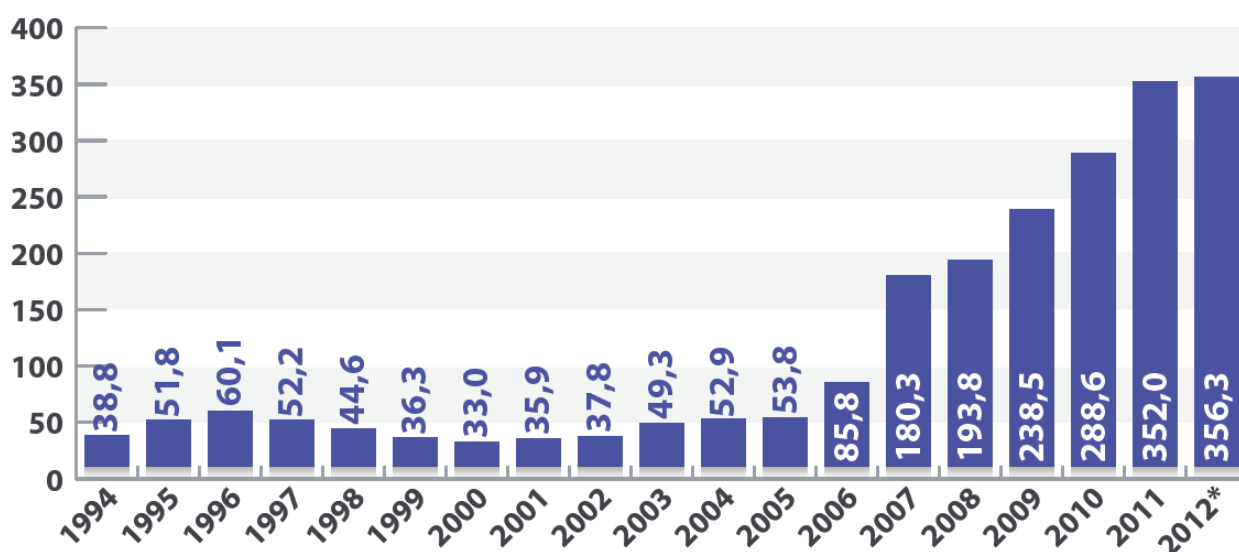
“Em dezembro de 1996, Chico Lopes propôs mais uma vez que se alterasse a política cambial (...) O que ele quis dizer é que existe um limite para a queda do cupom cambial, a partir da qual o capital estrangeiro poderia não se interessar mais pelo Brasil e pular fora. O cupom cambial representa o ganho ou a perda do investidor que capta recursos no exterior para aplica-los dentro do país. Em linhas gerais, é calculado por meio de uma equação que deduz da taxa de juros interna os juros externos e a taxa de desvalorização cambial da moeda nacional frente ao dólar norte-americano. Quanto mais baixos os juros para determinado comportamento da taxa de câmbio real (descontada a inflação), menor o interesse num fluxo de dólares para o Brasil” A Real História do Real, Maria Clara R. M. Prado

O Banco Central (BACEN) conta atualmente com cerca de 380 bilhões de dólares em reservas cambiais. O objetivo da manutenção dessas reservas pelo BACEN é garantir que a moeda nacional possa ser convertida em dólares, além de servir como uma espécie de colchão contra variações muito bruscas de entrada e saída de capital do País.

Historicamente, a manutenção de reservas em moeda estrangeira ou lastro equivalente em padrão-ouro em um patamar que atenda as necessidades do mercado sempre representou um desafio para o Governo, muito antes da criação do BACEN e do dólar se tornar moeda de referência no Comércio Internacional com o fim da Segunda Guerra Mundial e o Tratado de Bretton Woods.

Mais recentemente, a aplicação de certos tipos de derivativos, como contratos futuros e swaps cambiais permitiram que o Banco Central pudesse arbitrar no mercado de câmbio de modo a estabilizar a volatilidade do mercado financeiro e ainda acumular um grande volume de reservas.

Reservas Cambiais (1994 a 2010)



Fonte: Banco Central, elaboração do Ministério da Fazenda

De acordo com as leis que regulam o Sistema Financeiro Nacional, além de garantir a conversibilidade do câmbio, as reservas em moeda estrangeira não podem ser realocadas para outra função que não seja o pagamento da Dívida Pública. Dada a taxa de câmbio mantida no atual patamar de 4,10 R\$/USD, as reservas hoje seriam equivalentes a pouco mais de 30% do atual patamar da dívida de cerca de 5 trilhões.

O problema é que caso houvesse conversão das reservas cambiais isso implicaria no aumento da oferta de dólares no mercado, levando à uma valorização da moeda nacional e uma consequente queda da taxa de câmbio do seu atual patamar de 4,00R\$/USD. Apesar daqueles que gostariam de viajar pra Miami com mais frequência provavelmente discordarem, um câmbio no atual patamar de 4,00R\$/USD seria vantajoso para o País pois aumentaria o valor das exportações, seja commodities ou produtos de maior valor agregado e reduziria o peso das importações.

Historicamente, já houveram tentativas anteriores do Governo Brasileiro de controlar o câmbio, seja na primeira república por meio de caixas de conversão, seja por regimes de câmbio fixo. No entanto, qualquer tipo de controle ou monitoramento do câmbio que não leve em conta seus fundamentos tenderá a apresentar graves vícios no futuro.

Quando consideramos a atual normatização utilizada pelo Mercado Financeiro como fundamento, a precificação do dólar é derivada da Teoria da Paridade da Taxa de Juros:

$$(1) \text{dólar futuro} = \text{dólar spot} * \frac{(1 + \text{taxa pré})}{(1 + \text{cupom cambial})}$$

Ou seja, a variação futura do dólar é modelada tendo como referência a Taxa de dólar Spot, que é o “valor do dólar presente” atual, vezes a proporção entre o rendimento da taxa de juros pré-fixada e o rendimento do cupom cambial. O Cupom Cambial, por sua vez, é uma taxa de referência para investidores estrangeiros interessados em investir no Brasil. De uma maneira bem genérica, ela pode ser definida como composta por:

$$(2) \text{Cupom Cambial} = \text{Taxa de Juros Internacional} + \text{Risco Brasil}$$

Renomeando dólar futuro como F, dólar spot como S, taxa pré como r, taxa internacional como i e Risco-Brasil como R e alterando os elementos da equação (1), chegamos à expectativa média:

$$(3) E\left(\frac{F}{S}\right) = E\left(\frac{(1+r)}{[1+(i+R)]}\right)$$

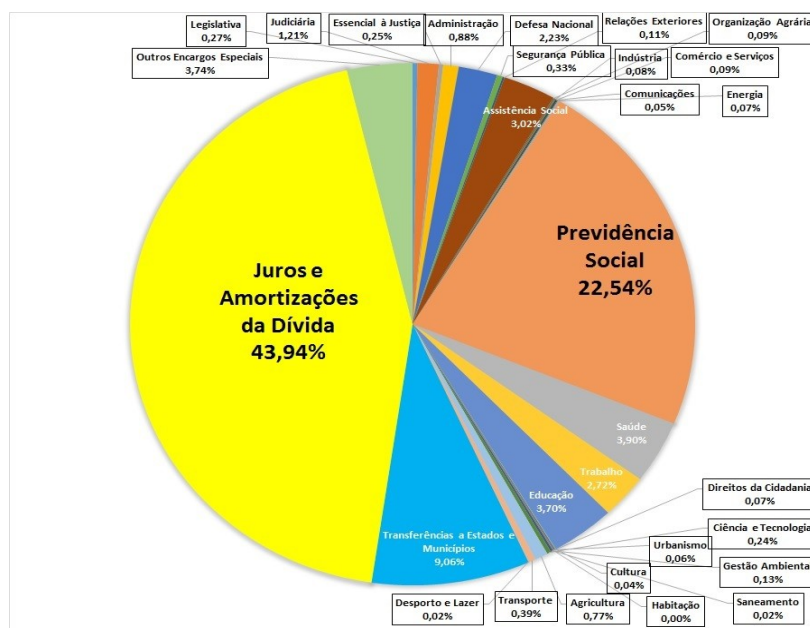
Ou seja, é esperado que o câmbio futuro venha se valorizar sobre o câmbio presente se a taxa de juros interna crescer ou se a taxa internacional e/ou o risco-país cair. Baseado nessa equação é possível compreender, por exemplo, porque o Governo FHC aumentou os juros da Taxa SELIC para 40% ao ano durante a implantação do Plano Real: para que o dólar de equilíbrio do mercado fosse igual àquele determinado artificialmente pelo Governo. Algo especialmente importante em um período em que a venda irregular de dólares era feita por um mercado paralelo e cuja cotação era anunciada diariamente na Televisão e na Imprensa.

O contexto, no entanto, agora é outro, pois, devido a uma certa conjuntura interna própria deles, os Estados Unidos, que determinam em grande parte a taxa de juros internacional de equilíbrio no mercado internacional, pretende aumentar gradativamente sua taxa de juros, o que deve levar a uma desvalorização relativa de todas as outras moedas mundiais, especialmente em países periféricos. Foi o que ocorreu nos recentes cenários de maxi-desvalorização de moedas que ocorreram na Argentina e na Turquia ainda esse ano.

Operações Compromissadas

Você talvez já tenha visto o gráfico abaixo produzido pela Auditoria Cidadã da Dívida Pública. .

Orçamento do Governo Federal (2016)



Fonte: Auditoria Cidadã da Dívida Pública

Ele na verdade já se encontra desatualizado, pois no Orçamento de 2018 o valor destinado para Juros e Amortização da Dívida Pública aumentou para 50%, dos quais 7% são destinados para pagamento de juros e 43% são operações de amortização. Para efeitos de comparação, o valor do Orçamento Federal dos Estados Unidos destinado tanto para juros quanto amortização é de 7%.

Esse gráfico geralmente provoca confusão e logo em seguida uma forte revolta sobre todos aqueles que o vêem pela primeira vez. Isso porque ele acaba induzindo o leitor a pensar que metade de tudo que é coletado em impostos são gastos em juros da dívida Pública. Só que esses 50% do orçamento não representam um gasto.

Eles são uma forma de poupança.

“Como assim?!?” você deve estar se perguntando. Bom, lembra daquele gráfico do superávit primário publicado na parte 1 dessa tese? Como já mencionado, o Superávit Primário representa o quanto o governo está poupando quando consideramos a diferença entre todos as receitas e todos os gastos do Governo previstos para aquele ano. Se o valor restante for positivo é um Superávit, se for negativo é um Déficit.

Entre 1999 e 2009 o Governo conseguiu registrar anualmente um superávit primário entre 2% e 3% do PIB. Essa poupança feita anualmente é então direcionada para o Tesouro Nacional em um fundo que vai crescendo de tamanho todos os anos e ocupando gradativamente cada vez mais espaço como percentual do total dentro do Orçamento Federal.

Esses 2% a 3% do PIB poupados todos os anos são um dos fatores que explicam o aumento da carga tributária de 26% para 34% do PIB durante o Governo FHC. Mas porque é preciso guardar esse dinheiro anualmente? Bom, pra explicar isso teremos que voltar ao período do Plano Real.

7. Senta que lá vem a história (do Plano Real)

“Chico Lopes me perguntou por quem seria substituído. Quando disse por Armínio Fraga – como logo comentarei – demonstrou alívio, pois considerava que sua linha seria mantida (...) Houve críticas à escolha. Elio Gaspari se antecipara em sua coluna em O Globo e na Folha de São Paulo, chamando a atenção para o risco de conferir à raposa a guarda do galinheiro. Até Lula, em geral pouco ativo na oposição direta a mim fez comentários na mesma linha. Eu andei pensando comigo: é exatamente disso que precisamos; de alguém que, sendo honesto, conheça o funcionamento dos mercados financeiros, dos chamados derivativos e da especulação, e que use esses conhecimentos para defender a moeda e os interesses nacionais. Em geral a acolhida ao nome de Armínio foi positiva” - A Arte da Política, Fernando Henrique Cardoso

13 de Julho de 1994. O Brasil conquistava o título de tetracampeão mundial de Futebol em um jogo que se prolongou até os pênaltis e terminou com um chute pra fora de Roberto Baggio. No primeiro dia do mesmo mês os Bancos haviam lançado no mercado as primeiras notas do Real, o sétimo padrão monetário adotado no Brasil nos últimos 10 anos. Cada uma dessas moedas representou uma tentativa de lidar com a Inflação galopante em um País que ainda sofria com o confisco da poupança e do Impeachment do primeiro Presidente após a redemocratização.

Da mesma forma que na vitória da seleção sul-africana no governo de Nelson Mandela retratada no filme Invictus, não se sabe até hoje o quanto a vitória na Copa do Mundo ajudou a melhorar os ânimos gerais. Mas uma parte do sucesso do Plano Real dependia da confiança que os brasileiros estavam dispostos a depositar na nova moeda que entrava em circulação.

A principal componente por trás do plano de estabilização da inflação era utilizar o dólar, através da manutenção artificial do Câmbio para algo próximo de 1R\$ pra 1USD, de modo a atrelar as flutuações nominais da moeda nacional com as flutuações reais do dólar. Nessa época o preço dos produtos tinha o valor indicado por URV's e era convertido em moeda por meio de tabelas que iam ajustando gradualmente o valor do produto para uma quantidade menor de cruzeiros reais.

Foi um período muito feliz para a classe média, pois o câmbio em 1R\$/USD aumentou o poder de compra da população e permitia não apenas adquirir produtos importados muito baratos, mas também viajar para o exterior. Muitas famílias brasileiras foram para a Disney nessa época.

Como já comentado na equação (3), para manter o nível de câmbio nesse patamar foi necessário fixar a taxa de juros em níveis altos como uma medida pra estimular a entrada de dólares no País. Ou seja, não apenas o câmbio serviu como Âncora, mas também os juros, como descrito abaixo:

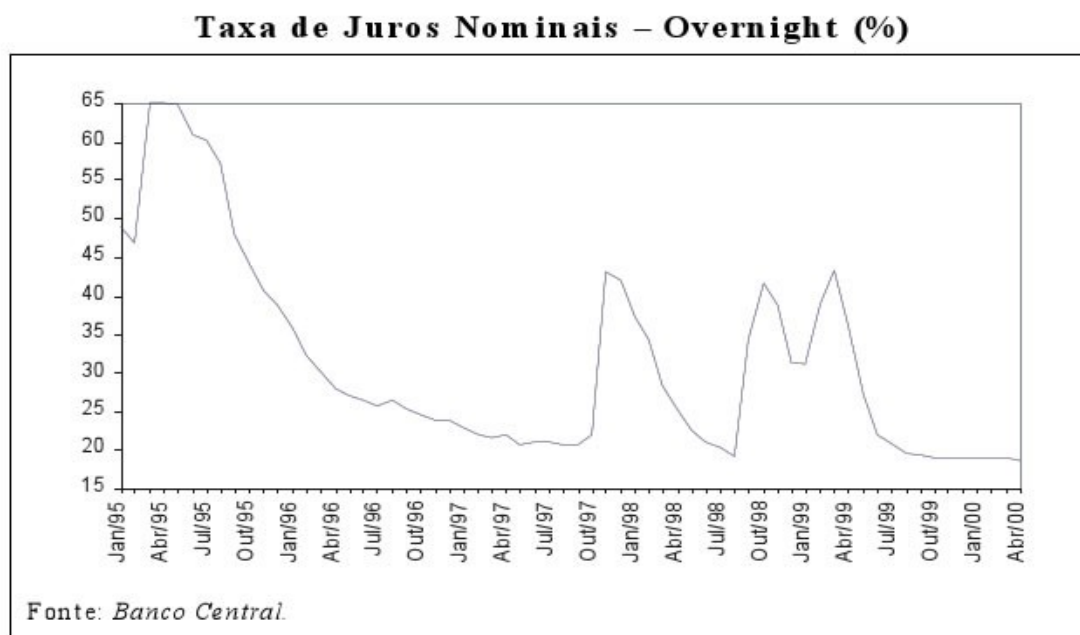
“No caso do Plano Real, os efeitos das medidas recessivas demoraram a bater com força na economia devido às vantagens garantidas à classe trabalhadora. A massa salarial acumulou aumento real até o início de 1998. Em contraposição, praticou-se uma política de juros extremamente elevados, única forma de continuar atraindo capital externo para bancar aquela pressão de demanda e manter a inflação em nível civilizado. Os dólares que entraram no país, principalmente a partir de 1995, mesmo com os altos e baixos, tiveram também a função de financiar o consumo do setor público, que cresceu num ritmo galopante.

Ou seja, para não acomodar a pressão de demanda dos setores públicos e privado com a inflação, optou-se por fazer a acomodação com taxas de juros elevadas, que acabaram assumindo o papel de derradeira âncora de estabilização no país. À custa, obviamente, de maior pobreza e atraso.”

A Real História do Real, Maria Clara R. M. Do Prado

Houve também uma redução das tarifas de importação e a grande expansão do comércio daquele período, juntamente com a forte entrada de capitais estrangeiros que já vinha ocorrendo desde 1990 devido a medidas liberalizantes de Collor, compensando o déficit no saldo de transações correntes, ou seja, de déficit nas reservas em dólar do Governo diante do aumento do volume de importações.

A princípio os juros pareciam apresentar uma redução lenta, mas com expectativa de queda contínua. Isso até novembro de 1997, quando ocorre o epicentro da crise asiática e a moeda da Tailândia varia bruscamente de valor em meio a fortes quedas da bolsa de valores da Ásia. Isso leva o Governo Brasileiro a aumentar os juros, com o objetivo de evitar uma saída em massa do Capital Estrangeiro.



Fonte: O Plano que salvou o Brasil (Parte 2), Victor Cândido, Terraço Econômico

Essa medida acaba se tornando um modus operandi da equipe econômica na decorrência de todas as crises seguintes, como descreve Fabio Pereira dos Santos:

“A manutenção da política cambial era considerada inegociável pela posição dominante na equipe econômica (FRANCO, 1999), ainda que com pequenos recuos a partir da crise do México. Assim, consolidou-se no governo uma resposta padrão: aumentar os juros sempre que se tornava mais evidente a ameaça de que seria inviável continuar financiando os desequilíbrios do setor externo com as taxas de juros anteriores. Esta foi sistematicamente a resposta da política econômica aos problemas no setor externo da economia a partir daí até a eclosão da crise que redundou na desvalorização de janeiro de 1999.”

o Plano Real e o Crescimento da Dívida Pública no Brasil, Fábio Pereira dos Santos

Essa divisão entre a equipe econômica responsável por comandar o Plano Real também foi notada por Maria Clara do Prado já a partir do início de 1997 e se referia ao modo como conduzir a desvalorização do câmbio:

“Àquela altura já se consolidara uma aliança a respeito do Câmbio entre Chico Lopes e José Roberto, com a simpatia do ministro José Serra. Essa aliança foi se firmando por oposição às ideias defendidas por Gustavo Franco e Pedro Malan, que mantinham a firme decisão de não alterar a política cambial.”

Maria Clara R. M. Do Prado, A Real História do Real

Enquanto Gustavo Franco e Pedro Malan tinham um ponto de vista mais ortodoxo, defendendo que o ajuste cambial deveria ser o mais gradual possível, Chico Lopes e José Roberto Mendonça de Barros questionavam a necessidade de um ajuste rápido, com o objetivo de reduzir a pressão negativa que os juros geravam sobre o setor produtivo nacional, que sofria com o aumento das importações e da queda do preço dos produtos que exportavam.

Nesse momento é importante introduzir um outro personagem importante: George Soros. Mais conhecido hoje por sua atuação como filantropista em causas progressistas e por financiar linhas de pesquisa alternativa na área de Economia, George Soros é um famoso operador de fundos do Mercado Financeiro, que alcançou fama por ter ficado bilionário ao “quebrar” o Banco da Inglaterra quando apostou que a Libra-Esterlina iria se desvalorizar no começo da década de 90.

Os contextos específicos que permitiram a ele obter esse sucesso fogem do escopo desse trabalho, mas estavam relacionados com contextos regulatórios relacionados à adoção do Euro pela Inglaterra. Soros é considerado até hoje por alguns no Reino Unido uma espécie de herói local por ter preservado a Libra Esterlina, que até hoje continua sendo a moeda local.

O importante para a nossa análise é que esse caso acabou levando à popularização de determinadas técnicas e ferramentas financeiras que mais tarde seriam replicadas por ele e outros nos contextos das crises asiáticas de 1997 e na crise do Real de 1999. A filosofia de investimentos de Soros desprezava modelos tradicionais baseados em equilíbrio geral e utilizava conceitos da “reflexividade” de Karl Popper em uma versão quase primitiva da Economia Comportamental.

Minha participação no colapso do comunismo é uma história diferente que precisa ser contada em outro momento. Eu já escrevi dois livros sobre o assunto “Abrindo o Sistema Soviético” de 1990 e “Assegurando a Democracia” de 1991. O que precisa ser esclarecido é que eu utilizei a mesma filosofia tanto em minhas atividades filantrópicas no Leste Europeu quanto no mercado financeiro. Como o leitor irá aprender, eu trato os acontecimentos no mercado financeiro como um processo histórico. Isso torna minha teoria eminentemente aplicável para processos históricos tais como a queda do comunismo. Eu apliquei minha teoria e, em geral, ela me permitiu antecipar eventos de maneira melhor do que a maioria. Como eu descobri, existe um grande grau de similaridade entre a expansão e quebra do mercado financeiro e a ascensão e queda do sistema soviético. - A Alquimia das Finanças, George Soros

No final de 1997 a balança comercial brasileira registrou um déficit de USD 6,8 bilhões e a taxa básica de juros SELIC foi ampliada de cerca de 19% para 45,67% ao ano, algo que trouxe fortes consequência à dívida interna. A dívida pública interna cresceu a um ritmo médio de 24,8% ao ano, subindo de R\$ 43,5 bilhões, em 1995, para R\$ 188,4 bilhões, em 1998.

No começo de 1998 os efeitos da crise asiática tinham sido relativamente contornados, mas o impasse entre a equipe econômica sobre o ritmo de redução dos juros e a desvalorização do câmbio continuava. O nível de reservas internacionais ainda era significativo, na casa dos USD 50 bilhões, mas todo o ambiente de relativa tranquilidade na Economia só se mantia pelo alto poder compra possibilitado pelo câmbio artificialmente valorizado. Fernando Henrique cita o assunto em uma conversa com Bill Clinton, em meio à negociação de crédito com FMI:

“FHC - Não posso de modo algum desvalorizar o real agora. Não tenho condições de fazer isso. Vai dar a impressão de que enganei o povo.

Bill Clinton - Compreendo – continuou ele acrescentando – Posso dizer claramente que nós apoiamos a política de vocês. Mas não vai prejudica-lo nas eleições?

Disse-lhe que não, e que ainda que prejudicassem, suas declarações eram importantes para o Brasil.” - A Arte da Política, Fernando Henrique Cardoso

No fundo o que Fernando Henrique esperava é que a equipe econômica apresentasse um plano alternativo para reduzir os juros e ajustar o câmbio mais rapidamente. Isso não ocorreu e o epicentro do ataque especulativo contra o Real aconteceu em meio às eleições presidenciais de 1998:

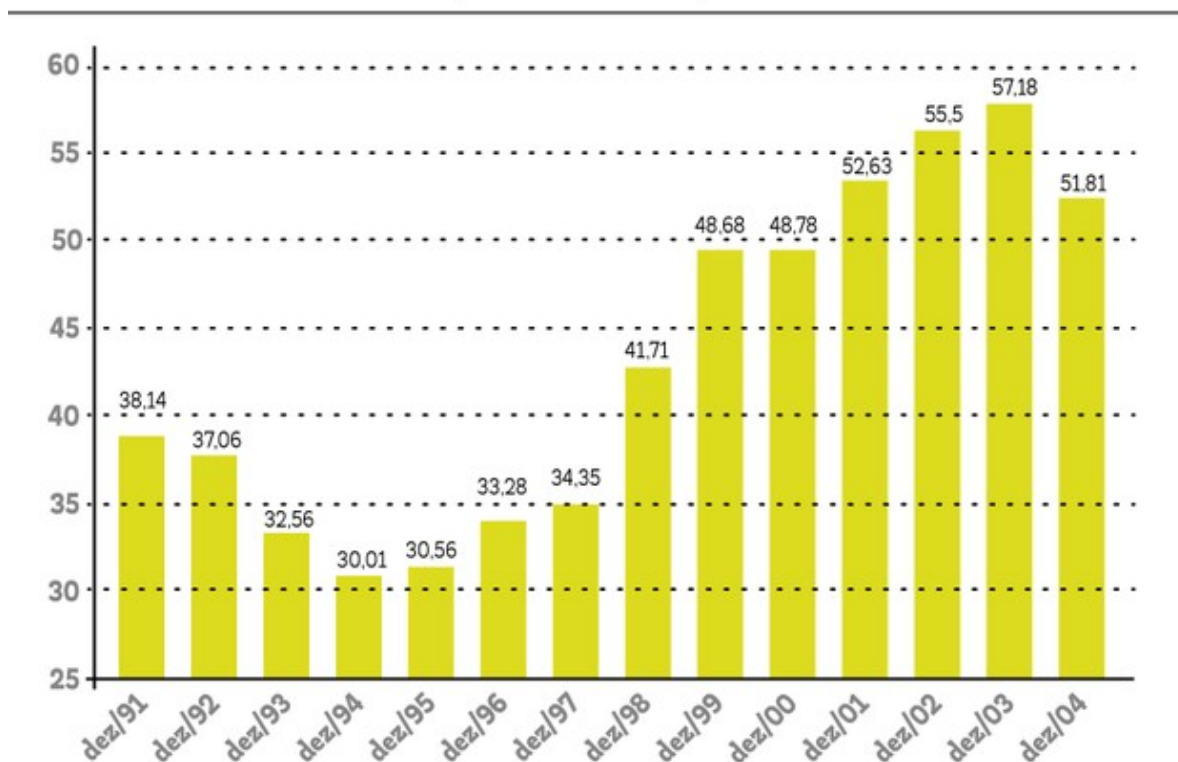
“Não podemos ficar 'esperando Godot'(nome de uma peça de Samuel Beckett); daqui a pouco não vamos ter mais reservas internacionais e sem reservas vamos explodir, temos de fazer alguma coisa antes que isso aconteça – [FHC] disse algumas vezes, naquela ocasião, ao Ministro da Fazenda e ao Presidente do Banco Central – A Real História do Real, Maria Clara Do Prado

No final de 1998, Fernando Henrique Cardoso ganha a eleição no primeiro turno e o acordo com o FMI é fechado. No início de 1999, o presidente reeleito substitui Gustavo Franco por Chico Lopes, que decide implantar uma “banda diagonal endógena”, com o objetivo de permitir a flutuação cambial ser mais livre. Logo no segundo dia a banda é implodida e o câmbio passa a flutuar livremente, atingindo a casa dos 1,46 R\$/USD. 17 dias depois, o câmbio chegaria a 2,07 R\$/USD.

Essa maxi-devalorização teve um efeito triplamente negativo sobre o Brasil: primeiro, afetou diretamente a população, pois haviam muitos contratos no mercado que tinham o valor declarado em dólar. Segundo, parte da dívida de renegociação dos Estados após a moratória de 1982 e retomados por meio do Plano Brady – também chamados Bonds - tinham valor nominal declarado em dólares. Terceiro, a brusca variação da moeda afetaria a Argentina, uma de nossas principais parceiras comerciais, ajudando a conflagrar a crise Argentina dos anos 2000.

Os efeitos da combinação de juros altos, com maxi-desvalorização do câmbio de 1999 e o processo de conversão de nossa dívida externa em dívida interna podem ser resumidos por meio do gráfico abaixo, que mostra a dívida pública como percentual do PIB nos anos entre 1997 e 1999.

Evolução da Dívida Líquida do Setor Público Consolidado (em % do PIB)



Fonte: Dívida do Brasil: renegociação, FHC, Lula e a volta da crise

8. Destrinchando o Tripé Macroeconômico

"O passo realmente decisivo para a estabilização é o de transformar a moeda nova na moeda nacional, ou seja, quando uma conexão se estabelece entre a nova moeda e as finanças públicas. Nesse momento a moeda velha deixa de existir e a qualidade da moeda nova passa a depender da qualidade da gestão das contas públicas. Se não houver uma modificação qualitativa nesse terreno, i. e., se não houver uma mudança de regime, a nova moeda em nada será diferente da velha, e o esforço terá sido em vão.

Claramente, se não houver ajuste fiscal simultâneo à estabilização, ela fracassará de forma rápida e retumbante" - O Plano Real e outros ensaios, Gustavo Franco, 1995

- "Então quer dizer que você é o gênio do mal?", perguntou o senador Saturnino Braga.

- "Gênio não sei, mas sou do bem", garantiu o Economista, com a calma que lhe é característica Sabatina de nomeação de Armínio Fraga como Presidente do BACEN no Senado, 1999

Em 1999 a inflação tinha sido efetivamente controlada, ainda que com custos altíssimos sobre o endividamento público, fruto dos juros altos e da maxi-desvalorização de 1999. É nesse contexto de forte endividamento, juros altos e baixo crescimento econômico que FHC substituiu Chico Lopes por Armínio Fraga.

O grande diferencial de Armínio não é apenas que fosse alguém de confiança de Pedro Malan, mas que também havia trabalhado diretamente com George Soros e conhecia como poucos os mecanismos do Mercado Financeiro. Ele certamente sabia da fragilidade de nosso mercado financeiro, que na época era muito dependente de um Capital essencialmente especulativo, o que faria com que qualquer redução brusca da Taxa de Juros levasse a uma fuga de capitais do País.

É nesse contexto que foi criado o chamado "Tripé Macroeconômico", composto por:

1. Metas de Inflação – a inflação deveria se situar entre uma banda regulada pela taxa de juros
2. Câmbio Flutuante – o câmbio flutuaria livremente de valor em R\$/USD
3. Metas de Superavit Primário – um pedaço do orçamento seria reservado como poupança

Em entrevista ao programa Roda Viva, Armínio Fraga justificou a política da seguinte maneira:

"O que se tem hoje é uma mudança que dá à taxa de câmbio uma função diferente da função que ela tinha antes. Antes o Governo dizia para a taxa de câmbio: 'Você toma conta da inflação.' e dizia para a taxa de juros: 'Você toma conta do balanço de pagamentos.', que é um regime de taxa de câmbio fixa. Hoje nós estamos escalando o time de forma diferente. Nós estamos dizendo para taxa de câmbio: 'você toma conta do balanço de pagamentos' e para taxa de juros: 'você toma conta da inflação'. Agora, nada disso funciona sem uma boa política fiscal".

Ou seja, as flutuações da taxa de câmbio deixariam de ser controladas pela taxa de juros e passariam a flutuar livremente, enquanto que a inflação deixaria de ser controlada pela taxa de câmbio e passaria a ser regida pela taxa de juros de acordo com um regime de metas da inflação.

O Tripé Macroeconômico certamente foi o ponto mais discutido pela Imprensa, mas ele é apenas a guia-mestre de uma série de quatro medidas importantes implantadas na mesma época e que tinham como objetivo fazer com que o mercado financeiro, ainda muito dependente de índices e contratos determinados em dólares, passasse a aceitar títulos da dívida pública com valores em Reais, pois não adianta introduzir uma moeda para transações correntes se ela também não for aceita como base das apostas feitas pelo Mercado Financeiro, por onde transitam o maior volume de movimentações.

Na primeira dessas medidas, Arminio Fraga instituiu o modelo de precificação de títulos com “Marcação a Mercado”. O exemplo mais simples é o preço de um título da dívida pré-fixado:

$$(4) \text{ Valor Presente} = \text{Valor de Face} * \frac{(1 + \text{Taxa pré})}{(1 + \text{Taxa SELIC})}$$

Em que o valor Presente é o preço do Título no mercado, o valor de Face é o valor em reais que o Governo recebeu por aquele título, a taxa pré é taxa de remuneração que foi garantida pelo Governo no momento da venda do Título e a taxa SELIC é a taxa praticada pelo mercado. No momento da venda do título a Taxa Selic e a taxa pré são iguais. Depois a Taxa SELIC pode variar, mas a pré não.

Como a Taxa SELIC em 1999 se encontrava em um patamar máximo de 46%, essa alteração no modelo de precificação fez com que a forte queda da taxa juros registrada a partir daquele momento levasse a um aumento do preço dos títulos negociados no mercado, aumentando a preferência e a demanda do mercado por eles, mas sem que isso implicasse em que ter que destinar mais dinheiro para o pagamento da dívida. Pelo contrário, como os juros caíam, os gastos reduziram. Essa alteração, no entanto, não foi prontamente aceita pelo mercado, que reagiu com desconfiança:

“No final de maio entraram em vigor as regras para marcação de títulos públicos em carteira dos fundos de investimento. Isso significava que os administradores de recursos deveriam reconhecer de imediato os prêmios existentes nos títulos públicos, ou seja, seus descontos em relação ao seu valor de face. O resultado foi confusão e informações desencontradas.

Além da rejeição aos papéis públicos devido aos temores políticos, a marcação a mercado causou pesados saques nos fundos de investimento. Para fazer frente a esses saques e pagar os cotistas, os administradores de fundos venderam ainda mais títulos públicos. Os recursos migraram para cadernetas de poupança e CDBs, principalmente. A Bolsa também estava chamando margens de garantia elevadas em seus mercados, diante da volatilidade dos ativos, reduzindo ainda mais a liquidez”

Origens e Evolução da Secretaria de Tesouro Nacional, Alcides Ferreira

Havia ainda uma dificuldade adicional, que era a preferência dos investidores por papéis da dívida pública que fossem remunerados em dólares - os chamados C-Bonds – o que fazia o Tesouro depender da taxa de câmbio para o pagamento de seus compromissos e que aumentariam novamente caso o Real se desvalorizasse. Diante disso, foi bolada a segunda grande medida:

“A ideia era substituir a venda de papéis cambiais pela venda de LFT, mais um derivativo que permitisse trocar a rentabilidade do papel de taxa básica de juros para variação cambial, mais um cupom. O problema é que não poderia ser um contrato futuro, a termo ou opção, por causa do acordo com o FMI. Porém, o texto do acordo não dizia nada sobre swaps. Consultado, o FMI aprovou a operação.

Por intermédio do swap cambial, o Banco Central ficava passivo em variação cambial mais cupom e ativo nos juros de mercado. O swap cambial correspondia ao compromisso assumido pelo BC de garantir o risco de variação do dólar em face da taxa de juros, transferindo ou recebendo da contraparte as diferenças. Junto com o swap, o Tesouro vendia uma LFT. A combinação dos dois negócios, o swap e a LFT, equivalia a um título com variação cambial. A principal vantagem do swap cambial em relação à intervenção direta no mercado de câmbio via venda de dólares era que, com o swap, não havia uso de reservas internacionais. A liquidação do Swap se fazia em reais”

Origens e Evolução da Secretaria de Tesouro Nacional, Alcides Ferreira

A implantação do Swap Cambial permitiu, portanto, uma maior demanda dos títulos com valores em Reais, ao mesmo tempo que reduzia as incertezas dos investidores em relação ao câmbio. Ao mesmo tempo, ela também permitiu que gradualmente houvesse uma substituição dentro do mercado dos títulos indexados em dólares por títulos indexados em reais. Algo importante para garantir a implantação definitiva do Real e reduzir a vulnerabilidade ao ambiente externo.

A terceira medida foi a instituição do SBP (Sistema de Pagamentos Brasileiros). A partir dele Instituições Financeiras passaram ser proibidas de registrar débitos negativos umas com as outras e todas as liquidações financeiras passaram a ser feitas de maneira eletrônica e em tempo real por meio do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC (não, não é a taxa)).

O Objetivo dessa medida foi provavelmente impedir os Bancos de acumularem dívidas uns com os outros e depois entrarem em falência, consequentemente afetando seus credores e o restante da rede bancária, como ocorreu com diversos Bancos Brasileiros a partir da moratória do Brasil de 1982.

Os efeitos dessa medida, no entanto, foram complicadas pela quarta e principal medida tomada por Armínio Fraga: alterar a relação entre o Banco Central e o Tesouro Nacional. Até aquele momento era o Banco Central o responsável por emitir os títulos da dívida pública e não o Tesouro Nacional. Algo classificado como uma “excrecência” na época por Armínio Fraga. Por esse motivo foi incluída uma cláusula na Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF ou LC 101/2000) determinando que apenas o Tesouro Nacional fosse autorizado a emitir títulos.

A terceira e a quarta medida em conjunto, no entanto, afetaram a liquidez das instituições bancárias, pois enquanto a terceira medida impediu que os Bancos pudessem operar em débito uns para os outros, como é normal ocorrer no mercado interbancário, a quarta medida impediu que o Banco Central pudesse intervir no mercado monetário concedendo mais ou menos liquidez quando fosse necessário (O mecanismo de inserção de liquidez será melhor explicado na próxima seção).

Por esse motivo Armínio criou as chamadas operações compromissadas, que são títulos de prazo mais curto de responsabilidade direta do Banco Central. Esses títulos são usados pelo Bancos como garantias em operações uns com os outros (como será explicado na próxima seção).

Como é possível concluir, todas essas medidas resolveram os principais problemas da época, pois deixaram a taxa de câmbio flutuar, levaram a uma redução gradual da taxa de juros, com a exceção de um único item: O alto nível da Dívida Pública, provocado pela maxi-desvalorização de 1999, pela transição da dívida de externa para interna e pela reestruturação da dívida dos Estados e da taxa de juros.

É importante destacar: o nível de endividamento no Brasil como percentual do PIB, principalmente em comparação com outros países, não era alto. O que tornava ela impagável era a taxa de juros, que naquela época chegou ao ápice dos 46% ao ano. Portanto, para que o pagamento dela se tornasse viável era necessário fazer com que as taxas de juros chegassem a níveis mais civilizados.

Diante desse novo arranjo regulatório, seja de maneira consciente ou não, acabou se estabelecendo uma estratégia vencedora: não efetuar o pagamento da dívida pública, mas sim uma rolagem do valor principal por meio da arbitragem dos títulos do mercado. Assim, toda vez que um título se aproximasse da data de vencimento em que deveria haver o pagamento do principal, ou seja, do valor de face daquele título, esse título poderia ser substituído por um outro título. E é aí que entram as operações compromissadas.

9. De volta às operações compromissadas

“Dez anos depois do Plano Real, o país via-se às voltas com o mesmo perfil de financiamento da dívida pública que ‘amarra’ as operações do Banco Central à atuação do Tesouro Nacional e mantém o sistema financeiro dependente do esquema automático pelo qual se garante liquidez diária aos títulos públicos a baixo custo para os bancos, mas a um alto preço para o governo. A importância do overnight não foi abalada nesses anos todos apesar da queda observada nos índices de inflação

Essa realidade faz supor uma espécie de enigma não resolvido: o Plano Real conseguiu acabar com a memória inflacionária, mas não eliminou a cultura inflacionária no País. Tudo se passa, no campo das relações econômicas e financeiras, como se a inflação continuasse correndo a 20, 30, 40% ao mês” - A Real História do Real, Maria Clara Do Prado

“No Brasil, o regramento atual comanda que todo o resultado do BC seja destinado a amortizar a dívida pública. Trata-se de uma regra dura e compreensível dada a histórica tragédia da inflação em nosso país”

Sobre as relação entre os regimes monetário e fiscal, Armínio Fraga

Operações compromissadas são títulos que trazem implícitas em sua venda o compromisso de que aquele que o emitiu pode recompra-lo dentro de um determinado prazo, muito antes do vencimento daquele título. Dentro do atual sistema regulatório elas cumprem duas funções:

- 1) Regulação da Liquidez do Mercado Monetário
- 2) Rolagem da Dívida do Governo Federal

A primeira função está relacionada com o preço da Moeda - taxa de juros – que como qualquer outro produto é definido por uma relação de oferta e demanda. Para garantir que a taxa de juros praticada pelo mercado seja a mesma que a definida oficialmente pelo Governo, o Banco central oferta mais ou menos títulos públicos, o que implica em mais ou menos dinheiro em circulação.

As instituições financeiras que adquirem esses títulos podem então utiliza-los por meio do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC³) e quando um Banco precisa estabelecer uma obrigação de um certo prazo com outro Banco, mas não tem em caixa o dinheiro previsto para essa transferência, ele pode então usar esses títulos como garantia.

Vamos dar um exemplo apenas para compreensão. Imagine que João quer fazer uma transferência de 50 R\$ para Maria. João então envia uma ordem para o Banco A, de quem é cliente, para transferir 50R\$ para a conta de Maria que fica no Banco B. O Banco A recebe a ordem, mas como não tem dinheiro vivo em caixa, ele oferece ao Banco B um título com valor equivalente a 50R\$. O Banco B aceita e deposita 50R\$ na conta de Maria.

João		Banco A		Banco B		Maria	
500		10 títulos	500	0 títulos	200	200	
-50		-1 título	-50	+ 1 título	+50	+50	
—		—		—		—	
450		9 títulos	450	1 título	250	250	

³ Embora o termo SELIC seja usado frequentemente como sinônimo da taxa com mesmo nome, ela na verdade é o nome de um Sistema na qual a taxa SELIC é calculada.

Obviamente, uma transferência de valores tão pequenos como esse normalmente não implicaria a necessidade de utilizar títulos como garantia, mas considere que são feitas dezenas de milhares de operações de transferência e empréstimos entre Bancos todos os dias. E essas operações frequentemente utilizam esses títulos.

No entanto, como títulos normais tem vencimento muitas vezes maior do que 10 anos, eles não conseguem ser utilizados apropriadamente em operações de crédito de curto prazo, como alguns meses ou até mesmo alguns dias. Para isso são utilizadas as operações compromissadas, que por terem um “prazo” mais curto, funcionam como uma espécie de “unidade de tempo fracionada”, da mesma forma que as moedas são uma unidade fracionada de valor das cédulas em papel

Portanto, a liquidez do mercado monetário, ou seja, a capacidade de permitir acomodar garantias que garantam um retorno real em um prazo mais curto, dentro do atual sistema regulatório é diretamente afetado pela quantidade de operações compromissadas atuando no mercado.

Já a segunda função das operações compromissadas é resultado direto do quadro de dívida explosiva e alto nível da taxa de juros que passou a preponderar no Brasil a partir de 1999.

Como uma dívida com 46% de taxa de juros é algo completamente impraticável, toda vez que um título público chegava perto de sua data de vencimento e precisava pagar o seu valor de face, que é o seu componente mais oneroso, esse valor era compensado pela emissão de um outro título, mas com uma taxa de juros menor e sem que isso implicasse em custo financeiro adicional, como é possível ver nesse exemplo de balanço consolidado do Governo de 2009 - bit.ly/2OaJQ8l

Orçamento do Governo Federal (2009) - em milhões

Receita	Despesas
Receitas Correntes – 839.902,00 Receita Extra – 12.349,00	Despesas Correntes – 834.264,00 Superavit Corrente – 17.988
Operações de Crédito – 644.611 Amortizações – 22.262 Receitas de Capital – 729.195	Investimentos – 47.617 Amortização da Dívida – 631.608 Despesas de Capital – 721.254

Como é possível ver na representação do balanço ou no link acima, as operações de pagamento e emissão de novos títulos presente na parte de receitas e despesas de Capital são quase iguais, mostrando que não há um custo financeiro nesse processo de rolagem da dívida.

Portanto, essa operação de rolagem torna possível, senão pagar o valor principal da dívida, ao menos empurra-la com a barriga até que os juros alcancem um patamar minimamente civilizado e factível de pagamento. Foram as operações compromissadas, portanto, que possibilitaram esse papel de permitir uma substituição gradual de títulos de maior remuneração por títulos de menor remuneração, o que é ótimo. Então qual é o problema nisso?

Bom, realmente não existe um custo financeiro no processo de rolagem da dívida

Mas isso não significa que não haja um custo econômico.

10. O custo econômico das Operações Compromissadas

Embora no senso comum a dívida pública possa ser entendida como simples operações de crédito visando a cobrir eventuais diferenças entre receitas arrecadadas e excesso de despesas do governo, podem ser encontradas distinções entre vários tipos de endividamento público, cada um deles produzindo diferentes efeitos sobre as finanças do governo e sobre a economia do país como um todo.

Fábio Pereira dos Santos , o Plano Real e o Crescimento da Dívida Pública no Brasil

Ao que parece, o único dos quatorze países que fez uso intensivo de operações compromissadas foi o Brasil (...) chama atenção a distância entre o Brasil e os demais países nesse aspecto. A sua carteira correspondia a mais de 24% do PIB, ao final de 2016. O segundo lugar entre os outros treze países era ocupado pelas Filipinas, com apenas 3%

As Operações Compromissadas do Banco Central, Josué Alfredo Pellegrini, IFI - 2017

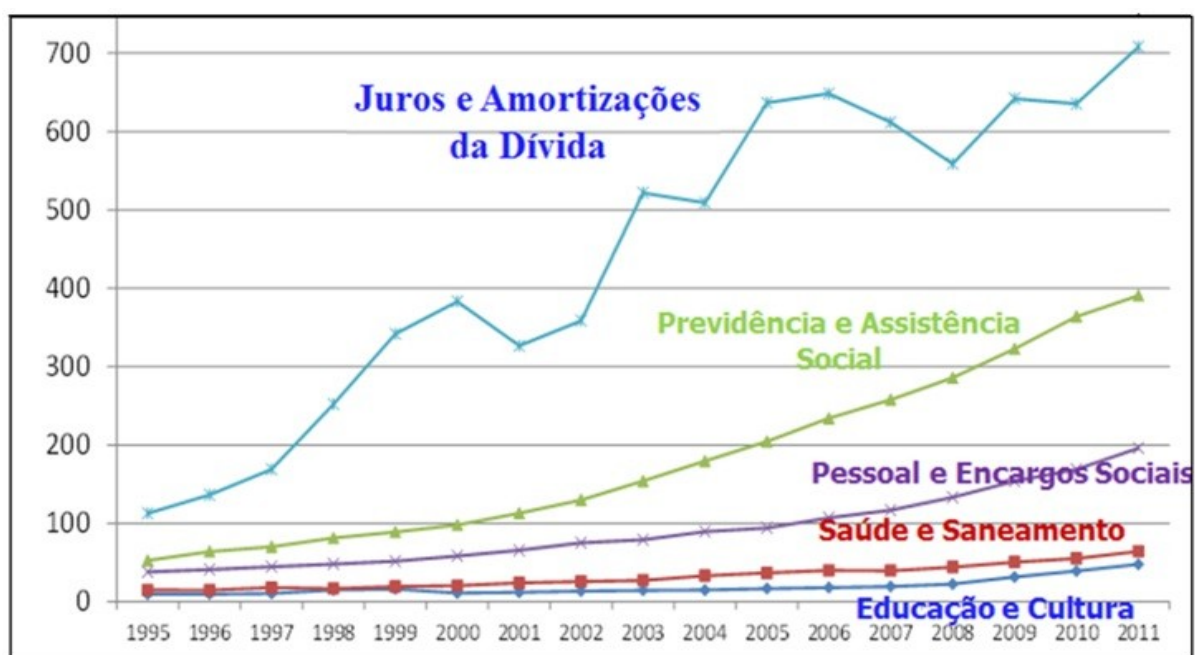
As operações compromissadas, como configurada atualmente, representam dois problemas:

- 1) A taxa de juros de seus títulos são muito maiores do que dos títulos “normais”.
- 2) O volume de operações compromissadas cresceu muito e hoje representam 25% do total

Sobre o primeiro ponto, por terem inseridas uma cláusula de compromisso de recompra, a remuneração das operações compromissadas é maior do que a dos títulos normais e de maneira inversamente proporcional ao prazo permitido para o exercício da recompra. Quanto menor o prazo, maior a remuneração desses títulos.

Sobre o segundo ponto, o volume de operações compromissadas parece ter crescido muito devido a diversos fatores. Em primeiro lugar, porque o espaço do Orçamento Federal destinado a elas foi crescendo em um ritmo muito maior do que das demais despesas.

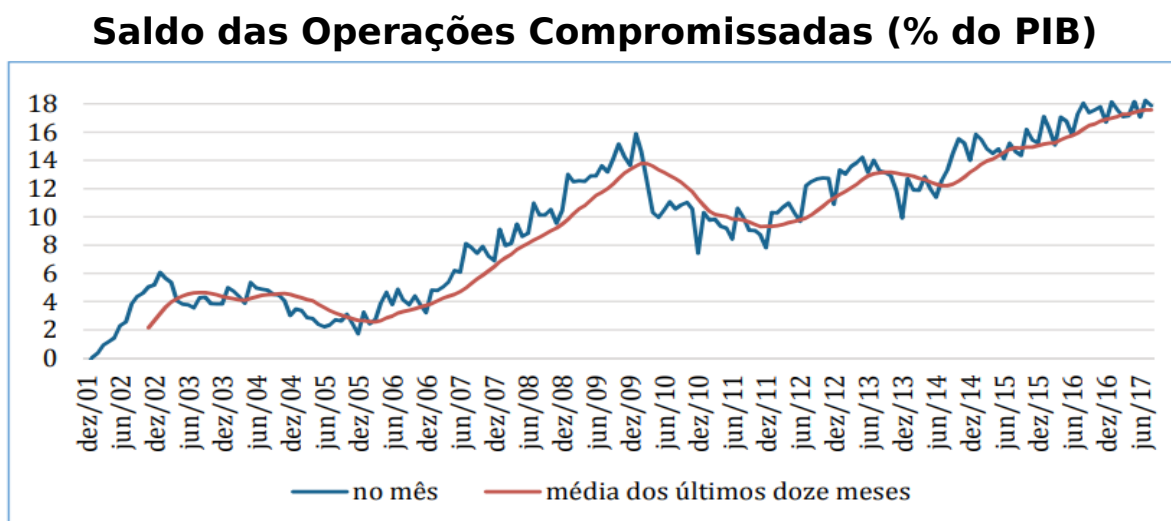
Despesas do Orçamento Federal por destinação (1995 - 2011)



Fonte: Auditoria Cidadã da Dívida Pública

Importante repetir: diferente das demais despesas do Orçamento, que representam gastos correntes sem retorno imediato, como vimos na seção anterior, as despesas voltadas para Amortização são reequilibradas pela emissão de novos títulos no mercado. Esse crescimento da série de Juros e Amortização, portanto, representa não apenas um gasto corrente cada vez maior do Governo, mas uma adição gradual da meta de Superávit Primário prevista naquele ano junto ao estoque anterior acumulado. Por isso o percentual destinado a essa despesa no Orçamento vem crescendo.

O crescimento da receita total disponível para esse tipo de operação, no entanto, parece ser apenas um dos diversos motivos que levaram ao crescimento das operações compromissadas, que ocorreram em períodos bastantes específicos, como mostra o gráfico abaixo:

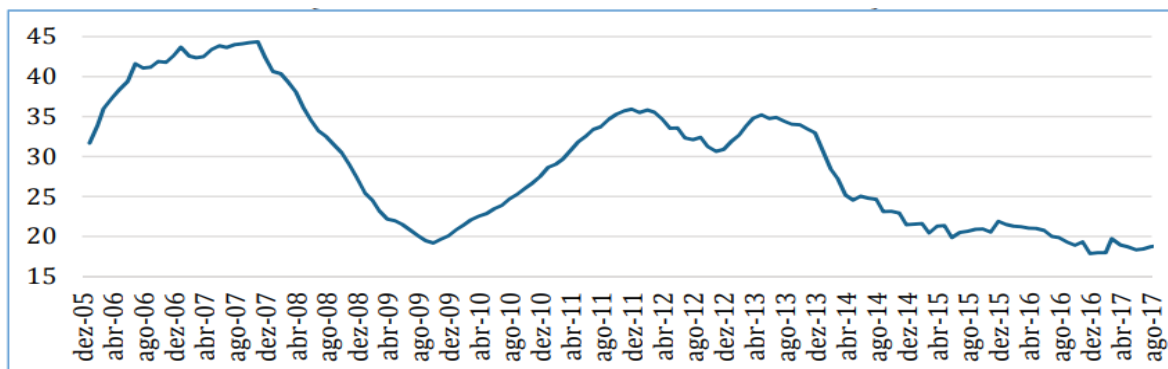


Fonte: As Operações Compromissadas do Banco Central, Josué Alfredo Pellegrini, IFI - 2017

Como é possível observar, o aumento das operações compromissadas passou a ocorrer principalmente a partir de 2006, quando ocorreu o aumento das reservas internacionais. As duas questões estão relacionadas devido ao chamado swap cambial, que, como descrevemos anteriormente, alia a venda de títulos públicos a uma conversão de dólares em reais, obrigando o Banco Central a intervir mais no mercado monetário através da oferta de títulos e, consequentemente, pelo aumento das operações compromissadas. Esse período foi marcado por uma valorização do Real de 2,30R\$/USD para 1,50R\$/USD.

Após um pequeno intervalo elas voltaram a crescer novamente a partir de 2011, período em que, como já vimos, a situação fiscal do Governo passa a piorar muito. Veremos mais detalhes adiante. Vale destacar também a queda do prazo médio das Operações Compromissadas, que vem caindo continuamente nos últimos anos, o que implicaria em um encarecimento de suas operações:

Saldo Prazo Médio das Operações Compromissadas (dias úteis)



Fonte: As Operações Compromissadas do Banco Central, Josué Alfredo Pellegrini, IFI - 2017

O principal problema desse aumento do percentual das operações compromissadas e do seu prazo médio de execução é que elas acabam encarecendo muito o custo de oportunidade dos empréstimos das Instituições Financeiras, por inflarem o Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC) de seus passivos/garantias

O custo médio ponderado de capital é o que determina a rentabilidade mínima necessária de retorno para um investimento. Por exemplo, vamos supor que o Banco Bórgia tenha cinco títulos: um título com taxa de juros de 10%, dois títulos de 15% e dois títulos de 20%. Então a rentabilidade média que eles recebem por esses títulos será:

$$\text{CMPC do Banco Bórgia, caso 1} = (1 * 10\% + 2 * 15\% + 2 * 20\%) / 5 = 16\%$$

Portanto, se o Banco Bórgia for decidir se vale emprestar dinheiro a alguém, ele deve fazê-lo pela taxa mínima de 16%, mesmo que a taxa de juros básica seja de 10%. Agora vamos supor que você troque um dos títulos de 15% por outro de 20% o CMPC do Banco Bórgia passa a ser:

$$\text{CMPC do Banco Bórgia, caso 2} = (1 * 10\% + 1 * 15\% + 3 * 20\%) / 5 = 19\%$$

Se isso acontecer simultaneamente em todo o mercado bancário, então nunca se emprestaria dinheiro a alguém a uma taxa menor do 19%, pois ele irá considerar que está “perdendo dinheiro”, pois não ganhará tanto dinheiro com o empréstimo quanto seria capaz de ganhar operando com os títulos no mercado. E nessa nova margem de 19% nem está incluso o spread bancário.

Fica bastante claro, portanto, que o aumento das operações compromissadas, juntamente com a liquidez excessiva garantida por esses títulos ao mercado monetário, seja um dos principais fatores responsáveis pelas altas taxas de juros que são repassadas pelas Instituições financeiras para o usuário final. Além disso, de acordo com Perry Mehrling, o título do tipo repo (repurchase agreement) - que é o equivalente da operação compromissada nos EUA - faz com que aquele que está adquirindo o título ganhe uma margem sobre quem está emprestando - bit.ly/2xUXxyM

Atualmente as taxas de juros parecem finalmente ter passado pelo processo de transição que começou em 1999, atingindo níveis mais civilizados, cerca de 6,5% a.a. As operações compromissadas parecem ter cumprido o seu papel. Por esse motivo há uma discussão em andamento de substituir o atual sistema de Política Monetária executado por meio da oferta de títulos adquiridos por instituições privadas, que passaria a receber depósitos remunerados.

Esse processo de transição, no entanto, apresenta algumas complicações. Primeiro, porque as operações compromissadas não são contabilizadas dentro do câmputo da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), então há dúvidas sobre como integrar isso dentro da contabilidade geral. Segundo, isso implicaria no fim das operações compromissadas, que são atualmente responsáveis por garantir a liquidez do interbancário em um momento em que há um grande nível de inadimplência, então

uma redução drástica dessa liquidez levaria a diversas complicações nos balanços das Instituições Financeiras e poderia até mesmo provocar uma crise bancária.

Existem um amplo debate acadêmico sobre o assunto e diversas sugestões sobre como operar esse processo de transição podem ser encontradas no livro “A Crise Fiscal e Monetária Brasileira” composta por artigos de diversos autores e organizado por Edmar Bacha.

O ponto mais importante dessa análise sobre as compromissadas é que elas permitem um debate que não esteja limitado apenas ao déficit ou superávit corrente do Governo, que é equivalente ao fluxo de caixa de uma empresa, mas permite abordar a estrutura de gerenciamento da dívida em um patamar global, que é mais referente à sua solvência.

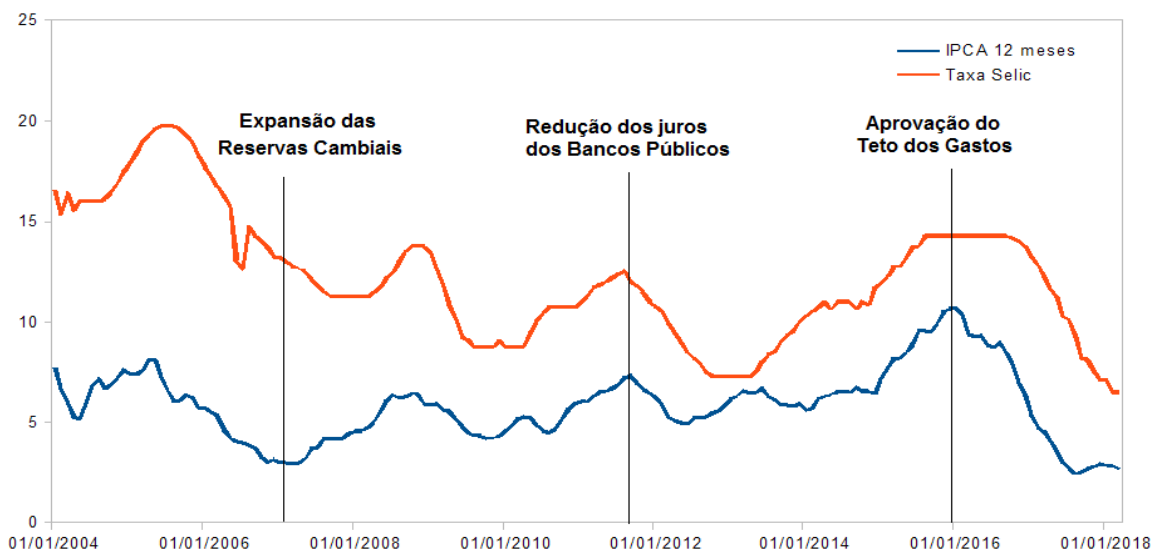
11. Explicando o Teto dos Gastos

“A vasta maioria dos contratos financeiros é escrita em termos nominais e inegociáveis independentemente das contingências. Os contratos indexados – desde que em relação à inflação passada e com intervalos fixos entre os reajustes – também são fonte de inércia do processo inflacionário” - Juros, Moeda e Ortodoxia, Andrea Lara Resende

Diferente de outras Ciências, é muito difícil poder testar hipóteses econômicas em laboratório, pois o objeto de estudo da Economia é algo que ocorre à nossa volta continuamente e dificilmente os mesmos fatores são repetidos nas mesmas condições mais de uma vez. No entanto, houveram tantas formulações diferentes e experimentos ousados feitos na Política Monetária e concessão de crédito nos últimos anos que se assumirmos como premissas os itens anteriores levantados, é possível identificar algumas relações entre determinadas variáveis.

Como vimos nas seções anteriores, a normatização do Tripe Macroeconômico por Armínio Fraga tinha como objetivo permitir uma gradual redução da taxa de juros que convergiria pra baixo junto com a inflação. A princípio essa estratégia parecia estar dando certo e taxa de juros e inflação pareciam cair continuamente, mas a partir de 2007, que como vimos é quando ocorre a expansão das reservas por meio da expansão dos swaps cambiais, passou a ocorrer inflação novamente, levando o Banco Central a seguir o receituário do regime de metas e aumentar a taxa de juros, como é possível visualizar no gráfico abaixo, que será utilizado como referência para todas as análises dessa seção.

Inflação acumulada 12 meses e Taxa Selic (01-2004 a 03-2018)

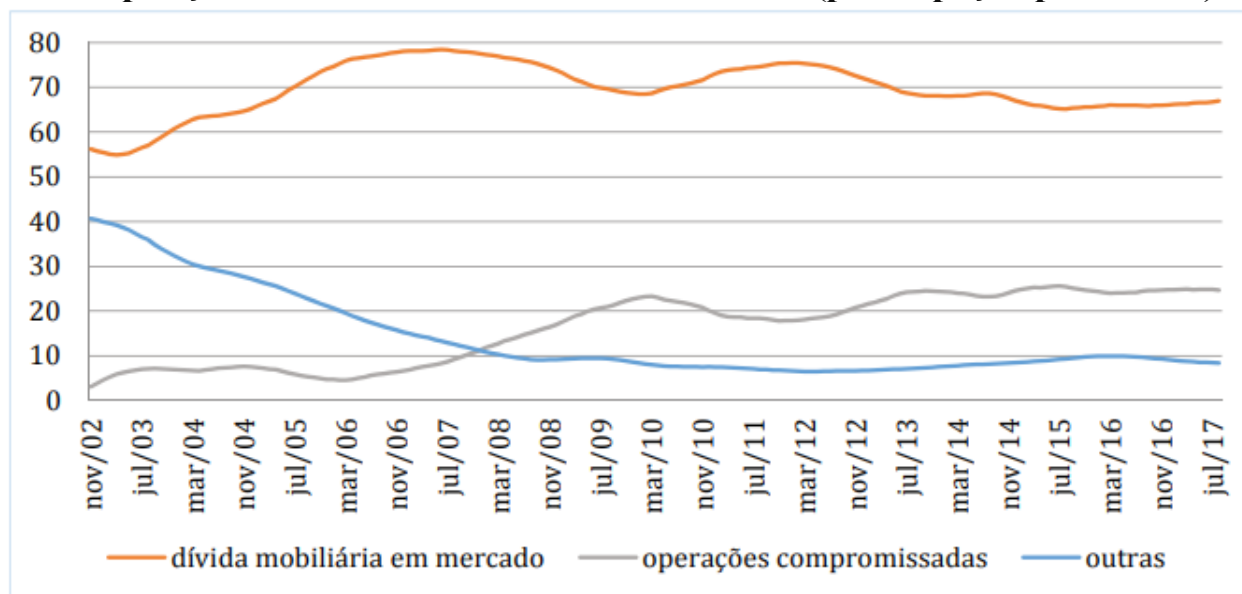


Fonte: Ipeadata – formulação própria

Esse cenário de aumento da inflação se mantém até 2008, quando a brusca redução da atividade econômica em nível global leva a uma queda da atividade econômica no Brasil que parece ajudar a reduzir as pressões inflacionárias, apesar da contínua expansão de reservas do Banco Central.

A partir de 2009 passam a ser aplicadas as políticas contra-cíclicas pelo Governo: isenção tributária de diversos tributos e expansão do crédito por meio do BNDES e da Caixa Econômica para a construção de casas populares. Esse é um período em que ocorre uma leve retração das operações compromissadas, mas que foram compensadas pelo aumento de emissão de títulos de longo prazo.

Composição da Dívida Bruta Geral do Governo (participação percentual)



Fonte: As Operações Compromissadas do Banco Central, Josué Alfredo Pellegrini, IFI - 2017

O problema disso é que quando o BNDES passa a conceder empréstimos com base em emissões do Tesouro Nacional, ele deixa de ser um mero intermediador de empréstimos e passa a atuar como Banco Emissor, afetando o Mercado Monetário por meio do efeito meia-entrada.

A partir de 2011 começa a deterioração das receitas correntes do Governo devido à mudança do ambiente internacional e as desonerações fiscais, inicialmente praticadas como medidas contra-cíclicas keynesianas, passam a perder efeito. O volume de compromissadas aumenta ainda mais, mostrando uma certa demanda do Mercado Bancário por liquidez, além de interesse na manutenção do mesmo patamar de rentabilidade, apesar da piora geral do quadro econômico.

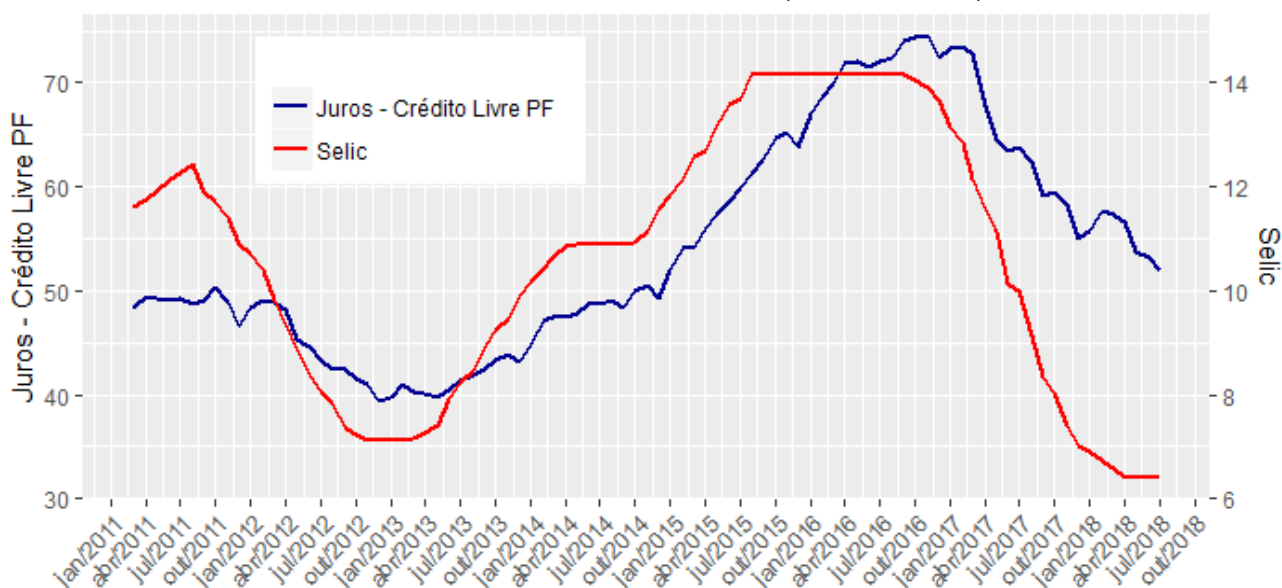
A partir de 2012 o Governo Federal, já pressionado pela deterioração da Política Econômica – é possível inferir um certo sufoco financeiro a partir dos casos de contabilidade criativa que ocorreram no mesmo período – e da Política Fiscal devido ao aumento concomitante das taxas de juros e da inflação, decide pressionar pela redução da taxa de juros SELIC e pela redução do spread praticado pelos Bancos Públicos como uma forma de induzir os Bancos Privados a fazer o mesmo. O problema dos juros seria, portanto, de natureza moral, pois os Bancos eram gananciosos demais.

Em um primeiro momento isso dá certo e ocorre uma redução simultânea tanto dos juros quanto da inflação. O Spread, determinado pela distância entre as curvas de IPCA acumulado 12 meses e da Taxa Selic se aproximam, levando a uma redução da taxa de juros real ao menor patamar praticado em todo período analisado. No entanto, a redução do nível de rentabilidade dos Bancos Públicos

parecem ter reduzido também a margem de operação de todo o mercado, pois elas levaram tanto a mais uma expansão nas operações compromissadas quanto ao encarecimento dos Juros da Pessoa Física, o que parece ser mais uma vez resultado do efeito meio-entrada, devido ao aumento do crédito direcionado para determinados setores.

Esse encarecimento do crédito livre pessoa física pode ser visto no gráfico a seguir. Como é possível analisar, as intervenções diretas no mercado de crédito fizeram com que a taxa de juros se descolasse do processo de cointegração (mesma trajetória) que as séries de crédito Livre Pessoas Física e a Taxa Selic apresentavam até então. Nesse mesmo período o Governo também adotou uma política de controle de preços excessivo pra segurar a inflação artificialmente, como através do preço do petróleo que passou a não variar mais de acordo com o mercado internacional, além de outros preços controlados como energia.

Crédito Livre PF e Taxa Selic (2011 a 2018)

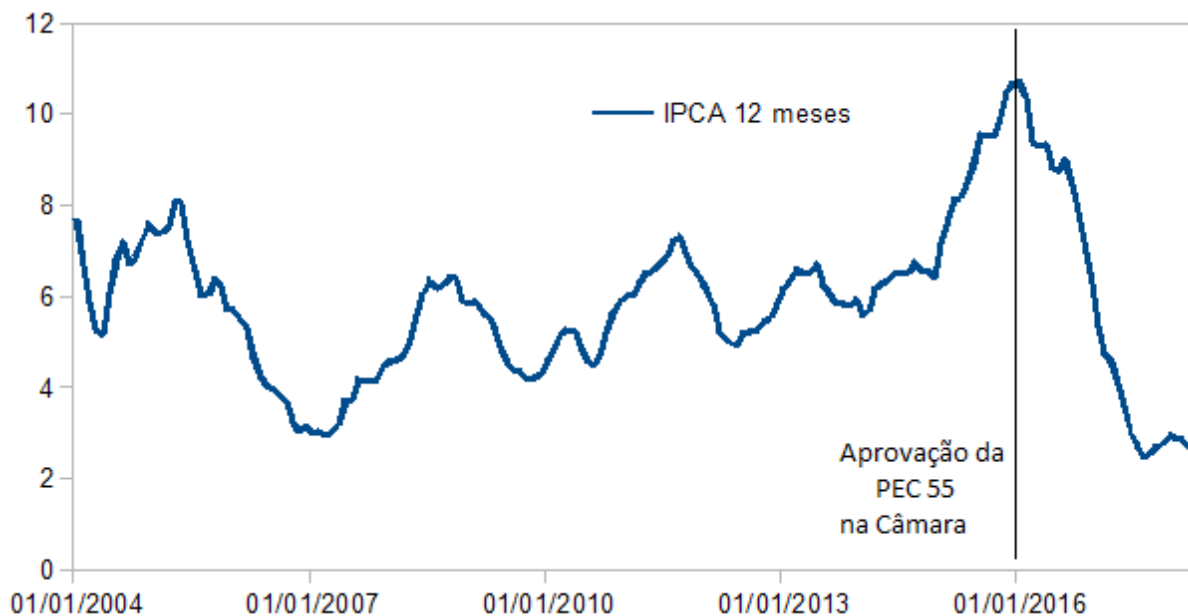


Fonte: Site “Análise Macro”, com dados do Bacen

No começo de 2014 ocorre o aumento da taxa de juros. No começo de 2015, após a eleição de Dilma, os juros aumentam novamente e quase ao mesmo tempo são reajustados todos aqueles preços que estavam sendo artificialmente controlados: gasolina, energia elétrica, transportes, etc. O efeito do aumento da taxa de juros é semelhante ao episódio de Eugênio Gudin à frente da SUMOC em 1954, como narrado no livro “Juros, Moeda e Ortodoxia” de Andrea Lara Rezende.

Esses elementos, juntamente com a forte desvalorização cambial nesse mesmo período, acabam reduzindo drasticamente o nível de poder de compra, o nível de atividade econômica e levam a um processo de crescimento da inflação que só passa a ser interrompido com a aprovação do projeto de Emenda Constitucional do Teto dos Gastos (PEC 55/241 ou EC 95), permitindo uma redução drástica da taxa de juros, como mostra o gráfico abaixo:

Inflação acumulada 12 meses (01-2004 a 03-2018)



Fonte: Ipeadata - formulação própria

Longe de ser uma simples coincidência, esse dado parece confirmar a hipótese de dominância fiscal que tem sido levantado por diversos Economistas ao longo da última década ou mais. A princípio, o que era uma discussão restrita a determinados círculos acadêmicos, mas tarde se tornou parte de um debate mais público ao ser explicitamente defendido, entre outros, por Mônica de Bolle, além de Andrea Lara Rezende por meio de seu artigo sobre juros no Valor Econômico - bit.ly/2I9pCWN

Explicando rapidamente, o processo de dominância fiscal ocorre quando a taxa de juros deixa ter efeito sobre a taxa de inflação. Nos modelos mais clássicos de Economia existem dois componentes que são geralmente definidos como responsáveis por determinar a inflação:

- Política Monetária, por meio da taxa de juros
- Política Fiscal, por meio da determinação dos gastos do Governo

Para aqueles que não estão familiarizados com o mecanismo de controle da inflação, basta pensar no seguinte exemplo: toda vez que o Banco Central aumenta a taxa de juros básica da Economia, as “Casas Bahia” deveriam repassar isso para os preços pelos quais eles anunciam a venda de seus produtos “sem juros”. Como, na verdade, os juros já estão previstos dentro desse produto final anunciado como “sem juros”, esse aumento da taxa de juros passa a ser incorporado no preço final do produto. Se o preço aumenta, menos pessoas compram e ocorre menos inflação.

Esse exemplo envolvendo uma famosa rede de varejo está longe de ser acidental. Uma possível interpretação pra perda da eficácia da taxa de juros é que esse receituário já vem sendo administrado há tanto tempo que acaba emulando o mesmo efeito de um antibiótico que perde eficácia depois que as bactérias passam a adquirir resistência.

Da mesma forma, não é nenhum segredo que as grande redes de varejo que operam no país não ganham o maior volume de seus lucros por meio da venda dos produtos que comercializam, mas através de operações financeiras e do oferecimento de produtos bancários, como o famoso cartão da loja. Assim, diante de uma taxa de juros que foi mantida em um nível muito alto por muito tempo, essas redes passaram a incorporar rotinas financeiras complexas dentro de sua estrutura de negócios, se tornando menos expostas que o mercado regular diante de variações da taxa de juros.

O segundo possível motivo - e complementar ao primeiro – para o quadro de dominância fiscal

estaria relacionado com o aumento das operações compromissadas. Como vimos no exemplo que utilizou o Custo Médio Ponderado de Capital, as variações da taxa de juros básica acabam se enfraquecendo e não sendo repassadas para o usuário final do serviço. Essa mesma lógica deve ter preponderado também entre as instituições financeiras associadas ao comércio varejista.

Isso, no entanto, nos leva a seguinte indagação: se durante toda a análise aqui feita os momentos de aumentos da inflação foram relacionados com alterações de componentes da estrutura global da dívida, ou seja da composição de títulos públicos disponíveis no mercado monetário, porque a aprovação do Teto dos Gastos levou a uma redução tão brusca da inflação? Especialmente quando consideramos que os três anos de deficit registrados desde 2015 foram custeados com base na emissão de mais títulos da dívida pública? Isso não deveria ter estimulado o crescimento da inflação ao invés de induzir uma retração tão brusca?

Uma ótima pergunta, para a qual podemos ao menos formular algumas hipóteses. Primeiro, é possível que uma parte do pico da inflação próximo à aprovação do Teto dos Gastos tenha sido provocada por expectativas inflacionárias dos agentes econômicos que buscavam antecipar em seus preços o aumento dos impostos que estavam previstos para serem aprovados com o objetivo de financiar o déficit que o orçamento do Governo Federal apresentava naquele ano. Ao aprovar o teto de gastos essas expectativas foram frustradas e puderam ser revertidas.

Segundo, o pico prolongado que a taxa de juros manteve após uma brusca queda da inflação com a aprovação do teto dos gastos juntamente com o dado já apresentado que, de acordo com estudo do Cemec, cerca de 72% das fontes de crédito estão comprometidas com títulos da dívida, aponta que os agentes do Mercado Monetário correram para adquirir títulos da dívida pública por 15% contra uma inflação inferior a 4% e em meio ao crescimento do PIB de menos de 2%

Esses títulos, de acordo com essa hipótese, não estariam sendo utilizados como contrapartida em operações para o mercado de crédito, mas sim como componentes de produtos nas áreas de Finanças Pessoais (Investimentos) e Seguros, que são operações que não tem liquidez, ou seja, não envolvem a disponibilização de papel moeda em poder do público e consequentemente não apresentam efeito inflacionário. Esse aumento de operações em outras áreas é resultado do próprio prêmio de risco, que nesses momento de instabilidade aumenta, aliado ao fato de que o próprio mercado de crédito não vem apresentando mais rentabilidade pela forte inadimplência que aflige hoje o setor bancário.

Diante disso, é importante ressaltar mais uma vez: independente dos eventuais efeitos positivos que tenham apresentado no controle da inflação, o Partido Pirata continua sendo contra o Teto dos Gastos, pois ele não representa uma solução adequada para o problema. É como se você tivesse um vazamento na sua torneira e resolvesse o problema tacando 1 kg de concreto sobre a pia da sua cozinha. Você certamente resolveu o problema da goteira, mas não vai conseguir lavar sua louça ali. É como jogar o bebê fora junto com a água do banho.

O que o Teto dos gastos sempre almejou foi neutralizar a Política Fiscal do Governo. Existe uma regra de bolso ainda ensinada nas graduações em Economia por aí de que, dada uma Economia Aberta para o Mercado Internacional (IS-LM-BP), para que uma determinada ação do Governo possa ser eficiente, você precisa fixar uma das três políticas – Fiscal, Cambial ou Monetária – e deixar as outras duas livres. Durante o Plano Real em 1994, por exemplo, foi fixada a Política Cambial por meio de uma taxa de câmbio artificial. Mais tarde, foi liberado o câmbio e fixaram a Política Monetária por meio da regime de metas da Inflação. Já o efeito do Teto foi tornar a Política Fiscal fixa para que fosse possível manter as outras duas livres.

O resultado é análogo à lenda da Caixa de Pandora. Você resolve o problemas dos horrores que saíram da gestão ineficaz feita na condução inadequada da Política Fiscal nos últimos anos

colocando uma camisa de força sobre o Estado ao impor o Teto dos Gastos, mas ao mesmo tempo mata a esperança de que dali poderia surgir uma solução para o problema.

O maior “medo” dos agentes econômicos do Sistema Financeiro agora é que qualquer tipo de intervenção que o Governo se proponha a fazer sobre a economia repita o mesmo efeito que as demais ações conduzidas durante o Governo Dilma e que acabaram levando a um novo aumento da inflação, o que reduz gravemente as já reduzidas margens de operação do setor produtivo, além das margens de rentabilidade do setor financeiro.

Dado o histórico que apresentamos, esse medo é relativamente compreensível. Quando analisamos o histórico recente, podemos chegar à errônea conclusão de que a volta da inflação foi provocada pelo aumento dos gastos do Governo. Essa tese, no entanto, propõe uma outra hipótese: que o aumento da inflação e o encarecimento do mercado de crédito registrado durante o Governo Dilma foi provocada por quatro elementos: 1) Uma expansão desenfreada dos empréstimos subsidiados, especialmente quando envolveram emissão de Títulos da dívida pública, gerando o efeito meia-entrada, 2) uma expansão do volume de operações compromissadas, o que acabou encarecendo o mercado interbancário 3) uma expansão da oferta dos instrumentos de swap cambial, que acabou aliando efeitos de Política Cambial com Política Monetária 4) uma crescente discrepância entre os níveis de desenvolvimento e crescimento das diferentes regiões do País.

12. Sobre a inversão de incentivos no Mercado de Crédito

“A situação deve ser vista no contexto mais amplo da resistência dos bancos em emprestarem médio e longo prazo. Pode-se dizer, sem medo de errar, que o Plano Real acabou com a hiperinflação, mas não acabou com a prevalência do curto prazo na economia brasileira.”

Operações Compromissadas x Dívida Pública, Maria Clara do Prado

Até o momento, nós estabelecemos uma retrospectiva sobre os fatores que levaram à crise de 2015, dos bastidores econômicos da criação do Plano Real, dos elementos normativos que configuraram o Tripé Macroeconômico e estabelecemos uma análise sobre o comportamento das séries de inflação e taxa de juros com base em determinadas premissas levantadas ao longo do trabalho.

Voltemos agora àquele que pode ser considerado o problema mais crônico da Economia Brasileira: a forte desindustrialização que ela vem sofrendo desde a década de 90. O fenômeno da desindustrialização é algo comum em quase todos os países do Ocidente devido à transferência das grandes plantas industriais para a China e demais países asiáticos, mas que no caso do Brasil se mostrou ainda mais severa devido às bruscas alterações na condução da Economia e do alto nível da taxa de juros que passou a preponderar a partir da implementação do Plano Real.

A própria palavra industrialização acaba não ajudando muito, pois se refere a um conceito de indústria pesada que, embora tenha sido prevalente na Economia até o começo da década de 90, passou a perder protagonismo com a criação das redes complexas, formadas pela interação entre diferentes empresas, incluindo micro e pequenas empresas super-especializadas. No Brasil, as micro e pequenas empresas já respondem por cerca de 50% dos empregos e 27% do PIB - bit.ly/1MLi3iB

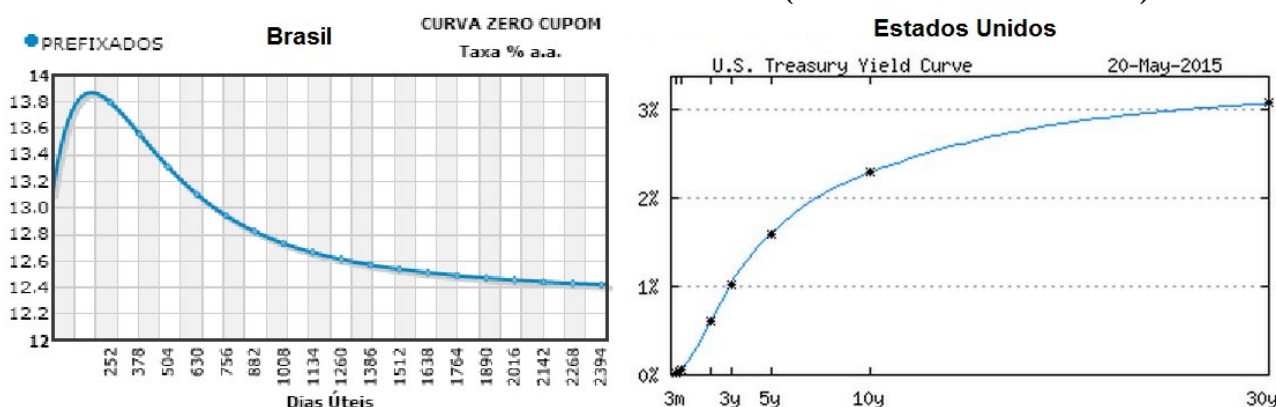
Devido a esses pontos estaremos substituindo daqui por diante o conceito de “industrialização” por “sofisticação de cadeias ou redes produtivas”, sendo que essas redes podem incluir ou não a presença de grandes Indústrias e Empresas. A principal diferença entre elas, é que enquanto as grandes Empresas, devido ao seu tamanho, podem se tornar capazes de mitigar riscos e garantir ganhos por meio da produção feita em escala e melhor acesso a crédito, as pequenas e micro-empresas tem muita dificuldade de obter acesso ao Mercado Bancário ou Financeiro.

Essas dificuldades já foram notadas há muito tempo pela literatura acadêmica. Em parte elas são consequência dos modelos de assimetria de informação de Stiglitz, que enunciam uma preferência das Instituições Financeiras em conceder crédito a uma taxa de spread mais baixa para empresas grandes do que para empresas pequenas.

Outra grande parte é devido aos elementos já enunciados na seção anterior, que parecem ter introduzido diversas disfunções no mercado de crédito Brasileiro. Essas disfunções podem ser resumidas pelo fato do Mercado de Crédito Brasileiro estar apresentando uma inclinação oposta àquela esperada para a curva a termo da taxa de juros, favorecendo mais a rentabilidade da concessão de empréstimos de curto prazo do que de longo prazo.

Isso pode ser exemplificado por meio dos gráficos abaixo, que compara as curvas a termo dos títulos prefixados do Brasil e dos Estados Unidos com data de referência de 20 de Maio de 2015. A Curva dos Estados Unidos é a mesma que a ensinada como padrão teórico na conceituação da taxa a termo nas aulas de Economia, de modo a premiar uma rentabilidade maior para aqueles dispostos a deixar o dinheiro investido por mais tempo. Já o formato da curva brasileira acaba premiando mais aqueles que emprestam dinheiro no curto prazo, o que acaba desincentivando a formação de uma taxa de poupança e estimulando o consumo imediato.

Curva a Termo Brasil x Estados Unidos (referência 20-05-2015)



Fonte: Como prever a taxa de juros do Futuro, André Ávila - clubedospoupadores.com

Importante destacar: o formato dessa curva é dinâmico e pode se alterar ao longo do tempo de acordo com a data de referência utilizada. Alterações drásticas no formato da curva, no entanto, são muito mais frequentes no caso brasileiro do que no caso Estadunidense.

O comportamento instável da curva a termo no Brasil é frequentemente justificada como normal dado o histórico de inflação no Brasil. Isso está correto, geralmente países em desenvolvimento passam por uma drástica explosão urbana e demográfica e, como não contam com um mercado financeiro maduro, acabam apresentando uma inflação explosiva. O Brasil, no entanto, vem apresentando uma inflação anual abaixo dos dois dígitos desde 2003 e, ironicamente, esse patamar só voltou a ser rompido depois que os juros voltaram a ser elevados a partir de 2014 e 2015.

As alterações bruscas registradas no formato da taxa de juros a termo, portanto, parecem ser mais resultado de uma inadequação da Política Monetária do que algo relacionado a variações bruscas na expectativa de inflação. Até mesmo porque, como veremos mais a frente, a correção definitiva do mecanismo inflacionário no Brasil não foi resultado da adoção dos mecanismos de câmbio fixo e alta taxa de juros durante o processo de transição do Plano Real, mas sim da alteração de diversas leis que impunham gatilhos de correção monetária nos gastos correntes e nos mecanismos de concessão de crédito feitos pelo Governo e que foram sendo instituídos inicialmente durante o Governo JK e posterior e principalmente durante o Regime Militar.

Casos como esse acabam subvertendo a própria lógica que deveria imperar em uma relação de escolha determinada pela taxa de juros, como descreve o Economista Eduardo Gianetti:

“Um exemplo simples. Se eu desejo uma fruta que vejo ao meu alcance, basta deslocar-me até ela para apanha-la. Nada mais trivial. Mas, se eu desejo obter mais à frente uma colheita de frutas, não posso deslocar-me no tempo para apanha-las e trazer ao tempo presente. Uma troca intertemporal se faz imperativa. Será preciso agir no tempo de um modo específico, isto é, abrindo mão de algo que eu disponho no momento (custo) em prol de algo que pretendo colher no futuro (benefício).”

O Valor do Amanhã, Eduardo Gianetti

Ou seja, o que vem ocorrendo no Mercado Monetário e Financeiro brasileiro nos últimos anos é uma subversão dessa lógica, pois as instituições financeiras acabam recebendo mais incentivos para sacar o mais rápido possível a fruta da árvore do que estimular a colheita dela, o que envolve receber muitos benefícios sem que isso implique em custo adicional.

13. A Rede Invisível

“A PNAD acabou de publicar um dado que eu acho que todos nós brasileiros temos que estar cientes para entender o problema de emprego no Brasil (...) o contingente de informais no Brasil (...) são 37,1 milhões de brasileiros (...) que não tem CNPJ (...) olha que espantoso, é maior do que o número total assalariados no Brasil com carteira assinada, que é de exatamente 32,8 milhões”

Eduardo Gianetti em entrevista para a Globo News

Roberto Mangabeira Unger, brasileiro e professor em Harvard, foi Ministro de Assuntos Estratégicos no Governo Lula e no Governo Dilma. Durante esses dois períodos ele viajou por todo o Brasil para ponderar sobre possíveis estratégias de promoção do desenvolvimento nacional. Nelas identificou aquele que seria o principal recurso que estamos frequentemente desperdiçando. Que seria, nas palavras dele, “uma grande massa de mestiços e mulatos extremamente inventivos, que estão constantemente buscando formas de empreender” como que guiados pelo que ele chamou de “Anarquia Criadora”, uma busca por inovação sem limites.

Essas observações, que estão presentes no livro “Depois do Colonialismo Mental”, escrito em parceria com Caetano Veloso, vão mais além ao observar que todos os Governos após a redemocratização de 88 se limitaram a reproduzir o que ele chamou de “Suécia Tropical”, ou seja, uma replicação das políticas de compensação social que foram introduzidas na Europa depois da Segunda Guerra Mundial, mas sem que a nossa base produtiva fosse a mesma da Europa e capaz de sustentar tal modelo (o que é bastante irônico, pois o Partido Pirata surgiu na Suécia e em grande parte como uma crítica ao modelo de Governo excessivamente tutelador que existia por lá).

Ainda de acordo com Mangabeira Unger, os Governos após redemocratização foram capazes de produzir uma “democratização da demanda”, ao introduzir diversas medidas que facilitaram a aquisição de produtos, além de políticas de inclusão social, mas falharam em produzir medidas que levassem a uma “democratização da produção”, permitindo um maior desenvolvimento do País.

Essas observações de Mangabeira Unger sobre uma “grande massa de mulatos inventivos” espalhada em todo o país parecem trazer implícita a identificação de uma grande rede de produção informal que até o momento permanece invisível no Brasil. Esses dados batem com a PNAD

continua de 2018 que aponta que o número de trabalhadores informais, 37,1 milhões, é maior do que os trabalhadores formais com carteira assinada, que são 32,8 milhões.

Como simplesmente não é possível imaginar que esses 32,8 milhões de trabalhadores sejam camelôs, é mais óbvio suspeitar que haja uma ampla rede de comércio informal ou “pirata” que está envolvida na produção e comercialização de produtos de baixo valor agregado e na prestação de serviços de baixa sofisticação. Por contar com a maioria dos trabalhadores, essa rede tem um peso extremamente importante na Economia, mas que seguem invisíveis ao olhos da Administração Federal e não estão incluídos nas Estatísticas oficiais do IBGE. Além disso, por não terem meios ou incentivos para se institucionalizar e por não terem grande peso econômico, não conseguem ter uma representação significativa nem na área política e nem no debate público.

Os elementos dessa “Rede Pirata⁴ Invisível” são provavelmente compostos por pequenos comerciantes, artesãos, empreendedores e profissionais liberais sem certificação, além de outras modalidades e são exatamente os grupos que a literatura econômica aponta como aqueles que tem maior dificuldade na obtenção de crédito e financiamento no Brasil, não apenas devido aos altos custos que os juros elevados impõem, mas também devido às tarifas muito altas que são cobradas pelo setor bancário.

Como esses empreendedores não tem CNPJ registrado, eles também não tem acesso a uma grande gama de serviços financeiros especializados cujo domínio é um passo importante e necessário para uma maior sofisticação da rede produtiva da qual eles fazem parte. Com isso, o componente de produção que eles exercem não é identificado dentro do cômputo do PIB e eles passam a ser identificados meramente como integrantes do mercado consumidor.

Portanto, esse diagnóstico que Mangabeira Unger desenhou por meio do contato que ele estabeleceu com empreendedores informais do Brasil inteiro parece estar correto. Qualquer chance de desenvolvimento que o Brasil possa ter envolve algo o que o Programa do Partido Pirata denomina como “Reconhecimento do Mercado Pirata, Mercado Informal e do Mercado Cinza como partes integrantes da Economia Real” e passa necessariamente por uma democratização da produção que envolvem dois componentes:

- 1) Redução da taxa de juros real para um patamar próximo ao do rendimento do setor produtivo
- 2) Estabelecimento de um mercado de garantias e títulos de longo prazo no País

O primeiro componente é bastante óbvio. Para uma economia ter incentivos suficientes para investir na produção e se desenvolver é necessário que o custo de captação do setor financeiro não seja maior do que o rendimento do setor produtivo. Se a taxa de juros é maior do que isso, simplesmente não há incentivos para investir na produção, o que consequentemente prejudica o crescimento econômico e a sustentabilidade do modelo produtivo, que passa a depender de serviços financeiros que permitem burlar essas deficiências, mas que não estão disponíveis para todos.

Já o segundo componente se destrincha em outras duas partes. Primeiro, uma reformulação do processo de gestão da dívida pública, o que inclui uma reformulação do Sistema Monetário e uma reestruturação dos papéis da dívida pública para que elas deixem de apenas estimular o curtíssimo prazo em momentos de alta volatilidade financeira. Segundo, uma série de alterações institucionais que permitam o surgimento autônomo de títulos da dívida emitidos por entidades privadas por um prazo mais longo.

Felizmente, uma parte desse processo de alteração institucional já foi realizado. Recentemente, o Ministro da Fazenda do Governo Michel Temer foi responsável pela aprovação da nova taxa TLP, em substituição da antiga taxa TJLP, alterando a taxa de referência para os empréstimos feitos pelo

4 No sentido de terem toda a potencialidade para produzir, mas de terem negados o seu direito de exercício, Pacto Pt1

BNDES. Samuel Pessoa da FGV explica isso aqui - bit.ly/2O7WYvG

Como vimos no início desse trabalho, a expansão do crédito concedido pelo BNDES traz implícitos subsídios que obrigavam o Tesouro Nacional a emitir títulos da dívida pública, gerando o “efeito meia-entrada”. Por atuar com taxas subsidiadas menores que aquelas praticadas pelo mercado, o BNDES, na prática, acabava tendo o monopólio na concessão de empréstimos de longo prazo no Brasil, ocupando um espaço que poderia estar sendo desempenhado por instituições privadas sem que isso implique em custo adicional de impostos.

De acordo com o projeto de lei aprovado, a transição da antiga taxa TJLP para a nova taxa TLP será gradativa e o rendimento da nova taxa TLP será equivalente ao do título NTN-B em 2020. Ainda será possível aprovar investimentos com créditos subsidiados para casos especiais, mas eles dependem de inclusão dentro do orçamento aprovado pelo Congresso.

No entanto, apesar dessa alteração parecer positiva isoladamente, ela traz implícita um forte problema. Como o mercado de crédito já se encontra comprometido devido ao alto nível de inadimplência e pela preferência dos agentes econômicos por papéis de curto prazo, essa alteração serve apenas para sufocar ainda mais o setor produtivo da única possibilidade de crédito com taxas diferenciadas disponível, prejudicando ainda mais a retomada do investimento no curto prazo.

14. Proposta de fortalecimento do Mercado Monetário e Financeiro

“Até recentemente, a maioria dos estudos sobre a evolução dos sistemas de pagamento pressupunha que a moeda teria precedido o crédito na história econômica. Essa pressuposição falha ao não perceber que a moeda não pode existir antes que surja uma unidade de conta universal, e que uma unidade de conta universal não pode ser dissociada da noção contábil de débito e crédito” – Juros, Moeda e Ortodoxia, Andrea Lara Resende

Como muitos que leram até aqui já devem ter concluído, essa tese propõe que o maior entrave para o desenvolvimento econômico são os altos juros praticados no Brasil, que impossibilitam a democratização da produção e cria barreiras para a entrada das redes invisíveis de produção dentro da estrutura institucional do País.

Também já estabelecemos um diagnóstico de que os problemas que enfrentamos hoje estão relacionados com o modelo de Tripê Macroeconômico, que foi introduzido por Armínio Fraga como um meio de garantir a transição dos juros e da inflação para um patamar mais baixo e garantir a aceitação do Real como moeda nacional pelos agentes do Sistema Monetário/Financeiro. Essa transição foi parcialmente cumprida, mas devido ao modo como o Sistema Monetário se encontra normatizado, toda vez que há instabilidade na Economia Brasileira, há uma fuga de capitais para os papéis de curto prazo, gerando uma série de disfuncionalidades no mercado de Crédito.

É preciso, portanto, concluir o processo de transição iniciado em 1999 e estabelecer um novo modelo que faça com que os agentes econômicos estejam dispostos a fazer apostas com a moeda nacional no longo prazo, o que necessariamente passa pelas seguintes medidas

- 1) Reestruturação do Sistema Monetário
- 2) Redução gradual das modalidades de crédito subsidiado
- 3) Fortalecimento do Mercado Financeiro
- 4) Expansão das opções de Derivativos no Mercado Financeiro

Derivativos e os motivos da Crise Financeira de 2008

Fortalecimento do Mercado Financeiro? Derivativos? Vocês ficaram loucos?!? Não foram esses negócios que provocaram a crise financeira de 2008 e geraram crise cambial de 1999?

Calma.

Como já vimos ao longo desse trabalho, derivativos são ferramentas comuns no Mercado Financeiro Internacional. Apesar de existirem casos históricos anteriores, sua versão mais moderna surgiu no mercado agrícola de Chicago. Como na época da colheita todo mundo ofertava seus produtos ao mesmo tempo, isso provocava uma queda do preço. Os fazendeiros então passaram a fechar o preço da safra de seus produtos antes da colheita através da execução de “contratos futuros”, que é uma espécie de Derivativo. Isso porque o valor desse contrato é derivado do valor de outro ativo ou produto, nesse caso, a safra que será colhida futuramente.

Ou seja, o Derivativo funciona como um martelo: você pode usar pra fazer algo positivo ou estourar a cabeça do amiguinho (pelamordedeus, não estamos sugerindo nada). Além disso, é exatamente por ser amplamente utilizado no Mercado Financeiro Internacional que é importante que o País tenha à sua disposição uma série de derivativos de balcão disponíveis para todos de maneira disseminada, pois isso democratiza o acesso das redes de inovação a serviços financeiros complexos que hoje estão restritos a alguns poucos investidores de grande porte.

Adicionalmente, diferente do que muitos acreditam, a crise de 2008 não foi provocada apenas pelos derivativos, mas pela combinação de três elementos em sucessão:

- 1) Leis estabelecendo Crédito Subsidiado para a construção de casas de baixa renda (subprime)
- 2) Criação de leis de derivativos sobre crédito cujos ativos eram subsidiados pelo Governo
- 3) Uma brusca redução da taxa Fed Funds em 2000, junto de brusco aumento em 2003
- 4) Ausência de regulação por parte do Banco Central e de supervisão das agências reguladoras

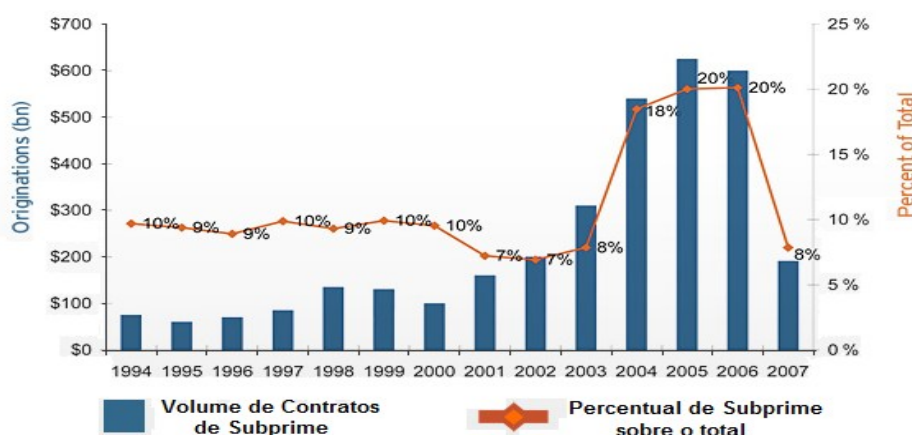
A crise de 2008 teve origem na área imobiliária, mais especificamente na política de concessão de hipotecas: compromissos de crédito de longo prazo para a compra de casas. Duas empresas governamentais, Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) e Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Association) eram responsáveis pela concessão de hipotecas em todo o país.

Esse sempre foi um mercado muito sólido nos EUA, até como consequência do forte crescimento econômico que o país apresentou após a II Guerra Mundial. Esse crescimento, no entanto, não foi uniforme, pois as normas vigentes acabavam favorecendo o crédito imobiliário para determinados setores, levando a uma divisão social na década de 70 entre os subúrbios nos Estados Unidos, compostos geralmente por pessoas brancas e com boa condição social, e dos ghettos, compostos por negros, imigrantes e pobres.

Para resolver esse problema, o Governo instaurou medidas obrigando o Mercado de Crédito a construir casas para grupos de menor renda. A princípio as medidas eram apenas regulações bancárias (Community Reinvestment Act – 1977), depois se tornaram subsídios para projetos que incluíssem casas populares (Low-Income Housing Tax Credit - 1982) e com a Lei Gramm-Rudman (Omnibus Budget Reconciliation Act – 1987) foi aprovado que os Bancos pudessem emitir derivativos com base nas hipotecas, o que criou uma demanda insaciável por ainda mais hipotecas.

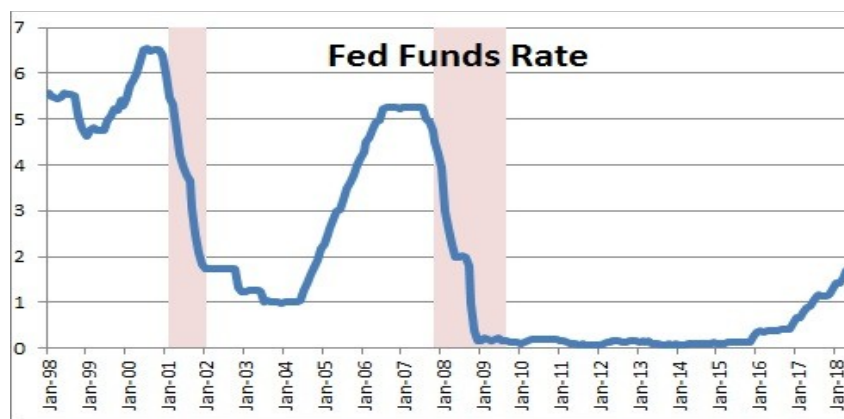
Mais uma vez, um Derivativo é algo que tem seu valor derivado a partir de outro ativo. Nesse caso as hipotecas, que tinham registradas nelas o preço de aquisição daquela casa. O mercado se manteve estável até 2003, quando uma brusca redução do Fed Funds no início dos anos 2000 gerou incentivos para uma explosiva emissão dos contratos subprime - contratos voltado para pessoas de baixa renda - como mostra o gráfico abaixo.

Volume e Percentual de Contratos Subprime (1994-2007)



Fonte: CNBC

Essa expansão brusca na emissão de hipotecas sub-prime coincidiu com um aumento brusco do Fed Funds, como mostra o gráfico a seguir e que, até certa medida, pode ser comparado com o brusco aumento da taxa de juros que o Governo Brasileiro implementou a partir de 2015.



Fonte: Numbernomics

Essa brusca redução do Fed Funds foi originalmente implementada no início do governo George Bush como uma forma de reduzir a forte pressão dos juros sobre o Orçamento do Governo Federal Estadunidense. Já o brusco aumento a partir de 2004, que até certa medida pode ser comparado com o que o Governo Dilma fez no começo de 2015, acabou fazendo com que muitas das pessoas que tinham contratado aquelas hipotecas subprime não pudessem mais pagá-las, levando a uma inadimplência geral naqueles ativos e consequentemente sobre o restante do Sistema Monetário.

Contribuíram nesse processo de desenvolvimento da crise de 2008 também a negligência das agências reguladoras. Principalmente a recusa do Presidente do Banco Central Estadunidense (Federal Reserve of USA – FED), Alan Greenspan, de regular determinados “derivativos exóticos” que utilizavam contratos subprime. Alan Greenspan foi presidente do FED durante vinte anos, entre 1987 e 2006. Sua recusa em regular o mercado financeiro e de derivativos não foi mero acaso, mas resultado de uma profunda convicção ideológica. Vinte anos antes de assumir a Presidência do FED, em 1967, ele trabalhava como instrutor no Instituto Nathaniel Branden, que era focado na divulgação do objetivismo, filosofia desenvolvida por Ayn Rand.

Ayn Rand, por sua vez, foi uma das mais influentes pensadoras do século XX. Criada em uma família que fugiu às pressas da União Soviética para os Estados Unidos, ela escreveu uma série de romances objetivistas defendendo que a moral de cada indivíduo deveria ser guiada por uma visão objetiva da realidade, evitando adesão a ideologias que frequentemente oneram direitos individuais em nome de um suposto bem maior. Ela também defendia que o único sistema político moral era o Capitalismo Laissez-Faire, onde homens agem como iguais em intercâmbios voluntários em busca de um benefício mútuo. É possível identificar essas ideias no depoimento dele ao Congresso:

“Eu cometi um erro ao presumir que o interesse próprio das organizações, especificamente Bancos e outros, eram tais que eles eram os mais capazes de proteger seus próprios acionistas e o Balanço de suas firmas. Então o problema aqui é que o que parecia ser um edifício muito sólido e, certamente, um pilar crítico para competição de mercado e livre mercado realmente se quebrou e isso me chocou. Eu ainda não entendo completamente porque isso aconteceu e, obviamente, na extensão de que eu puder compreender onde isso ocorreu e porque, eu vou mudar meu ponto de vista. Se os fatos mudam, eu mudo.

Alan Greenspan em depoimento ao Congresso dos EUA pós crise de 2008 - bit.ly/2R6a5em

Esse trecho também contém influências de Milton Friedman, outro pensador extremamente influente do século XX, que defendia que os interesses de toda a sociedade seriam melhor atingidos se as Empresas Privadas focassem como seu objetivo principal maximizar o retorno dos seus acionistas. Professor de Economia pela Universidade de Chicago, Friedman é mais conhecido no mundo acadêmico por ser um dos fundadores da Escola Monetarista e por ter formalizado modelos monetários baseado na Teoria Quantitativa da Moeda, assunto que será abordado a seguir.

15. A Teoria Quantitativa da Moeda

“Segundo Milton Friedman, a inflação é sempre e em toda a parte um fenômeno monetário. Nada mais razoável posto que num sistema de moeda fiduciária o nível geral de preços depende em médio e longo prazo da maior ou menor escassez de moeda na economia”
Sobre a relação entre os regimes monetário e fiscal no Brasil, Arminio Fraga

“Milton Friedman estava apenas parcialmente correto ao dizer que “os indivíduos aceitam esses pedaços de papel porque estão confiantes de que outras pessoas farão o mesmo”. Não é bem confiança, ou não apenas isso, como ilustra ao extremo uma historinha contada por Margaret Atwood a propósito de dívidas (...) “Uma amiga minha costumava afirmar que os aviões só ficam no ar porque as pessoas acreditam – contra toda a lógica – que eles são capazes de voar: sem essa ilusão coletiva a sustenta-los, acabariam desabando na terra”
A Moeda e a Lei, Gustavo Franco

“A condução da Política Monetária é hoje a última fronteira do liberalismo tecnocrático. O questionamento do arcabouço teórico que lhe confere legitimidade não é entendido como um questionamento meramente intelectual, mas como uma ameaça política. Diante da gravidade da crise político-institucional por que passa o país, levantar a possibilidade de que o arcabouço conceitual da ortodoxia macroeconômica possa estar equivocada ameaça, assim, a legitimidade da última trincheira da tecnocracia liberal ilustrada”
Juros, Moeda e Ortodoxia, Andrea Lara Rezende

A Teoria Quantitativa da Moeda, que, até pela sua simplicidade, é uma das primeiras teorias ensinadas em cursos de graduação em Economia, é também uma das principais teorias que analisam o equilíbrio monetário. Ela determina que existe uma relação direta entre o nível de preços e a quantidade de moeda em circulação por meio da seguinte equação:

$$(5) MV = PY$$

Onde M representa a quantidade de moeda em circulação, V é a velocidade de circulação da moeda, P indica o nível de preço médio de um produto e Y representa a quantidade de itens produzidos. Assim, se você aumentar a quantidade de moeda em circulação ($\uparrow M$), para que a igualdade da equação se mantenha é preciso que a velocidade de circulação de moeda diminua, que a quantidade de itens produzidos aumente ou que o nível de preços aumente, gerando inflação.

Baseado nesse conceito, Milton Friedman e o restante da escola Monetarista desenvolveram uma série de modelos econométricos que chegavam à seguinte conclusão: a inflação, em última instância, é sempre um fenômeno monetário e quando o Governo não busca estabilizar a quantidade de dinheiro em circulação na Economia, o resultado é uma inflação crescente.

Em um de seus livros mais importantes, “Uma História Monetária dos Estados Unidos: 1867-1960”, escrito em parceria com Anna J. Schwartz, ele propõe uma análise da evolução do sistema monetário americano a partir da evolução de dois determinantes da oferta monetária: Papel Moeda em Poder do Público (High Powered Money) e Depósitos à Vista. Essas variáveis também podem ser incluídas ao desmembrar a quantidade de moeda M da equação anterior:

$$(6) MV + M'V' = PY$$

Em que M se refere à quantidade de papel-moeda em circulação e M' são depósitos à vista. Cada um operando sob uma determinada velocidade. Quando Friedman firmou as

bases da teoria quantitativa na década de 60, a discussão sobre Política Monetária ainda era por meio do controle de bases monetárias, ou seja, do controle da quantidade de dinheiro impresso na casa da moeda e da regulação de depósitos à vista por meio dos empréstimos compulsórios⁵

No entanto, como qualquer pessoa que trabalha no Banco Central pode confirmar, o controle da Política Monetária não é exercido por meio do controle direto da base monetária, mas por meio da taxa de juros, que garante uma taxa de controle sobre a expansão nominal da base monetária, além da regulação da liquidez do mercado bancário por meio da oferta de títulos públicos.

O problema é que apesar da Teoria Quantitativa ser frequentemente ensinada como base nas escolas de Economia, ela já se mostrou ineficaz para explicar o Sistema Monetário depois da crise de 2008.

Isso porque depois da crise de 2008, que afeitou principalmente os Estados Unidos e a Europa, os dois pólos tradicionais do mercado de eurodólares, essas regiões fizeram um enorme esforço orçamentário de emissão de títulos para obter uma reestruturação de suas dívidas. A base monetária dos Estados Unidos, por exemplo, se expandiu mais de 60 vezes sem que isso implicasse em uma inflação explosiva, como defende as premissas a escola Monetarista e a Teoria Quantitativa da Moeda.

Além disso, apesar de ser utilizada como modelo conceitual abstrato que explica a consistência dos preços ao longo do tempo, na prática a Teoria Quantitativa da Moeda não é utilizada como componente integrante prático em projeções, análise econômicas e desenho de políticas públicas que envolvam fundamentos econômicos. Também dificulta o fato de que não há modelos de equilíbrio geral que descrevam o comportamento do crédito como fator de causalidade na Economia. O mais próximo disso são os modelos de Pagano (Financial Markets and Growth), que são endógenos.

O resultado é que embora a Teoria Quantitativa da Moeda cumpra a função de ser uma teoria de fácil compreensão e com um caráter didático, pois ajuda a assimilar conceitos básicos como fluxo circular de renda e escassez, na prática ela não explica muito bem porque ocorre a flutuação de preços em uma economia. Consequentemente, a Economia Ortodoxa não tem um modelo que descreva muito bem a Inflação, como admite Samuel Pessoa em debate com Andrea Lara Resende - bit.ly/2A3V6vi

E isso é um problema, pois o regime de metas de inflação adotado no Brasil a partir de 1999 com a adoção do Tripé Macroeconômico é uma extensão direta da Teoria Quantitativa da Moeda.

A outra teoria alternativa, que é a de expectativas de inflação com equação de Fisher envolve uma relação entre a taxa de juros real /nominal com inflação esperada versus a inflação que efetivamente ocorreu. O problema é que ela serve mais como componente de análise para investidores individuais, pois leva em conta a expectativa de mercado como base, enquanto que o Banco Central tem um poder concreto de poder determinar essas variáveis ao longo do tempo.

Um problema adicional da Teoria Quantitativa da Moeda é que ela só analisa o efeito do papel-moeda e dos depósitos a vista, que são equivalentes aos ativos, ou dos componentes do lado esquerdo de um balanço, enquanto que os passivos, ou os componentes do lado direito de um balanço, como compromissos, títulos, crédito e outras obrigações não são considerados, ou ao menos são encarados como tendo efeito inflacionário zero.

No entanto, como pudemos analisar ao longo desse trabalho, parece seguro inferir que títulos da dívida pública podem efetivamente colaborar no processo de indexação da inflação.

5 O depósito compulsório se refere a um percentual dos depósitos a vista que fica compulsoriamente retido no BACEN

Em parte essa ausência de títulos da dívida pública nos trabalhos de Friedman vem do fato dele ter desenvolvido sua teoria na década de 60. Um pouco antes do desenvolvimento do mercado de eurodólares, que dependia diretamente desse processo de intermediação e arbitragem entre diferentes títulos e obrigações que, de acordo com Gurley Shaw, também podem ser considerados uma modalidade de dinheiro (Inside Money).

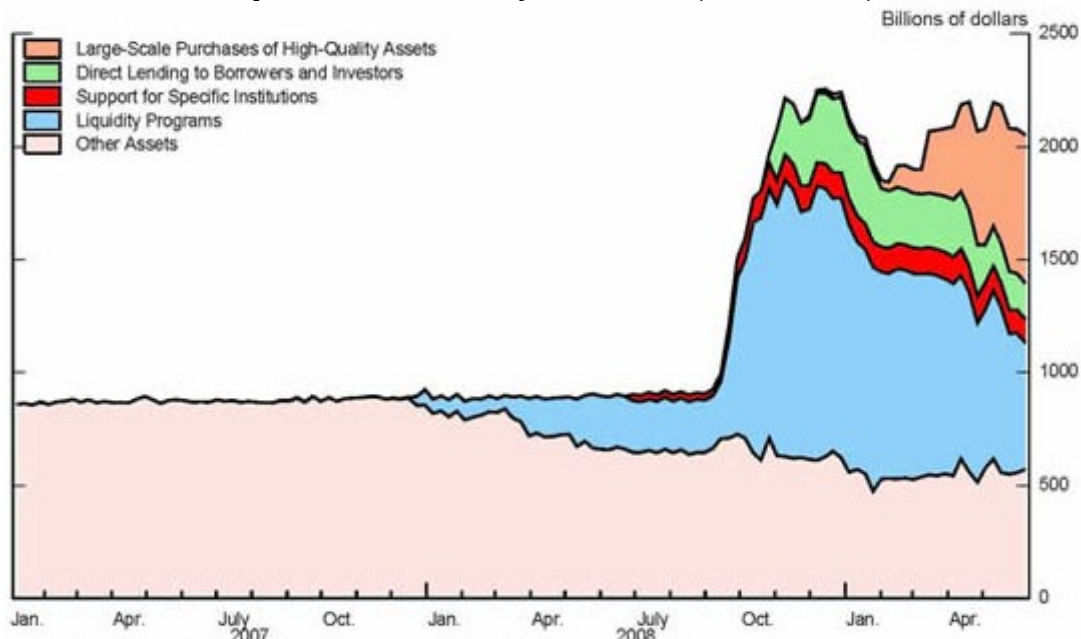
Além disso, a ênfase de Friedman em bases monetárias vem dele ter desenvolvido sua teoria antes dos sistemas de pregão eletrônico, assim como o restante do processo de intermediação financeira executado por computadores, o que acelera muito a velocidade das transações e conseqüentemente faz com que o controle das operações tenha que ser efetuado não sob o controle de bases monetárias, mas por meio da taxa de juros.

O envolvimento de títulos públicos no processo de intermediação bancária, por sua vez, é especialmente necessário para explicar o fenômeno de Quantitative Easing e porque ele não foi responsável por gerar efeitos inflacionários, que é o que faremos em seguida.

16. Explicando o Quantitative Easing

O Quantitative Easing foi um processo conduzido pelo Fed, o Banco Central Americano, logo depois da Crise Imobiliária-Financeira de 2008. Ele envolveu uma forte expansão da base monetária dos EUA, mas sem aumento da inflação, pois não se processou por meio da emissão de novas cédulas, mas por meio da aquisição direta dos chamados “papeis podres” no Mercado Financeiro, o que expandiu o Balanço do FED como mostra o gráfico abaixo:

Expansão do Balanço do FED (2007-2008)



Fonte: Containing the Crisis and Promoting Economic Recovery, FED

Esse mesmo processo de aquisição de títulos podres ocorreu na Europa, que também foi fortemente abalada pela Crise de 2008 e lá foram denominadas de “Transações Monetárias Diretas” (Outright Monetary Transactions – OMT), envolvendo a aquisição de papéis da dívida de países na periferia da União Européia. Para explicar melhor como ocorreu esse processo é preciso entender, ou ao menos tentarmos elucidar como funciona o chamado Mercado de Eurodólares.

O Mercado de Eurodólares

Diferente do que muitos acreditam, o Plano Marshall não foi responsável pela reconstrução da Europa após a Segunda Guerra Mundial. A doação de dinheiro dos Estados Unidos para a Europa tinha apenas um caráter emergencial e simbólico de ajudar os países Europeus devastados pela Guerra. O principal responsável por esse processo foi o desenvolvimento de uma série de programa de concessão de crédito de subsidio cruzado operado entre os países (um dava empréstimo barato pro outro), além do desenvolvimento do Mercado de Eurodólares, que implica na viabilização de investimentos que utilizavam títulos públicos Americanos (Treasure Notes, Treasure Bill e Fed Funds) como garantias.

Não teremos tempo para explicar todo o processo de formação e consolidação tanto do Mercado de Crédito Europeu quanto do Mercado de Eurodólares, então os interessados nos aspectos históricos podem consultar o livro “Globalização do Capital” do Barry Eichengreen e os interessados nos aspectos práticos podem consultar o livro “Money Market” de Marcia Stigum. Os exemplos a seguir foram retirados do curso “Money and Banking” do Professor Perry Mehrling, da

Imagine que a empresa petrolífera Exxon queira fazer uma transferência de recursos entre Nova York e Londres. Nesse caso ela envia uma ordem para seu Banco Chase nos Estados Unidos transferir valores para sua conta no CitiBank de Londres. Nesse caso a Chase retira reservas do FED Funds e as repassa para o Citibank de Nova York, que registra um aumento do seu balanço, que passa a constar também no balanço Citi Londres.

Exxon		Chase NY		Citi NY		Citi London	
- depósito		- reservas	- depósito	+reservas	+depósito	+ depósito	depósito
Chase		NY Fed	Exxon	NY Fed	Citi London	Citi NY	Exxon
+ depósito							
Citi London							

O mais surpreendente de todo esse processo é que nenhum dólar chega a sair dos Estados Unidos, pois como os Bancos operam em rede, os Bancos de Londres, que tem uma subsidiária nos Estados Unidos, passam a utilizar o Fed Funds como uma forma de expandir sua balança de pagamentos por meio do mercado interbancário.

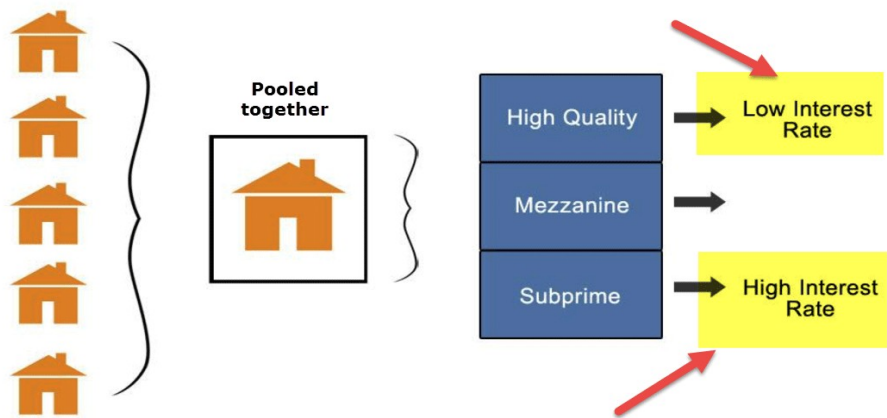
Talvez você tenha ficado confuso com a explicação, o que é normal a princípio e pra isso vale a pena assistir o curso completo. O mais importante para a nossa tese, no entanto, são dois pontos:

- 1) O Fed Funds é um sistema de depósitos remunerados muito semelhante à proposta presente no livro “A crise fiscal e monetária Brasileira” comentado anteriormente.
- 2) A instauração desse mercado de Eurodólares desenvolvido após a Segunda Guerra Mundial estabeleceu um vínculo financeiro muito forte entre o Mercado Financeiro dos EUA e da Europa.

Ainda sobre o segundo ponto, foi por esse motivo que a Economia Europeia sofreu tanto com a Crise Imobiliária-Financeira de 2008, pois os mesmos títulos que incluíam hipotecas dos Estados Unidos passaram a circular também na Europa sob a forma de “Residential Mortgage Backed Securities” (RMBS).

Essas RMBS's, por sua vez, são papéis que contém milhares de hipotecas que eram unidas em um único título. Como parte importante dessas hipotecas não tinham garantias de ser pagas, o papel em si passava a não ter valor. O Fed então passou a adquirir esses títulos e substitui-los por papéis da dívida americana.

Exemplo de “Residential Mortgage Backed Security”



Fonte: Asset Backed Securities (RMBS, CMBS, CDOs), Wallstreet Mojo

O mas importante para o nosso caso é tentar entender porque esse processo de aquisição e emissão de novo títulos e consequente expansão do Banco Central Americano não apresentou efeitos inflacionários.

A explicação mais vulgar geralmente dada para isso é porque as taxas de juros americanas já se encontravam próximo de zero e consequentemente as alterações da base monetária não implicariam em taxas mais altas de inflação. No entanto, como a base monetária dos Estados Unidos se expandiu mais de 60 vezes, essa explicação parece ser, para dizer o mínimo, furada.

Para entender esse fenômeno é melhor utilizar como o exemplo as aquisições de títulos podres da dívida soberana de Estados Europeus que entraram em moratória após a crise de 2008 (como a Grécia) e que foram adquiridos pelo Banco Central Europeu de maneira muito similar ao FED.

Caso 1) Logo após a deflagração da crise e diante da moratória dos títulos de curto prazo da Grécia, o Banco Central Europeu passou a adquirir esses títulos de curto prazo e remunerar os seus proprietários do próprio bolso como uma forma de garantir a continuidade do pagamento e reduzir os efeitos da crise:

Donos dos títulos	Banco Central Europeu
- dívida dos países periféricos	+ dívidas dos países Europeus
+ dinheiro	- dinheiro

Esse processo levaria à entrega do dinheiro diretamente para os donos dos títulos, disponibilizando novas cédulas, o que consequentemente poderia ter gerado efeitos inflacionários.

Caso 2) George Soros, por outro lado, sugeriu à comunidade europeia que fosse adotada a seguinte configuração - bit.ly/2Nux0H0 - ao invés do Banco Central adquirir diretamente os títulos e assumir responsabilidade direta pelo seu pagamento, eles seriam adquiridos pela Autoridade Fiscal Europeia (European Fiscal Authority – EFA), que seria responsável por trocar os papéis da dívida soberana dos países por títulos da dívida Europeia (Euro Bills), que, por incluírem como responsável a União Europeia, seriam muito mais sólidas do que aquelas emitidas isoladamente por cada um dos países.

Donos dos títulos	EFA	Banco Central Europeu	Bancos
- dívida dos países periféricos em excesso	+ dívida em excesso	+ Euro Bills	- dinheiro
+ dinheiro	+ Euro Bills	+dinheiro	+ Euro Bills

Essas Eurobills seriam então adquiridas pelo Banco Central Europeu, que passariam a utiliza-las como parte do seu balanço e disponibiliza-las para os Bancos, que estariam dispostos a trocar o dinheiro que eles tem em caixa pela aquisição dessas EuroBills e, consequentemente, se tornando responsáveis pelo seu pagamento aos donos dos títulos, gerando uma expansão do balanço global e ao mesmo tempo eliminando qualquer pressão inflacionária geradas pela expansão monetária.

E o que acontece quando saímos do balanços e tentamos visualizar os vínculos entre as instituições?

Que todo o Sistema Monetário Internacional pode ser desenhado ou visualizado como uma grande e complexa rede de transmissão de informações que reage diante de flutuações na quantidade de moeda ou de alterações da taxa de juros como se fosse o sistema nervoso da Economia Mundial.



Essa interpretação do Sistema Monetário como uma rede de transmissão de informação está longe de ser nova. Ela se encontra implícita tanto no modelo IS-LM, quanto no modelo Dornbusch da taxa de câmbio, que mostram a política monetária reagindo quase que instantaneamente em relação ao mercado de produtos e serviços, assim como também está presente nos modelos de Assimetria de Informação de Stiglitz e na Hipótese de Eficiência de Mercado de Fama.

No entanto, quem talvez tenha melhor resumido essa questão conceitual foi o sociólogo Pierre Bordieu, para quem a única coisa efetivamente globalizada hoje é a informação, que circula sem limites, seja definindo novos padrões de consumo através da mídia de massas, seja circulando por meio das operações de compra e venda de ativos do Mercado Financeiro Internacional.

O que o fenômeno do Quantitative Easing parece demonstrar é que o Banco Central pode ter um certo grau discricionariedade não apenas para efetuar substituições nos nodos dessa rede, substituindo títulos fracos por fortes de modo a fortalece-lo, mas também ajudar a redesenha-lo, levando a uma reconfiguração de sua estrutura sem que isso gere pressões inflacionárias, desde que essas medidas impliquem em uma expansão simultânea de balanços entre instituições financeiras, como no caso 2 e não uma expansão unilateral das concessões como no caso 1.

Só que essas expansões também tem um custo, pois implicaram em um esforço fiscal tão grande que acabou levando os Governos da Europa a ter que aplicar as chamadas “políticas de austeridade”, que, devido ao gigantesco porte da crise, implicaram em severos cortes nos gastos sociais para permitir a reestruturação e o fortalecimento do Sistema Monetário.

Grande parte desse debate sobre “Austeridade Fiscal” acabou chegando no Brasil e foi assimilado pela retórica de movimentos de esquerda, mas, como ocorre com diversas outras pautas como “Fake News” e até mesmo doutrinas antigas importadas da França como Liberalismo (como vimos na primeira parte) e Positivismo, esses elementos acabam perdendo grande parte do contexto original em que se encontravam e se tornando outra coisa no Brasil.

O Governo Dilma, por exemplo, baseado nessa retórica e buscando emular os efeitos da política europeia aqui, acabou efetuando o que o site Terraço Econômico denominou de “Quantitative Easing Tabajara” - bit.ly/2xZwC4Q – ou seja, uma ampla e unilateral concessão de grandes volumes de crédito a poucas Empresas.

Essa expansão na concessão de crédito público, por sua vez, foi baseada em uma emissão adicional de bases monetárias nominais que - até mesmo pelo Sistema Monetário Brasileiro operar como uma rede extremamente centralizada, como mencionaremos mais tarde - acabou gerando ao mesmo tempo um encarecimento do crédito livre privado por meio do efeito meia-entrada e incluiu também mais tarde o aumento das operações compromissadas pelas restrições geradas por esse efeito, acabou gerando um efeito inflacionário por essas emissões nominais de moeda terem sido despejadas diretamente na Economia Real.

Esse ponto, adicionado àquilo que já discutimos sobre o efeito dos títulos pre-fixados na determinação da inflação, permite concluir que o fenômeno inflacionário pode tanto ser provocado por questões relacionadas à configuração do Sistema Monetário, quanto por elementos da chamada Economia Real, que incluem os elementos frequentemente analisados por meio de modelos de equilíbrio geral a partir de variáveis macroeconômicas.

Utilizando uma linguagem figurada para resumir essa perspectiva, poderíamos visualizar o fenômeno inflacionário como algo próximo do Romance “Alice do outro lado do Espelho”, que mostram dois universos que operam sob sistemas lógicos diferentes, mas que se encontram interconectados entre si, nesse caso a Economia Monetária e a Economia Real.

Ambos sistemas podem gerar efeitos inflacionários, mas os efeitos de injeções de dinheiro na Economia Real acabam sendo mais fortes do que aqueles gerados pela a Economia Monetária porque eles não operam sob uma rede coordenada na mão de poucas instituições financeiras, mas de maneira pulverizada por meio de um maior número de agentes econômicos mais afeitos aos problemas da ilusão monetária

Se esse for o caso, a Teoria Quantitativa da Moeda que analisa fenômenos inflacionários a partir da circulação de cédulas e depósitos à vista não está errada. Ela apenas está incompleta, pois não leva em conta a velocidade de circulação de títulos (inside money) que acaba indexando a inflação por meio, por exemplo, dos títulos pré-fixados.

Obviamente, não faz parte do escopo dessa tese fazer uma formalização teórica mais precisa desse conceito de inflação, mas ao menos daremos o seguinte exemplo ilustrativo. Imagine a Economia como se fosse uma grande caixa de vidro lacrada. Dentro dessa caixa existe uma ampla rede de tubos por onde água circula a uma velocidade constante. Alguns desses tubos terminam em regadores (sprinklers) que jorram a água de maneira mais ou menos pulverizada no interior de toda essa caixa lacrada. A umidade do interior dessa caixa pode ser sentida por qualquer pessoa que encoste a mão na sua superfície.

Os pontos de conexão entre essa rede de tubos representam as instituições financeiras, que fazem circular dinheiro em uma determinada trajetória fixa. Essas instituições também disponibilizam dinheiro aos agentes econômicos que transmitem o dinheiro de maneira pulverizada para todos os agentes econômicos. Assim, se alguém fosse mensurar a ordem de entropia (desordem) daquela caixa ela seria afetada tanto pela velocidade relativa com que a água circula dentro daqueles canos, mas principalmente pela intensidade em que aquela água é pulverizada dentro daquela caixa.

Assim, a ordem de entropia dessa caixa, que poderia também ser vista como a umidade relativa sentida por que aqueles que encostam a mão na borda daquela caixa sentem, poderia ser vista como uma medida aproximada da inflação.

17. Sobre o Sistema de Crédito Nacional

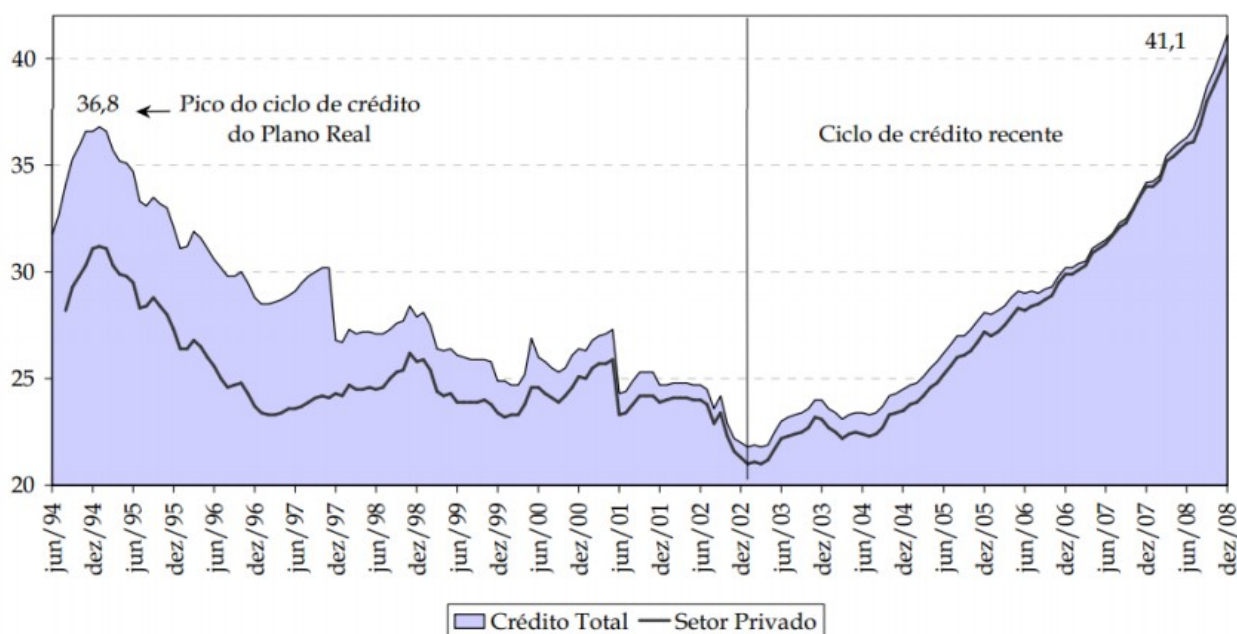
A memória é essencial para a existência da “dívida” em sentido amplo, o próprio “pecado”, algo que desequilibra a existência e precisa ser expiado e amortizado. Nesse registro, Margaret Atwood lembra que “no aramaico, a língua semítica falada por Jesus, palavra para 'dívida' e a palavra para 'pecado' eram a mesma. Assim, é possível traduzir a passagem [do Pai Nosso] como perdoai nossas dívidas/pecados, ou até como nossas dívidas pecaminosas, embora nenhum tradutor tenha escolhido fazê-lo ainda”. - Gustavo Franco, A Moeda e a Lei

Memória é um conceito ao qual os analistas frequentemente recorrem em análises envolvendo moeda e mercados de crédito. Nos chamados modelos neoclássicos de crescimento com bases hicksianas, como o Ramsey-Cass-Koopman, a moeda é justificada por ser o elemento responsável por preservar a memória do valor das mercadorias ao longo do tempo.

Existe, por outro lado, o conceito de “Memória Institucional”, que é um elemento necessário para o gradual aprimoramento das instituições ao longo do tempo. Embora não seja o único nem o fator mais relevante, geralmente quanto mais velha é uma instituição, mais eficaz ela se torna, pois a mesma passa a construir um corpo técnico de saberes especializado e a se integrar com mais eficiência ao restante da cadeia produtiva. Um exemplo prático disso são Universidades, que, quanto mais antigas são, passam a ter mais possibilidades de construir um corpo técnico eficaz.

Quando analisamos essa questão de maneira aplicada ao mercado de crédito brasileiro fica claro que a década de 90 foi um período de forte desconstrução da memória institucional acumulada até então, como fica claro no gráfico abaixo que analisa a evolução da relação Crédito/PIB

Série Crédito/PIB (1994 a 2008)



Fonte: Panorama do ciclo de crédito recente, Daniela Prates e André Biancarelli

Como é possível observar, a implantação do Plano Real representou também uma forte e rápida redução do mercado de crédito no Brasil, em grande parte como resultado da privatização de Bancos Estatais, a maioria deles Estaduais, que passaram a apresentar um forte endividamento a partir de 1980. A solução encontrada na época foi a venda desses Bancos Públicos para os demais Bancos Privados por meio do Proer.

Bancos Estaduais e Federais: Privatizações

Instituição	Data do Leilão	Comprador	Valor*	Ágio
Banerj	26/06/1997	Itaú	311,1	0,3%
CrediReal	17/08/1997	BCN	134,2	10,9%
Bemge	14/09/1998	Itaú	603,1	92,0%
Meridional	04/12/1997	Bozano Simonsen	265,7	55,0%
Bandepe	17/11/1998	ABN-Amro	182,9	-
Baneb	22/06/1999	Bradesco	267,8	6,3%
Banestado	17/10/2000	Itaú	1799,3	346,5%
Banespa	20/11/2000	Santander	7160,9	287,1%
Paraiban	08/11/2001	Real ABN Amro	79,1	57,7%
BEG	04/12/2001	Itaú	680,8	126,4%
BEM	10/02/2004	Bradesco	82,1	1,0%
BEA	24/01/2002	Bradesco	192,5	5,3%
BEC	21/12/2005	Bradesco	700	28,7%

Fonte: A Moeda e a Lei, Gustavo Franco

Como descreve Gustavo Franco, não apenas esses Bancos apresentavam problemas de solvência em seus balanços, mas também grande parte de suas operações eram empréstimos sem valor:

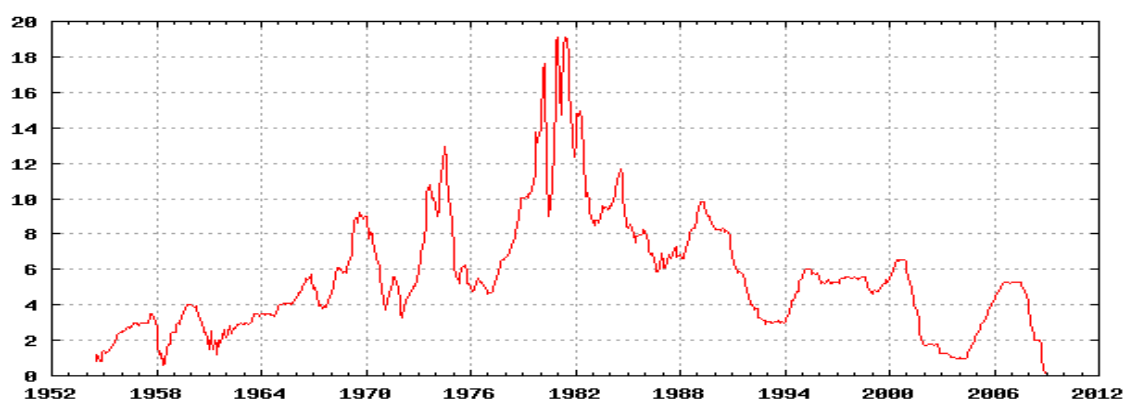
“O voto 737/92 revelava que o conjunto dos bancos estaduais tinha patrimônio negativo de US\$5,7 bilhões em junho de 1991, US\$ 3,0 bilhões em dezembro de 1991 e US\$ 2,0 bilhões em junho de 1992, números que permitem supor que mais da metade das operações de crédito do segmento, um volume talvez próximo de 8% do total dos ativos do sistema, era composta de empréstimos sem valor, uma proporção nada menos que espetacular e bem reveladora do descalabro com que essas instituições vinham sendo administradas ao longo do tempo”

A Moeda e a Lei, Gustavo Franco

O endividamento desses Bancos Estaduais passou a ocorrer principalmente a partir da moratória brasileira de 1982, o que interrompeu o acesso do Brasil a fontes de financiamento do Sistema Financeiro Internacional. Devido a isso, diversos Governadores passaram a utilizar os bancos estaduais para garantir a manutenção de seus investimentos, o que passou ocorrer por meio da chamada “conta movimento” que esses bancos tinham junto ao Banco do Brasil. Como essa conta tinha sua contabilidade atualizada anualmente, muitos desses Bancos deixaram rombos que só conseguiam ser devidamente verificados no ano seguinte.

A própria moratória da dívida, por sua vez, foi induzida pela alta taxa de juros americana praticada pela Política Volcker. Em 1982 os juros haviam chegado ao ápice da série histórica. O objetivo de Volcker era segurar a inflação com base na Teoria Quantitativa da Moeda. Ironicamente, Eichengreen afirma que a inflação americana só foi efetivamente controlada quando os ministros dos países do G5 se encontraram no Hotel Plaza e concordaram em valorizar suas moedas em relação ao dólar simultaneamente.

Taxa Efetiva do Fed Funds



Como é possível perceber, portanto, a concentração bancária atual em poucos bancos até meados de 2002 foi algo conduzido diretamente pelo Governo como uma forma de fortalecer o sistema monetário, expandir o crédito e, supostamente, oferecer taxas de juros mais competitivas.

Com o início do Governo Lula, começaram a se buscar formas de viabilizar a expansão no mercado de crédito como uma forma de viabilizar a expansão do consumo. Do lado das Instituições Financeiras Privadas, isso resultou na abertura de agências financeiras e no estabelecimento de parcerias com as grandes redes varejistas. Já do lado do governo houve o estabelecimento do crédito consignado, que, por reter o ganho direto na fonte, passou a reduzir o risco das operações e permitiu um aumento das operações de crédito como percentual do PIB até meados de 2005.

Já a partir 2006, a maior parte da expansão de crédito foi financiada, de acordo com Juan Pablo Paineira⁶, pela expansão das reservas em dólares em controle do Banco Central, pois a injeção de dinheiro estrangeiro expandiu os ativos do Banco Central que, pra compensar, aumentou o volume de operações compromissadas - on.ft.com/2PftAej

Esse aumento do volume de crédito por meio da injeção de dólares mostra portanto que o mecanismo de swap cambial introduzido no começo dos anos 2000 não é apenas um mero mecanismo de controle da volatilidade da taxa de câmbio, mas se tornou o principal meio de integração e conexão do sistema monetário brasileiro com o restante do sistema financeiro internacional. Ou seja, o meio com que a rede financeira brasileira se integra com o restante do mundo.

Na prática, portanto, a expansão do mercado de crédito também implicou em um encarecimento das taxas de juros que foram repassadas para o usuário final. Somado a isso, as Instituições Financeiras, já cientes da tendência de queda da taxa SELIC passaram a aumentar as tarifas bancárias como uma forma de compensar a perda de remuneração dada pela queda da diferença entre a taxa selic e a inflação registrada, o que, por sua vez, só foi possível devido à alta concentração bancária na mão de poucos bancos.

Ainda assim, mesmo com a forte expansão do crédito registrada a partir do Governo Lula, a relação crédito/PIB continua sendo mais baixa que a de outros países, algo relacionado na literatura com o baixo nível de poupança do país, mas que também pode estar relacionado com o atual desenho do Sistema Monetário Brasileiro:

Relação Crédito/PIB (2015)

Países	Crédito/PIB	Países	crédito/PIB	Países	crédito/PIB
EUA	188,83%	Suécia	128,95%	Brasil	67,86%
Japão	182,88%	Portugal	120,06%	Bolívia	58,07%
Dinamarca	174,09%	Espanha	118,86%	Paraguai	57,94%
Suiça	172,58%	Grécia	113,22%	Rússia	56,36%
China	153,34%	Vietnã	111,93%	Irlanda	54,35%
Coreia do Sul	140,57%	Chile	110,96%	Índia	52,62%
Austrália	137,64%	França	95,85%	Colômbia	47,13%
Reino Unido	134,07%	Itália	88,05%	México	32,70%
Singapura	129,75%	Alemanha	77,95%	Equador	26,92%

Fonte: Domestic credit to the private sector - country rankings, GlobalEconomy.com

6 Developing Countries in the Era of Financialisation: From Deficit Accumulation to Reserve Accumulation, Juan Pablo Paineira – Research On Money and Finance

18. Três Interpretações sobre o Mercado Monetário

De uma maneira bastante resumida, podemos dizer que atualmente existem três interpretações concorrentes na literatura acadêmica sobre o mercado monetário:

1) Escola Ortodoxa/Monetarista

Baseada nos modelos neoclássicos de Economia, essa escola tem como base a Teoria Quantitativa da Moeda, que, como já explicitada anteriormente, utiliza o conceito de escassez para explicar a relação entre os fenômenos monetários e estruturar uma relação direta entre inflação e taxa de juros.

Consolidada por meio das correntes monetaristas desenvolvidas por Milton Friedman, ela considera que, desde que o Governo estabilize a oferta de moeda, o Mercado Financeiro sempre irá operar sob equilíbrio. Posteriormente, com base nos pressupostos do Monetarismo foi desenvolvida a hipótese de Shaw-McKinnon, que defende que qualquer tipo de intervenção mais brusca do Estado sobre o Sistema Monetário sempre será considerada condenável

Essa hipóteses foram mais tarde incorporadas como partes integrantes dos modelos de teoria do crescimento, que passaram a analisar a relação entre o Sistema Financeiro e a Economia Real como tendo uma característica endógena, ou seja, sem que seja possível estabelecer uma relação direta de causalidade entre esses dois elementos

Essa escola passou a ser fortemente questionada após a Crise Imobiliária-Financeira de 2008, quando ficou bastante clara a possibilidade de haver um forte desequilíbrio no Mercado Financeiro mesmo no caso de ausência de intervenção do Governo, como vimos na condução do FED por Alan Greenspan, além de não ser capaz de explicar o sucesso da implementação do Quantitative Easing.

2) Escola Desenvolvimentista/Cartalista

A Escola Desenvolvimentista está associada à promoção de Políticas Industriais e tem como premissa assumir algum tipo de imperfeição do mercado, seja por assimetrias ou por custos de informação. A origem dessa escola está fortemente associada com Gerschenkron, que aponta a necessidade de intervenção pública em economias onde há escassez de capital, desconfiança pública e problemas endêmicos de inadimplência acabam fazendo com que o setor financeiro acabe adquirindo um tamanho menor do que seria ideal para garantir seu desenvolvimento.

Já o chartalismo propõe que o valor do dinheiro se origina diretamente a partir das tentativas do Estado de direcionar a atividade econômica e não como uma solução espontânea de problemas relacionados com a barganha ou uma maneira de se configurar e contabilizar dívidas, além de defender que a moeda fiduciária tem valor devido ao poder soberano exercido pelo Estado de impor impostos sobre a atividade econômica na forma do dinheiro que ele mesmo emite.

De acordo com essa escola, os Bancos não seriam intermediadores passivos de recursos, mas seriam capazes de criar crédito independente da existência de depósitos à vista. Para Keynes, por exemplo, o investimento depende do adiantamento de recursos financeiros cujos correspondentes recursos reais ainda não existem. Não há necessidade de poupança prévia. Não apenas o investimento precede o crescimento, como tem sua própria dinâmica: começa com a procura de uma oportunidade de lucro extranormal, mas se espalha através da imitação, levando a uma expansão geral do nível de atividade econômica.

Essa observação feita por Keynes parece se adequar ao próprio modelo de investigação ao qual ele se dedicou um bom tempo, que era a identificação de padrões no Mercado Financeiro.

Mais contemporaneamente, Guido Mantega escreveu no artigo “O BNDES e o Novo Ciclo de Desenvolvimento” de 2006 que um sistema financeiro com moeda fiduciária pode criar poder de compra autonomamente e, dessa forma, viabilizar projetos para os quais os recursos próprios das firmas e famílias se mostram insuficientes. Para tanto seria necessário aumentar o poder de compra por meio da expansão de crédito, que, por sua vez, seria responsável pela expansão da atividade econômica.

Foi essa base conceitual, portanto, que esteve por trás da expansão de crédito público de maneira unilateral que passou a ocorrer principalmente a partir de 2008 por meio do BNDES e da Caixa Econômica e que, como todos sabem, acabou fracassando devido aos mecanismos da meia entrada, juntamente com o fato de que a “alavancagem financeira” gerada por essa expansão do crédito acabou não se traduzindo em uma maior expansão da atividade econômica.

3) Escola Histórico-Institucional

Diferente das outras escolas, a abordagem histórico-institucional não defende um modelo de Sistema Monetário ideal ou baseado em algum modelo de âmbito geral, mas busca analisar como os diferentes sistemas monetários foram se adaptando e apresentando alterações de acordo com as circunstâncias de cada época, de maneira idiossincrática.

Nessa abordagem o conceito de eficiência no sentido de Pareto é substituído pela funcionalidade, que, de acordo com Rogerio Studart, ocorre quando se expande o uso dos recursos disponíveis no processo de desenvolvimento econômico com o mínimo aumento possível na fragilidade financeira e outros desequilíbrios que possam frear o processo de crescimento econômico. A funcionalidade teria duas dimensões distintas: a primeira, de natureza macroeconômica, está ligada com a estabilidade do sistema financeira e a segunda, de natureza microeconômica, está relacionada com a alocação de recursos na economia real.

De maneira semelhante, Perry Mehrling classifica que todos os Sistemas Monetários são caracterizados por dois elementos ambivalentes que estão mais ou menos presentes dependendo da situação: a escassez da moeda em períodos regulares quando é necessária a manutenção de uma disciplina fiscal e a elasticidade do crédito em momentos de forte crise econômica, quando se fazem necessárias drásticas alterações no Sistema Monetário.

Essa mesma escola pode ser ainda mais subdividida de acordo com que Sistema Monetário e de qual país o autor está analisando. Existem a escola inglesa, que inclui autores como Bagehot, Hawtrey, Ralph Sayers e Goodheart, onde o Banco Central como conhecemos hoje foi criado, além da escola americana, que inclui autores como Alan Young, Alvan Hansen, Edward Shaw e Hyman Minsky.

Na próxima seção utilizaremos as bases desse Institucionalismo Histórico para efetuar uma breve análise do desenvolvimento do Sistema Monetário Brasileiro, não apenas porque isso permite analisar o rumo das inovações que ocorreram nesse campo ao longo do tempo, mas porque essa interpretação de bases historicistas é muito semelhante àquela aplicada por George Soros para prever padrões de queda e ascensão e queda do Mercado Financeiro, como mostra a citação na seção 7, é que lhe permitiu explorar a vulnerabilidade da taxa de câmbio em 1999.

Efetuar esse tipo de leitura permitirá que não apenas possamos identificar determinados traços e características relevantes de nossos Sistema Monetário, como também permite desmistificar a postura de George Soros, vista como “sobrenatural” ao ponto dele chamar de Alquimia Financeira, mas que na prática é muito semelhante a de qualquer pessoa que procura identificar as vulnerabilidades de um determinado sistema: um Hacker.

19. Uma breve história do Sistema Monetário Brasileiro I (1821 - 1964)

“Não podemos esperar que se formule uma teoria e uma política adequadas do desenvolvimento para a maioria da população mundial que sofre com o subdesenvolvimento sem primeiro aprender como sua história social e econômica passada a conduziu a seu atual subdesenvolvimento. Entretanto, a maioria dos historiadores estuda só o desenvolvimento dos países metropolitanos desenvolvidos e dá pouca atenção aos países colonizados e subdesenvolvidos. Por isto, a maioria de nossas categorias teóricas e de nossos manuais para o desenvolvimento têm derivado da experiência histórica dos países capitalistas avançados da Europa e América do Norte” - O desenvolvimento do subdesenvolvimento, Andre Gunder Frank

Existem vários trabalhos que se propõem a fazer uma análise histórica do Sistema Monetário Brasileiro, ainda que a maioria deles se limitem a replicar os esforços de Milton Friedman de examinar a questão a partir da flutuação de bases monetárias. Essa seção, por outro lado, utilizará mais como base o livro “A Moeda e a Lei” de Gustavo Franco, que estabelece uma análise da Política Monetária a partir de uma base jurídico-legal, a partir dos diversos projetos de lei que alteraram a configuração do Sistema Monetário.

Trata-se de um tópico extenso demais para ser totalmente coberto aqui, então faremos uma análise concisa que busque explicitar como o Sistema Monetário Brasileiro foi um foco frequente de crises econômicas. Seja ela mesma uma causa, seja ela um foco de transmissão de crises transferidas pelo restante do Sistema Financeiro Internacional. Para isso procederemos com uma sucessão de fatos históricos de maneira muito semelhante àquela feita na primeira parte dessa tese.

Voltamos ao ano de 1822, quando D João VI já havia deixado o Brasil de volta a Portugal. Junto com ele levava todos os valores que estavam depositados no Banco do Brasil, Instituição que ele tinha ajudado a criar com recursos próprios quando chegou ao país em 1808. Os primeiros anos foram de relativa prosperidade, mas os excessos do Monarca levaram o país a uma alta taxa de inflação. Situação que só piorou com sua saída, como relata Gustavo Franco:

“A instituição já estava em estado delicado quando D João VI deixou o país em 1821 e mandou retirar e conduzir consigo, dos cofres do banco, toda a soma de metais que foi possível reunir, não obstante a dívida do seu governo com esse estabelecimento, já então excedente a todo o capital do banco” - A Moeda e a Lei, Gustavo Franco

Para garantir que o Banco voltasse a operar, D Pedro I acudiu aos ingleses, que efetuaram um empréstimo por meio de títulos da dívida do Banco da Inglaterra para que servissem como garantias para a emissão de papel-moeda. Isso garantiu a solvência do Banco nos anos seguintes, mas em 1829 passou a haver uma pressão grande dos nobres Portugueses para que o Brasil revertisse ao status de colônia. Isso porque, como descreve Jorge Caldeira em “A História da Riqueza no Brasil” o Brasil já tinha chegado a representar 50% de todas as receitas disponíveis para a coroa Portuguesa.

D João VI intermediou o conflito e para encerrar a questão determinou uma reparação do Brasil com Portugal, que foi mais uma vez resolvida com um novo empréstimo com os ingleses que, ironicamente, era no mesmo valor que Portugal devia à Inglaterra. Assim, o Banco da Inglaterra emprestou para o Brasil, que pagou para Portugal, que pagou a sua dívida. Ou seja, no final a Inglaterra emprestou pra si mesma e lucrou com os juros, o Brasil garantiu sua independência, mas com isso acabou quebrando novamente o Banco do Brasil em 1829 – bit.ly/2PkHcKv

Esse caso ainda demonstra duas coisas: 1) que D. João VI era um político extremamente hábil e não um gordo comedor de frango como é frequentemente retratado em obras de ficção e 2) existem ainda mais paralelos do que se imaginava entre 1829 e 2015, no sentido de uma crise econômica gerada por bancos públicos ter provocado a ascensão de um movimento liberal no Brasil.

Os anos seguintes presenciaram a abdicação de D Pedro I, o período da regência e a celebração do Pacto Imperial. Diante da ausência do Banco do Brasil, vários Bancos Comerciais Privados passaram a ser criados a partir de regiões que promoviam a exportação de produtos e que consequentemente tinham acesso ao restante do Sistema Financeiro Internacional.

Os principais exemplos são as áreas do açúcar no Nordeste, cuja estrutura produtiva naquela época já se encontrava consolidada, e do café na região Sudeste, que passou a se desenvolver a partir de 1830 com o surgimento dos Barões do Café no Rio de Janeiro e em São Paulo. Como não havia papel-moeda suficiente para pagamento, os Bancos passaram a utilizar vales com promessa de pagamento futuro, fazendo com que o sistema bancário brasileiro passasse a funcionar como uma rede de Bancos Emissores Privados, de maneira semelhante aos EUA na mesma época

A partir de 1840 ocorre o golpe da maioria e a partir da coroação de D Pedro II toda a política passa a se desenvolver em volta do Conselho de Estado, órgão que havia sido originalmente criado a partir da constituição de 1823, extinto nas reformas liberais de 1834 e reativado em 1841. O apontamento de membros do Conselho era feito de modo a buscar manter um equilíbrio entre os mais influentes grupos de interesse do país, membros da nobreza que confraternizavam entre si:

“Nos belos e iluminados salões dos Abrantes, capitalistas, fazendeiros e homens de negócios, como o futuro Visconde de Mauá, encontrariam, para trocar idéias e impressões, diversos nomes do Conselho de Estado, como seu amigo pessoal, o Visconde do Rio Branco, José Maria da Silva Paranhos. O mesmo salão contava ainda com a presença do conselheiro Barão do Bom Retiro, Luiz P. do Couto Ferraz, um dos mais caros amigos de Sua Majestade, o Imperador Pedro II, mas que talvez preferisse evitar encontrar o Barão de Mesquita, Jerônimo José de Mesquita, a quem devia cerca de trinta e dois contos de réis. Mesquita, **grande capitalista**, proprietário e negociante, tinha **larga intimidade com o meio financeiro**, vocação e fortuna que herdara de seu pai, José Francisco de Mesquita, Conde de Bonfim.” A velha arte de governar: o Conselho de Estado no Brasil Imperial, Maria Vieira Martins

Isso fazia parte do que Fernando Henrique denomina de “jogo político da Monarquia”

“O jogo político da Monarquia, tão admiravelmente descrito por Joaquim Nabuco em Um Estadista do Império e tão brilhantemente interpretado por Sergio Buarque de Holanda nos volumes sobre o Império de sua História Geral da Civilização Brasileira, baseava-se, de fato, em uma sólida aliança com os produtores rurais, senhores de escravos, que a sabedoria política de Pedro II nobilitava, agraciando-os com o título de Barão – A Arte da Política, Fernando Henrique Cardoso

A partir de 1853 o Governo Imperial decide incorporar todos os Bancos Emissores da época para criar o segundo Banco do Brasil, incorporando forçadamente o Banco criado pelo Barão de Mauá em uma atitude que, de acordo com Jorge Caldeira, tinha como objetivo “acabar com a festa renovadora e colocar ordem em uma economia que ameaçava a placidez das fortunas conservadoras”

Ocorre então o “pânico de 1857”, uma crise financeira internacional com características semelhantes à crise de 2008, pois foi uma crise que se originou nos Estados Unidos e de efeitos posteriormente sobre a Inglaterra e o Mundo, como descreve Gilberto Maringoni – bit.ly/2Qxnyen

“Preocupados com a crise, os banqueiros ingleses trataram de cobrar seus débitos pelo mundo afora, exigindo que, no Brasil, boa parte das dívidas fosse saldada imediatamente. Em meio a um pânico generalizado, o país assiste a uma expressiva fuga de divisas que abala os alicerces de uma economia apenas aparentemente sólida. Os números são dramáticos. As vendas de café caem de 2.099.780 de sacas em 1857, para 1.830.438 sacas em 1858. As exportações brasileiras perderam 20% em valor no mesmo ano. Nos dois anos iniciais da crise, o Rio de Janeiro conhece 139 falências de estabelecimentos comerciais e financeiros.

Os juros sobem ao patamar de 10% ao ano e o Banco do Brasil suspende as operações cambiais. (...) Um dos maiores estabelecimentos da época, a Casa Bancária Antônio José Alves do Souto & Cia atravessa turbulências sérias. Em setembro de 1864, a Casa Souto quebra, alarmando seus quase 10 mil clientes e gerando um efeito dominó por toda a economia imperial. Outros bancos menores também fecham as portas.

As contas do Tesouro brasileiro, abaladas pelas crises de 1857 e 1864, nem de longe conseguem manter o esforço de guerra que se tornaria necessário durante o conflito com o Paraguai (1864-1870). Em 1863 e 1865, o Brasil contrai os maiores empréstimos já feitos até então com o banco dos Rothschild. As somas avultam, respectivamente, 3,85 e 6,36 milhões de libras esterlinas, de acordo com Caio Prado Jr. em História econômica do Brasil. (...)

(...) As medidas dificultam a vida dos bancos nacionais e atraem para o Brasil várias casas inglesas, como o London and Brazilian Bank Limited e o The Brazilian and Portuguese Bank Limited. Os estrangeiros vêm para cá na esteira da construção de obras de infra-estrutura nas áreas de transportes e serviços públicos. Tornara-se interessante financiar empreendimentos seguros e garantidos pelo Estado. Eram iniciativas voltadas às exportações, como ferrovias, armazéns, pontes e portos. A difusão das linhas de trens concentrou-se nas regiões sul e sudeste, onde estava a maior parte da cultura cafeeira. No nordeste, seu desenvolvimento se deu na região canavieira. Empréstimos britânicos viabilizaram a Estrada de Ferro São Paulo-Rio, a Sapucahy, a Oeste de Minas, a Mogiana, a Sorocabana, a Ituana etc. Os ingleses tornaram-se proprietários de outras, como a Recife and São Francisco Railway Company, Alagoas Brazilian Central, a Bahia and São Francisco e a São Paulo Railway Company.”

Uma nova crise monetária ocorreria em 1875, o que coincide com o declínio do Império e a proclamação da República em 1889, a qual ocorreu logo após a abolição da escravidão em 1888. Diante de tantas e sucessivas crises em uma economia que se manteve essencialmente agrária com base escravista não é de se admirar, como afirma Jorge Caldeira, que o Império tenha sido o período de governo mais duradouro e de maior prestígio relativo no Brasil, mas ao mesmo tempo de forte estagnação, com baixíssimo crescimento econômico e baixo desenvolvimento.

Em 1890, Rui Barbosa cria a “Lei Bancária”, estabelecendo uma divisão do país em três distritos: Norte, Sul e Centro. Cada uma dessas regiões teria um Banco Emissor próprio aos quais estariam subordinados os demais Bancos Privados da região, o que representou uma tentativa de emular o modelo de organização bancária dos Estados Unidos para o Brasil.

Essa medida, de acordo com Gustavo Franco em “A primeira década da República”, parece ter fracassado por diversos motivos, entre eles a expansão explosiva da base monetária inicial estipulada, que era duas vezes e meia maior que aquela existente até então, a falta de capilaridade na circulação de moeda no país, que ainda era muito baseada nas “cadernetas” e no “fiado”, além de fatores externos, como a falência do Banco “Baring Brothers” da Inglaterra e a moratória argentina, que parecem ter levado a uma forte depreciação do câmbio em 1891 no Brasil.

Os dois primeiros governos da República, que tiveram presidentes militares foram relativamente curtos, mas se viram confrontados por um grande número de revoltas populares e tiveram como característica marcante uma clara influência do positivismo que, da mesma maneira que outras doutrinas importadas da França para o Brasil, como o Liberalismo Doutrinário Francês e o Espiritismo de Kardec, ganharam uma força aqui que nunca tiveram em seu país de origem.

Isso fica bastante claro no lema de nossa bandeira, pois "Ordem e Progresso" nada mais é do que uma extensão dos princípios positivistas: "O amor por princípio, a ordem por base e o progresso por fim". Só que no caso omitiram o amor (Hans Donner recentemente sugeriu colocar de volta).

Já a partir de 1894, todos os presidentes passaram a ser civis e tinham como característica comum serem quase todos formados na Academia de Direito do Largo São Francisco, uma das duas primeiras instituições de ensino em Direito criadas no Brasil por um decreto imperial de 1827, juntamente com a Universidade Federal de Pernambuco. Foi um período de hegemonia política compartilhada entre São Paulo e Minas Gerais, que ficou conhecida como Política do Café-com-Leite. As primeiras décadas do século XX, logo após o fim da escravidão, viram o início da consolidação de um modelo econômico em escala baseado na remuneração salarial começar a ser consolidado em um processo que se iniciou com as primeiras ondas de imigração a partir de 1880. Foi um período relativamente complicado para o Governo na questão do controle cambial devido à quebra do padrão-ouro no mundo todo, mas que viu a sofisticação produtiva voltada ao mercado interno crescer para compensar a queda de participação do Comércio Exterior na I Guerra Mundial.

Foi uma época que surgiram as oportunidades de lucros extraordinários devido aos altos riscos envolvidos, como ocorreu com Giuseppe Martinelli, mas que também viram as primeiras associações coletivas, sindicatos e organizações anarco-sindicalistas organizarem protestos em massa por melhores salários. Ainda assim, a maior parte das políticas desenvolvidas nesse período se centraram em políticas de estímulo do desenvolvimento agrário, especialmente o café.

Essa hegemonia da República Velha só foi quebrada após a crise de 1929, quando os efeitos da depressão econômica sobre os preços do café levaram à “Revolução de 1930” que trouxe Getúlio Vargas ao poder. Esse movimento de insatisfação que anteriormente já havia sido manifestado pelo movimento tenentista está associado à uma insatisfação dentro do próprio exército com os rumos do país naquela época, que, como já afirmou Fernando Henrique Cardoso – bit.ly/2E72pq0 – funcionava como uma espécie de Partido e meio de ascensão social.

Existem ainda alguns paralelos interessantes entre a rebelião liderada pelo Rio Grande do Sul e a Revolução Meiji liderada pela província de Satsuma, que também ficava localizada no sul do País. As duas exibiam uma bandeira semelhante de busca pela modernização e renovação a partir da emulação e incorporação de determinadas estéticas que ocorriam no restante do mundo, ainda que o exame dos diários de Vargas não mostre que ele seguisse alguma ideologia política específica.

Em julho de 1931 foi publicado um relatório por Otto Niemeyer de projeto de Banco Central de Reservas que havia sido encomendado em julho de 1930, ou seja, antes de Vargas assumir o poder. Ele acabou sendo implementado somente em 1937, depois da implementação do Estado Novo. Esse banco substituiu o antigo modelo em que o governo empunha um tabelamento por meio da caixa de conversão a ser imposto a todas as instituições privadas por um Banco que passou a concentrar todas as reservas de ouro em um único local, operando de maneira centralizada o processo de arbitragem do câmbio.

Em 1945 foi criada a Sumoc, Superintendência de Moeda e Crédito, responsável por determinar as regulações e normas bancárias na relação entre o Tesouro Nacional e Banco do Brasil, que na prática atuava como Banco Central. Essa implementação foi feita logo após o Acordo de Bretton Woods, que foi celebrado previamente em reuniões realizadas em julho de 1944 com todos os aliados e estabelecia um novo ordenamento do Sistema Financeiro Internacional no qual os Estados Unidos ficariam responsáveis por oferecer uma taxa de câmbio com conversão em uma proporção fixa de tantas onças de ouro, o que ajudaria a estabelecer uma previsibilidade da taxa de câmbio e consequentemente ajudar os países da Europa a se recuperarem no período pós-guerra.

Em 1947 foi encaminhada a primeira versão do projeto de lei para a criação do Banco Central no Congresso, que também previa a criação da CMN como conselho regulador da Política Monetária. Esse projeto passou por diversas alterações no Congresso, mas somente foi aprovado após 1964, quando se iniciou o Regime Militar.

A partir de 1956, o Governo JK decide aplicar o seu plano de aceleração de investimentos que permitiria o país desenvolver “50 anos em 5”, para isso ele passa a utilizar o BNDES (que naquela época era apenas BNDE) como plataforma de financiamento para seu programa de investimentos. O BNDES, que havia sido criado a partir de comissão parlamentar mista entre Estados Unidos e Brasil a princípio receberia recursos vindos dos EUA, mas como isso não ocorreu, o Governo passou a financiar o Banco por meio da correção monetária.

Para explicar o processo de correção monetária, imagine que você tem um cargo como Prefeito ou Governador e recebe um orçamento de 100 reais no começo do ano. Pela lei orçamentária, os seus gastos estão limitados pela sua arrecadação e você é obrigado a gastar 100 reais também. No entanto, supondo que você tem uma inflação de 50% ao ano, aqueles 100 reais no começo do ano não são equivalentes a 100 reais no final do ano e a parte equivalente àquele valor perdido é consumido na forma de imposto inflacionário.

Ou seja, como havia uma defasagem na contabilidade, a parte do valor perdido pela inflação se tornava uma espécie de imposto adicional que poderia ser livremente utilizado. Por isso havia essa concepção errada, que se manteve por muito tempo, de que a inflação era uma coisa positiva.

Foi com o intuito de manipular a diferença entre valores reais e nominais que foi aprovada a lei 2.973/56 que, em meio a uma série de dispositivos relativos ao BNDES, estabelecia o seguinte em seu art 16:

Art 16 – Não se aplicam às operações do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico as disposições do decreto 23.501/33

O decreto mencionado acima, decretado por Getúlio Vargas, estabelecia em linguagem jurídica a obrigatoriedade de declaração de atualização pelos valores nominais, ou nominalismo. Então, na prática, a lei 2.973/56 estabelecia um regime de excepcionalidade para as operações do BNDES, permitindo estabelecer em suas operações mecanismos de correção monetária. Esse tipo de dispêndio foi muito defendido pelo desenvolvimentistas em uma determinada época, motivo pelo qual eles carregam até hoje o apelido de “inflacionistas”.

Esse regime de abertura de exceções para o BNDES iniciado por JK, seria mais tarde utilizado de maneira abusiva pelo Regime Militar, especialmente a partir de 1969. O que é irônico, pois apesar dos militares terem assumido o país em grande parte como críticos do que se denominava “populismo”, termo que o próprio Fernando Henrique Cardoso já admitiu em entrevista recente - bit.ly/2RBrE6z – ser bastante vago, mais tarde os próprios Governos Militares passaram a utilizar os mesmos mecanismos daqueles que eles criticavam.

Essa expansão dos mecanismos de correção monetária, praticada de maneira abusiva pelos militares, teria sido, de acordo com Gustavo Franco, o principal responsável pela explosiva inflação registrada no fim do período militar, pois a abertura de tantas exceções acabou fazendo com que o expediente de correção monetária passasse a ser incorporado dentro dos mecanismos das Instituições Financeiras, sejam elas públicas ou privadas, criando uma espécie de “memória institucional” podre, que levou essas instituições a terem grande dificuldade de se readaptar aos mecanismos corretos a partir da implantação do Plano Real em 1994.

Isso porque, diferente do que muitos acreditam, não foi a imposição do mecanismo da URV, do câmbio fixo ou das altas taxas de juro praticadas no período que foram responsáveis pela correção da inflação, mas a alteração da legislação que impunham essas excecionalidades por meio da correção monetária e que puderam então ser alteradas pelo Congresso enquanto aquelas medidas estiveram em vigor.

20. Uma breve história do Sistema Monetário Brasileiro II (1964 - 1980)

"Tornou-se tristemente célebre o diálogo entre Roberto Campos, ministro de Planejamento que deixava seu cargo, e o novo presidente, Arthur Costa da Silva. Este último instado a confirmar no cargo o primeiro presidente do BCB, Denio Nogueira, "pois a lei lhe dava mandato fixo precisamente para garantir a estabilidade e continuidade na política monetária", porque o BCB era o "guardião da moeda", retrucou: "O Guardião da Moeda sou eu"

A Crise Fiscal e Monetária Brasileira, Edmar Bacha

"É evidente que a condução desse "orçamento monetário" de forma inteiramente segregada do Orçamento da União, e sob escrutínio exclusivo só CMN, era expressão prática, no terreno da moeda, de um regime autoritário que centralizou todos os recursos de crédito e decorrentes de compulsórios e poupanças forçadas em um único ente a quem caberia decidir sobre a destinação social adequada às disponibilidades monetárias da economia (...)

(...) Não há surpresa aqui, conforme observou Celso Lafer: "O sistema político brasileiro pós-1964 reforçou a tendência, já visível na República populista, de afirmar a preponderância do Estado em relação à sociedade civil"

A Moeda e a Lei, Gustavo Franco

Como afirma Fernando Henrique Cardoso - bit.ly/2E8CDlc - e diversos outros historiadores sobre a mesma época, um pouco antes de se iniciar o Regime Militar em 1964 o positivismo se tornou corrente prevalente dentro da Escola Superior de Guerra, onde atuavam Roberto Campos e diversos generais da linha branda, muitos deles formados pela Universidade de Sorbonne na França.

O modelo positivista, por pregar a importância de um "Governo de Técnicos", parece ter orientado grande parte da composição de cargos em uma Tecocracia responsável por promover o desenvolvimento do país (Progresso), mas sempre orientado sob um regime de tutela (Ordem). Algo que se tornou mais forte a partir de 1968, quando os militares da linha dura assumiram o executivo.

A instituição do Banco Central em 1964 apresentou diversos problemas desde a sua concepção e que só se agravaram ao longo do tempo, pois representaram concessões que os Militares passaram a conceder a diversos grupos de interesse e que mais tarde passaram a operar sob a lógica jurídica do Direito Adquirido, de maneira semelhante às desonerações praticadas pelo Governo Dilma a partir de 2009. A primeira delas foi a chamada conta-movimento, a mesma que mais tarde seria responsável pelo explosivo endividamento dos Bancos Estaduais na década de 80 e que representou inicialmente a pressão de grupos ruralistas como descreve Gustavo Franco:

"O impacto do mecanismo criado pela "conta movimento" ficou bastante ampliado por causa da assunção, pelo novo Banco Central da República do Brasil, de obrigações de fomento, fixadas na lei 4.829/65, o que colocava a nova autoridade no centro de um "sistema nacional de crédito rural". Essa era uma concessão explícita aos ruralistas, sem a qual teria sido difícil, quiçá impossível, aprovar a criação de um banco central. Imaginava-se que essa distorção poderia ser removida adiante, mas o que se viu foi exatamente contrário, sobretudo depois de 1967, com mudança de governo, dos dirigentes mandatados, da governança e do espírito das novas instituições."

Essa pressão pela aprovação por modalidades crédito rural patrocinadas diretamente pelo Governo não era algo que passou a ocorrer somente naquela época, mas que já existia no Brasil desde a República Velha, que tinha Empresas Estatais dedicada apenas ao café e que se tornou um componente necessário na estratégia de aprovação do Banco Central no Congresso Nacional, como descreve Denio Nogueira:

“Fui conversar com o Herbert Levy e ele me disse: “Eu voto no Banco Central se você criar o banco rural.” Aí, virei-me pra ele e disse: “Mas deputado, esse banco rural já existe, que é o Banco do Brasil. Não há razão para criar um outro banco rural. O que é preciso, na minha opinião, em vez de criar o banco rural, é abrir outros guichês para o crédito rural, não apenas os do Banco do Brasil. Então, o que precisamos é de um sistema que institucionalize o crédito rural, e eu me comprometo com o senhor que, logo que o Banco Central estiver criado, mandarei um projeto de lei institucionalizando o crédito rural.” Ele disse: “Ah, não. Esse negócio de promessa eu estou cheio.” “Mas então como o senhor quer que eu faça?” “Escrevia isso na lei: que dentro de noventa dias, a contar dessa lei, o Governo irá submete-lo ao Congresso.”

Dito e feito. Logo em seguida foi aprovada a lei 8.429/65, institucionalizando um sistema nacional de crédito rural, que iria destinar uma parte do crédito global àquela atividade, criando a primeira das modalidades de crédito direcionado.

A alternância de Castelo Branco por Costa e Silva representou também o fim da independência prevista para o Banco Central, como continua Gustavo Franco:

“Assessores de Costa e Silva respondiam às resistências dos dirigentes do BCB a desistir dos seus mandatos argumentando, como é tristemente comum, que não se poderia “pretender amarrar a administração sucessora de Castelo Branco aos critérios da atual política econômico-financeira, o que não faz sentido, pois qualquer governo precisa de liberdade de movimentos em todas as áreas.

Por seu turno, Denio Nogueira, observou: “Os inspiradores do presidente seguinte, o marechal Costa e Silva, perceberam que um Banco Central independente poria fim à política de transferência de recursos da sociedade para a oligarquia através dos subsídios geradores de déficit público.”

Se as medidas de tutela sobre o Banco Central até aqui, como a interferência sobre o Banco Central e a criação de linhas de crédito direcionado podem ser considerados ofensas menores, a partir de 1973, quando ocorre o choque do petróleo, a coisa desanda de vez, pois começam a ser expandidas as diversas excepcionalidades marcadas pelos mecanismos de correção monetária – leis 6.205/75 e lei 6.423/77 - que, intrinsecamente, são muito semelhantes em sua lógica ao efeito meia-entrada que são gerados pelos juros subsidiados.

A principal diferença é que enquanto os mecanismos de correção monetária acabam afetando o nível de inflação geral ao estabelecer determinadas exceções para alguns subconjuntos de bases monetárias, o efeito meia-entrada acaba encarecendo o nível de juros global aplicado pelo mercado.

Essa equivalência entre a correção monetária e a meia-entrada praticada a partir de 1973 lembra a comparação feita por Jorge Caldeira entre o Governo Dilma e o Governo Geisel, pois ambos utilizaram de vários mecanismos semelhantes, como imposição de preços controlados, expansão dos investimentos em grandes obras de infra-estrutura, além de outros processos. As críticas mais vulgares sobre isso falam que os dois estariam afetados pela mesma ideologia de “Estado Grande”, levando o Governo a intervir excessivamente na Economia.

No entanto, como ideologia “Estatista” não existe e não poderíamos imaginar duas pessoas com pensamentos mais ideologicamente opostos do que Dilma Rousseff e Ernesto Geisel. É muito mais prático considerar que os dois se viram presos nos mesmos contextos: os dois representavam tentativas de manter uma continuidade de governos anteriores, mas se viram afetados por uma crise internacional de proporções épicas, ao mesmo tempo em que eram obrigados a utilizar de mecanismos artificiais que garantissem a manutenção do crescimento econômico.

21. A Teoria da Dependência e o Neo-Liberalismo

De acordo com o Professor José Paulo Netto, a fundação da USP em 1934 foi, em grande parte, uma reação das elites paulistas ao projeto implementado a partir da Revolução de 1930 - bit.ly/2RAuvfQ . O objetivo era estabelecer, muito antes de Antônio Gramsci ter cunhado esse termo, um projeto de hegemonia cultural e intelectual ao restante do país de modo a se contrapor ao modelo de “Estado Grande” que estava sendo aplicado por Getúlio Vargas. Ou seja, era uma reação protagonizada por um movimento de natureza liberal-conservadora muito semelhante àquele que ocorreu em 1829 e parece ter ocorrido também a partir de 2015.

Como vimos na primeira parte desse trabalho, a partir de meados de 1950 e 1960 parece ter ocorrido uma mudança drástica de mentalidade das elites que passaram a incorporar determinadas ideologias e correntes de pensamento que surgiam fora do país, especialmente na França. Um movimento que, como vimos ao longo desse trabalho parece ter ocorrido diversas vezes ao longo da história brasileira por meio da incorporação de determinadas ideologias como o Liberalismo Doutrinário, o Positivismo de Comte no século XIX e, a partir da década de 1950, de determinadas correntes e filosofias marxistas que proliferavam em toda a Europa – bit.ly/2OgGEc0

Essa frequente incorporação de ideologias estrangeiras que busquem explicar determinados fenômenos locais a partir de um grande modelo geral que seja capaz de explicar todos os fenômenos sociais parece emular o que Roberto Mangabeira Unger denominou de “Colonialismo Mental”, ou seja, do frequente consumo de ideologias desenvolvidas no estrangeiro para explicar o que ocorre no Brasil. Essa ideologias, no entanto, quando incorporadas no País, perdem grande parte do seu contexto original e que era responsável por grande parte do seu poder explicativo.

No caso da USP, mais especificamente o departamento de ciências sociais, a incorporação dessas filosofias de influência marxista na década de 60 levaram ao desenvolvimento da chamada “Teoria da Dependência”, que em grande parte estabeleciam uma determinada hierarquia entre os ditos países “desenvolvidos” e os “subdesenvolvidos”.

Partindo das ideias desenvolvidas por Marx de que o desenvolvimento das sociedades ocorre em estágios muito bem determinados – Estágio Feudal-Agrícola, Estágio Capitalista-Industrial e por fim a revolução e consequente implantação do Socialismo/Comunismo – o problema dos ditos países subdesenvolvidos é que eles nunca teriam efetivamente adotado o Capitalismo – ou seja, seriam nações de “capitalismo tardio” - e de que elas somente se tornariam desenvolvidas se passassem a adotar todas as instituições e as práticas existentes nos ditos países desenvolvidos.

Andre Gunder Frank, por outro lado em sua obra “O desenvolvimento do subdesenvolvimento” foi bastante crítico dessas formulações, pois, como pudemos verificar nessa rápida análise que fizemos do Sistema Monetário Brasileiro nas seções anteriores, embora as elites regionais que atuaram durante o período do Império tivessem uma base essencialmente agrícola e rural, elas estavam envolvidas em atividades financeiras que estavam diretamente integradas com o restante do Sistema Financeiro Internacional e nunca poderiam ter desenvolvido suas atividades, como no caso do Café - o que envolve fases de produção, processamento, transporte por meio de estradas de ferro, construção dessas estradas de ferro, venda e, principalmente, serviços financeiros especializados necessários para articular essa rede - se elas não estivessem envolvidas em redes produtivas que envolvem um grande grau de especialização em cada uma de suas fases.

Em outras palavras, para Gunder Frank não há a possibilidade de se aplicar premissas marxistas em uma análise histórica do Brasil sem que isso implique em concluir que as elites regionais que existiam no Brasil durante o período do Império eram tão ou mais capitalistas quanto aquelas que existiam no restante da Europa.

Para se contrapor a isso, Gunder Frank se apropria do conceito de dualismo desenvolvido na Cepal por Ignácio Rangel de que países desenvolvidos de maneira desigual acabam apresentando uma oposição entre dois tipos de estrutura: uma região interiorana estática, marcada pelo grande latifúndio e pelas consequentes dificuldades no desenvolvimento econômico decorrentes dessas características versus regiões urbanas industrializadas, localizadas mais próximas do litoral e que contam com um desenvolvimento dinâmico propiciado pelo contato com o Comércio Internacional (e consequentemente com o Sistema Financeiro Internacional) através dos Portos.

Embora essa teoria tenha sido originalmente desenvolvida com o Brasil em mente, ela descreve qualquer qualquer país marcado por uma grande imensidão continental, o que consequentemente traz dificuldades de comunicação e dificulta a difusão de novos traços culturais de maneira a dificultar a transição para uma nova sociedade.

Gunder Frank utiliza esses elementos de Ignácio Rangel para apontar que, diferente do que a Teoria da Dependência propõe, não são particularidades marcadas pela hierarquia no campo internacional, como o fato de nós produzirmos produtos de baixa sofisticação e baixo valor agregado (commodities), que impedem o nosso desenvolvimento, mas sim as estruturas institucionais internas que acabam privilegiando aquelas regiões já desenvolvidas. Esse seria o caso, por exemplo, da orientação de políticas quase que exclusivamente voltadas para o café que foram aplicadas durante a República Velha.

Extrapolando esse raciocínio, poderíamos dizer que hierarquia que se encontra inclusive como premissa, mas que está longe de ser exclusiva da Teoria da Dependência, acaba estabelecendo uma certa hierarquia entre conceitos intelectuais desenvolvidos no Brasil versus a produção acadêmica do exterior, que acaba sendo sempre mais valorizada. Além de um ordenamento de outros tipos de obras de cultura como filmes, romances, etc. O que mais uma vez pode ser visto como uma extensão do próprio conceito de colonialismo mental desenvolvido por Mangabeira Unger.

Ironicamente, esse mesmo tipo de hierarquia também ocorre em outros tipos de fenômenos culturais, como o Neo-Liberalismo, que tem um significado muito diferente aqui do que aquele aplicado no exterior. Enquanto que no exterior o Neo-Liberalismo foi um fenômeno decorrente do esgotamento do modelo de desenvolvimento econômico que passou a ser adotado após a Segunda Guerra Mundial pela Europa e Estados Unidos logo após o choque do petróleo e o consequente corte de políticas sociais em massa que passou a ocorrer a partir dos Governos Reagan nos EUA e Thatcher no Reino Unido, na América Latina ele envolveu a imposição de determinadas políticas econômicas a partir do chamado Consenso de Washington por meio de Instituições Internacionais como o FMI e o Banco Mundial no começo da década de 90, além da própria assimilação de determinadas simplificações econômicas associadas ao chamado “Trickle-Down Economics”, como a curva de Laffer.

Essa proposição recebe o suporte do fato que ninguém se denomina como “Neo-Liberal”, mas ao mesmo tempo a quantidade de citações ao termo Neo-Liberalismo é milhares de vezes mais frequente entre autores latino-americanos e que ocorreu apenas após uma dezena de publicações feitas por autores estadunidenses e Ingleses. Isso porque o Neo-Liberalismo nunca foi uma doutrina *de facto*, mas uma reação crítica contra as políticas e o pensamento econômico simplista que passou a ser imposto sobre a América Latina no começo da década de 90, quando a principal referência de alta cultura no Brasil deixou de ser oficialmente a França e passou ser os Estados Unidos, mais especificamente Nova York.

Mais especificamente Manhattan.

Mas Miami também serve.

22. Sobre as Fintechs e a descentralização bancária

“Gustavo nunca foi avesso à ideia de imposição de controles sobre o movimento de capital. Em 1994, antes de a nova moeda ser lançada, acreditava que a restrição à entrada de divisas externas poderia funcionar como medida de apoio à política monetária, porque reduziria a pressão sobre a emissão de reais. Sua sugestão não chegou então a causar arrepios nos demais integrantes da equipe.” A Real Historia do Real, Maria Clara do Prado

Vários dos candidatos a Presidente propuseram algum tipo de reforma bancária. A maioria deles defendeu facilitar a implementação de Fintechs, que são meio que Bancos Digitais em que grande parte dos processos que hoje são feitos de maneira manual passam a ser feitos de maneira automatizada por meio dessas novas técnicas de Data Science, Inteligência Artificial e Machine Learning, além da própria automatização de processos financeiros.

O Objetivo por trás da implementação desses bancos seria aumentar a competição no mercado bancário de modo a reduzir o spread. Como vimos nas seções anteriores, no entanto, a diferença entre a taxa de juros e a inflação estaria mais relacionada com a expansão das operações compromissadas e não necessariamente com o número de bancos atuantes no mercado.

Isso porque, de acordo com Perry Mehrling, existem duas medidas de spread: o spread interno e o externo. Enquanto o spread externo reflete a diferença entre a taxa de juros e a inflação, o spread interno reflete a diferença de ganhos nas operações efetuadas entre as Instituições Financeiras, que podem variar ao longo do tempo dependendo do tipo de operação, além de possivelmente a própria escala do Banco, com Bancos de Varejo apresentando uma vantagem competitiva maior.

Isso porque como existe hoje uma taxa de spread excessivamente alta associada a uma estrutura financeira muito concentrada, é possível que tanto a escala (a presença dos Bancos de Varejo em todo o Brasil), quanto a amplitude (ou seja, a variedade de tipo de operações oferecidas por um mesmo Banco) que foi resultado do próprio governo ter estimulado a concentração bancária a partir do final da década de 90, juntamente com a implementação de uma política gradual de redução de juros determinado a partir da definição do regime de metas de inflação que passou a ocorrer a partir de 1999, tenha levado a rede bancária a operar sob uma lógica de retornos crescentes de escala de uma maneira que hoje já não é mais possível sustentar.

Em outras palavras, a expansão que a rede bancária passou a apresentar a partir de 1999 talvez seja a maior prova de que o Governo é capaz de gerar os estímulos necessários para a formação de redes complexas. Isso porque como aqueles que operam no setor sabem, um Banco de Varejo é na verdade composto de várias pequenas unidades administrativas que não apenas cooperam, mas também frequentemente competem entre si na busca por resultados.

Por esse motivo, embora a implementação de Fintechs possa ajudar a reduzir os custos operacionais garantindo uma taxa de spread mais competitiva, elas seriam apenas uma consequência de uma eficiência operacional maior na redução dos custos de operação referentes à mão de obra envolvida, além da desoneração de certas tarifas.

Além disso, a introdução de Fintechs implica em uma disputa pelos depósitos à vista que dificilmente seria aceita de maneira passiva por um mercado bancário. Isso porque como as Fintechs operam por meio do desenvolvimento de processos relacionados à Propriedade Intelectual é lógico concluir que quando novas Startups começassem a se desenvolver e se destacar no mercado, elas ou as concorrentes que estejam em um estágio preliminar ou que operam processos semelhantes passariam a ser adquiridas pelos Bancos ou outros agentes do mercado sem que isso possa ser percebido como uma concorrência desleal notificada pelo Cade ou outros órgãos.

Não que esses processos de aquisição devam ser proibidos, pois se tratam de movimentos naturais do mercado. E se tem alguma coisa que a aquisição forçada que D Pedro II impôs sob os negócios do Barão de Mauá pode nos ensinar é que uma interferência seletiva sobre esse mercado pode acabar gerando mais efeitos negativos do que positivos.

Outra maneira de se contrapor a essa concentração seria facilitar a entrada de Bancos Estrangeiros, que pela constituição depende de aprovação direta do Presidente da República para que possam atuar no País. Muitos desses Bancos Estrangeiros saíram recentemente do país devido a uma tentativa de reequilibrar os balanços e perdas que passaram a enfrentar a partir da crise de 2008, mas poderiam ter sua reentrada facilitada desde fossem impostos determinados tipos de controle de capital sobre lucros obtidos. Uma medida que é importante diante dos recentes casos de brusca variação da taxa de câmbio que ocorreram tanto na Argentina, quanto na Turquia.

Outras medidas importantes podem ajudar a disciplinar o mercado de crédito, como o crédito positivo. No entanto, o ideal é que a imposição desse tipo de medida restritiva ocorra somente após a implementação de programas de renegociação de dívidas como aquelas que foram propostas por diversos candidatos, pois grande parte dos 10 a 15 milhões de endividados adicionais que o SPC/Serasa passou a registrar nos últimos anos não foi devido a um comportamento de “mau pagador”, mas resultado de uma crise sistêmica que afetou todo o mercado. O ideal é que esses programas não envolvam apenas Bancos Públicos e que os Bancos Privados também se disponham a participar para auxiliar a acelerar o processo de recuperação econômica.

As tentativas de emulação no Brasil da estrutura do Sistema Financeiro Norte-Americano, que é composto por milhares de bancos dificilmente conseguirão ser reproduzidas aqui de maneira imediata. Primeiro, porque é muito mais fácil o Governo induzir uma concentração bancária no curto prazo do que fazer o movimento oposto. Segundo, porque a estrutura bancária dos Estados Unidos são resultados de processos históricos específicos deles, bastante relacionados com a autonomia que as comunidades estadunidenses usufruíram devido ao seu modelo de colônia de ocupação, o que permitiu uma gradual instituição de entidades importantes para a consolidação do Sistema Monetário Estadunidense, como as chamadas Clearing Houses. Além disso, mesmo que os Estados Unidos tenha milhares de bancos, a concentração do volume de reservas disponíveis na mão de poucos bancos seguindo a proporção de Pareto já ocorre desde pelo menos o século XIX.

Alterações drásticas no mercado bancário são coisas difíceis de se obter no curto prazo porque envolvem a necessidade de coordenação voluntária de um grande número de agentes. Além disso, como mostra o curso “Money and Banking” do professor Perry Mehrling, as alterações mais drásticas no Sistema Financeiro dos Estados Unidos ocorreram sempre em períodos de crise e estiveram geralmente mais associados a esforços na aquisição de produtos bélicos em períodos de guerra, como na Guerra Civil. A sofisticação maior de serviços financeiros pelo Norte Industrializado, aliás, certamente foi um dos fatores responsáveis pela sua vitória.

Já no caso do Brasil, as alterações mais drásticas do Sistema Monetário Brasileiro sempre estiveram associados a momentos de quebra com a ordem constitucional anterior, como ocorreu nas reformas bancárias de 1890 (Lei Bancária de Rui Barbosa), 1933 (Decreto 23.501), 1937 (Banco de Reservas), 1945 (Sumoc) e 1964 (Bacen) e geralmente não conseguiram promover uma descentralização, mas sim uma concentração e aumento de controle e tutela do Governo sob o Sistema Monetário e o Mercado Financeiro que, quando chegaram ao nível máximo durante o Regime Militar, acabaram apenas gerando mais problemas mais tarde.

O ideal, portanto, é que procuremos evitar a repetição de casos históricos como esse, que parecem implicar a necessidade de ruptura constitucional toda vez que há a necessidade de alteração do Sistema Monetário e possamos buscar uma solução que seja benéfica para todos.

Diante de todas essas considerações o Partido Pirata propõe as seguintes medidas:

A) Criação de Títulos Regionais e alteração do Regime de Metas de Inflação

Quase quatro décadas depois, John H. Cochrane, da Universidade de Chicago, em resenha detalhada da agora já extensa literatura sobre a indeterminação de nível de preços no mundo pós-keynesiano, conclui que a regra de Taylor, no contexto do modelo neokeynesiano, leva à mesma indeterminação da inflação que ocorre sob metas fixas de juros.

Após examinar as alternativas propostas – no que hoje é uma longa literatura – para resolver a indeterminação no nível de preços, Cochrane é forçado a concluir que 'a inflação é tão indeterminada nos modelos neokeynesianos microfundamentados, quando o Banco Central segue uma regra de Taylor com regime fiscal ricardiano, quanto sob metas fixas de taxas de juros.

Juros, Moeda e Ortodoxia, Andrea Lara Rezende

Consagrados especialistas em Economia Monetária, como Andrea Lara Resende e Mônica de Bolle, já sugeriram que o Governo abandone o atual Tripé Macroconômico que foi implementado no País a partir de 1999. O problema é o que colocar no lugar.

O mais relevante é que seja um modelo que permita conciliar um aumento dos investimentos e ao mesmo tempo permita controlar a inflação, pois não adianta apenas nos propormos a manter a inflação sob controle e garantir o atual patamar de rendimento dos títulos da dívida pública e o reduzido fluxo de caixa sob as quais as Empresas do setor produtivo estão operando hoje se não conseguirmos conciliar isso com um aumento dos investimentos que permita uma retomada do desenvolvimento econômico e consequente redução do nível de desemprego.

A princípio isso pode aparecer impossível, pois de acordo com a lógica prevista pela curva de Fisher existe uma escolha ou trade-off implícito entre inflação e desemprego. A curva de Fisher, no entanto, nunca foi um modelo teórico, mas um resultado empírico resultante da diagramação de valores de inflação e desemprego que foram mensurados ao longo do tempo sob um regime de política monetária.

Por outro lado, o que mostram os vários exemplos dados no curso “Money and Banking” de Perry Mehrling foi de que é possível estabelecer reformas no Sistema Monetário desde que isso implique em uma expansão mútua de Balanços e desde que todas as entidades dessa rede estejam integradas na outra ponta com o restante do Sistema Financeiro, como mostra empiricamente o recente caso de aplicação do Quantitative Easing tanto nos Estados Unidos quanto no restante da Europa.

Em outras palavras, em teoria é possível estabelecer um sistema de contra-partidas em que determinados títulos do Sistema Financeiro atuem como garantias para operações de Investimento e Financiamento no setor produtivo. Isso porque o investimento no setor produtivo e a busca de garantias representam duas faces complementares dos agentes que atuam individualmente no Sistema Monetário.

Sob condições macroeconômicas ideais um agente do mercado financeiro divide o bolo de dinheiro que carrega consigo a partir de constantes decisões entre investimentos no setor produtivo que tenham a possibilidade de render mais do que as garantias normalmente oferecidas pelo mercado e as próprias garantias em uma proporção que permita maximizar o seu nível de rendimento.

Já em situações de recessão econômica prolongada os agentes financeiros vão preferir abrir mão de investimentos no setor produtivo que passam a ser mais arriscados e consequentemente menos prioritários e vão preferir se munir apenas com títulos de mais solidez, que são geralmente aqueles oferecidos pelo Governo e preferencialmente aqueles pré-fixados de modo a garantir um determinado patamar de rendimento. Se houver, no entanto, um redesenho do Sistema Monetário que permita uma expansão mútua de todos os balanços, o resultado será ótimo para todos.

Atualmente o Banco Central organiza os sistemas de informação que usa para dialogar com os Bancos e outras entidades autorizadas do Mercado Financeiro da seguinte maneira:

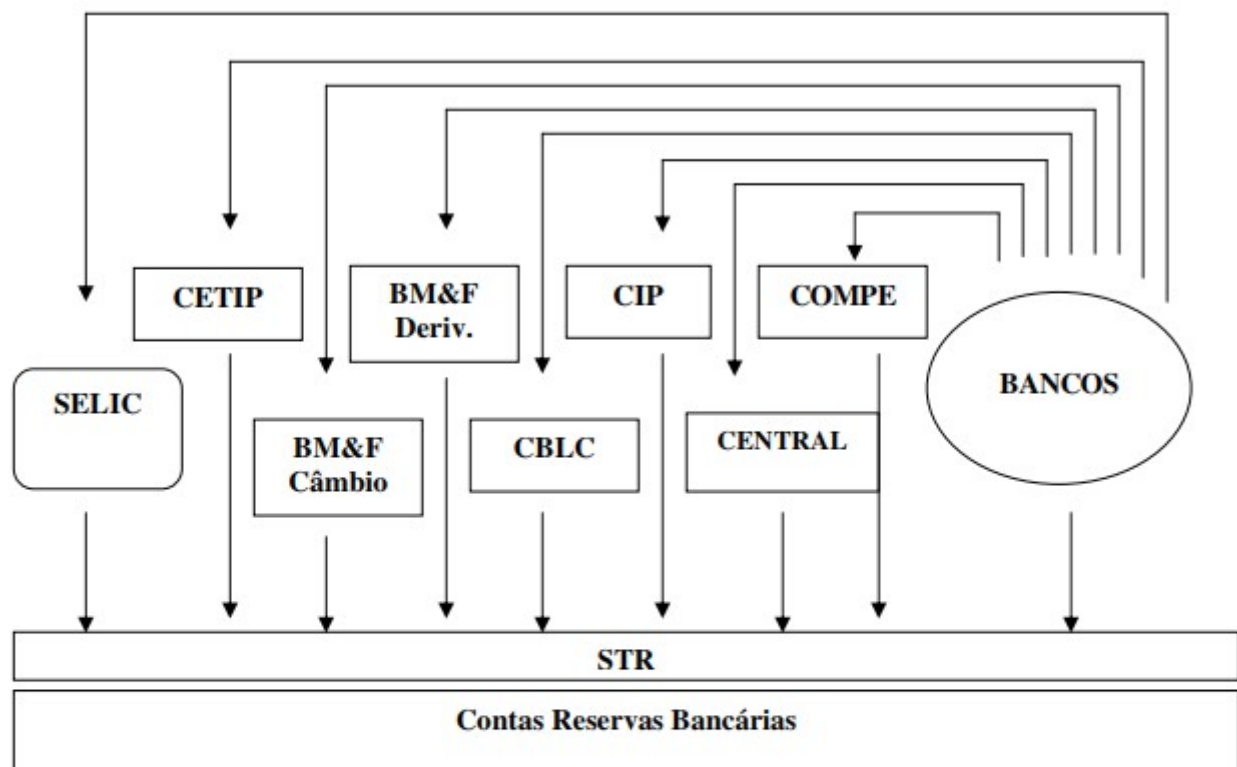


Figura 2 – Configuração do novo Sistema de Pagamentos Brasileiro implantado em abril de 2002

Fonte: ANDIMA (2002, p. 18)

Nota: BM& F, Bolsa de Mercadoria e Futuros; Central, Central Clearing de Compensação e Liquidação S/A; Cetip é Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos Privados; CIP, Câmara Interbancária de Pagamentos; Compe, Serviço de Compensação de Cheques e Outros Papéis; CBLCL, Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia; Selic, Sistema Especial de Liquidação e Custódia; STR, Sistema de Transferência de Reservas..

Cada uma dessas caixas representa um ambiente de interação voltado a um determinado tipo de operação. Alguns deles quase não são mais utilizados, como CETIP que serve para compensação de cheques. O mais relevante para nós é o SELIC, sistema pelo qual são oferecidos títulos da dívida pública por um sistema de leilões aos agentes do Sistema Financeiro, especialmente os quatro ou cinco maiores Bancos de Varejo, que são os que retem a maior parte dos depósitos a vista.

Como vimos nas seções anteriores, essas instituições utilizam esses títulos como garantias no processo de intermediação de operações no sistema interbancário, o que inclui tanto títulos regulares quanto operações compromissadas, que são utilizadas como meio de garantir liquidez no mercado Interbancário.

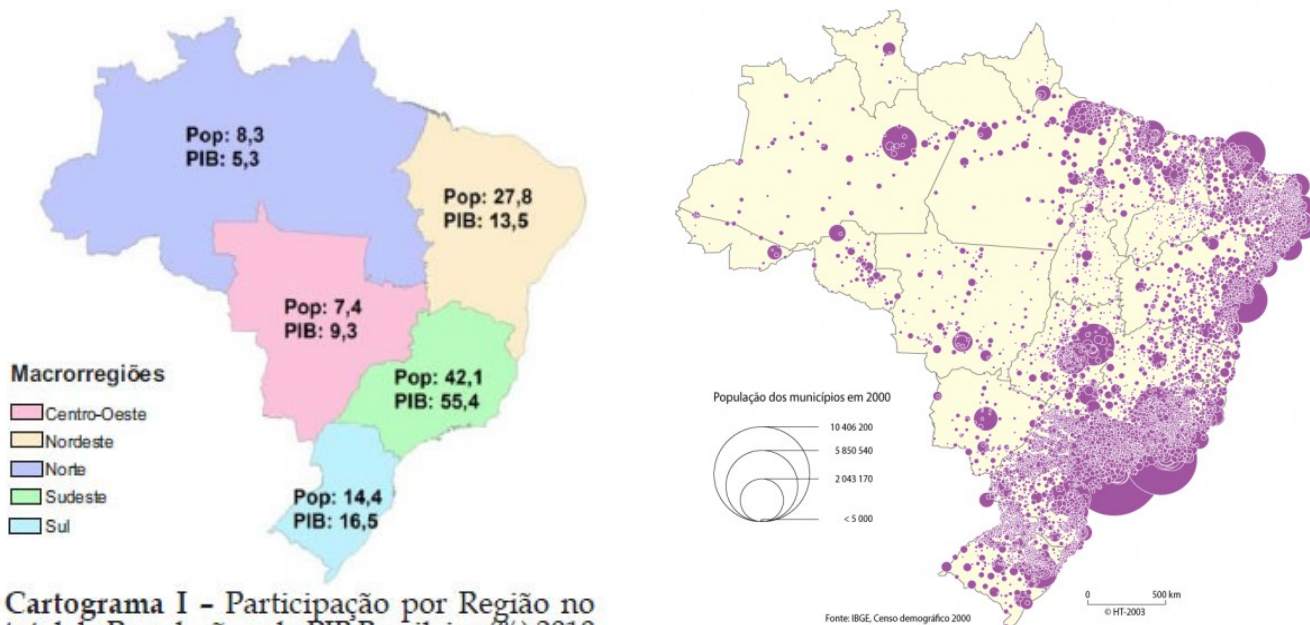
Esse sistema possui um único ambiente em nível nacional. A proposta de introdução de Títulos Regionais evolve segregar esse ambiente global em dois níveis:

- Um Ambiente Nacional: para emissão de títulos nacionais
- Um Ambiente Regional: para emissão de títulos regionais

Assim, haveriam 4 ou 5 tipos de títulos regionais para as seguintes regiões: Sudeste, Sul, Nordeste, Centro-Oeste, que poderia ou não ser colocado junto com a região Norte do país. Isso porque quando analisamos como se encontra a distribuição da população e do PIB por região é possível constatar uma clara discrepância: a maior parte da população se encontra localizada no litoral, consequência da nossa colonização a partir da costa e da maior parte do PIB que está localizada na região Sudeste, mais especificamente em São Paulo, onde foi fundada a primeira Vila em São Vicente por Martin Afonso de Souza em 1532 e no Rio de Janeiro, antiga sede da Corte Imperial.

Distribuição da população e PIB por região

Distribuição da população em 2000



Cartograma I - Participação por Região no total da População e do PIB Brasileiro (%) 2010

Elaboração: CGMA/SDR/MI
(Fonte Censo 2010)

A ideia por trás da oferta de títulos regionais é permitir que esses títulos possam ser utilizados como garantias para o financiamento de investimento em outras regiões do País menos desenvolvidas, especialmente o Nordeste, que como tem maior potencial de desenvolvimento e urbanização em comparação ao Sudeste que já se encontra muito mais desenvolvido e consequentemente tem um potencial de crescimento maior, também tem um potencial maior de gerar inflação como consequência da própria sofisticação do processo de urbanização.

Esses títulos regionais só podem ser captados por meio de depósitos à vista da mesma região e poderiam então ser utilizados para intermediação no mercado interbancário, até mesmo com Cooperativas de Crédito local ou outros tipo de Instituições Financeiras Regionais cuja região de atuação fosse necessariamente distinta da sua. Assim, os Bancos de São Paulo, por exemplo, ganhariam uma margem sobre o rendimento determinado desses títulos e, em troca, as Cooperativas de Crédito poderiam utilizar aqueles títulos como garantias para viabilizar investimentos nos setores produtivos daquela região.

Ou seja, a proposta é bastante análoga ao caso 2 da seção 16 presente nessa tese, só que ao invés de se substituir títulos de países soberanos por títulos da União Européia, o que está sendo proposto é que parte dos títulos emitidos pelo Banco Central que são feitos na forma de operações compromissadas sejam substituídos por títulos regionais, que podem ser intermediados de maneira particular entre instituições financeiras em nível regional.

Grande parte do modelo de redes complexas produtivas da Europa, que produzem muitas vezes itens de alto valor agregado que são da mesma natureza como Automóveis, mas com pequenas distinções e determinadas particularidades locais como os automóveis Italianos, que são diferentes dos automóveis Alemães e assim por diante só puderam ser desenvolvidos dessa maneira devido ao desenvolvimento do Mercado de Eurodólares que passou a ocorrer a partir da década de 60, quando o Presidente John F. Kennedy passou a restringir a emissão de dólares para fora do país, como descreve Barry Eichengreen em “Globalização do Capital”.

Essa proposta busca emular as características do Sistema Monetário Europeu de modo a permitir que os agentes do sistema financeiro vejam as diferentes particularidades no nível de desenvolvimento urbano e de PIB potencial que existem entre as diferentes regiões do território Brasileiro como oportunidades de investimento de um modelo semelhante à intermediação de títulos entre agentes financeiros que ocorre na Europa e que são guiados pela exploração de ganhos por meio de processos de arbitragem.

Para garantir a emissão desses Títulos Regionais, o Banco Central em tese pode utilizar uma parcela dos mesmos recursos que hoje são disponibilizados pelo Tesouro Nacional para garantir a rolagem da Dívida Pública por meio das Operações Compromissadas. Isso, no entanto, deve ser feito de maneira gradual e conduzida pelo Banco Central de modo a não prejudicar excessivamente a liquidez do Sistema Financeiro e gerar uma possível crise bancária.

Para regular a taxa de juros de equilíbrio oferecida por esses títulos regionais no Sistema Selic é possível utilizar uma variação da Regra de Taylor:

$$(7) \quad i_{regional} - i_{nacional} = 0.5 \times (\pi_{regional} - \pi_{nacional}) + 0.5 \times (Y_{regional} - Y_{nacional})$$

Ou seja, a diferença entre os juros oferecidos para os títulos regionais e os títulos nacionais (ou o rendimento adicional dos Títulos regionais sobre os Títulos Nacionais) seria determinada diretamente pela regra de Taylor, gerando uma relação de cointegração entre esses títulos ao longo do tempo de maneira muito similar ao que ocorre com as curvas da taxa a termo de diferentes taxas de maturidade.

E como a região Sudeste tem peso muito maior do que as demais regiões, na prática o rendimento da taxa de juros dos títulos da região Sudeste seria semelhante ao rendimento da taxa de juros dos títulos nacionais, levando a taxa dos títulos do Sudeste a balizarem aqueles do restante do País.

Isso permitiria que o Governo, mais especificamente o Banco Central pudesse alterar o atual modelo de rolagem da dívida pública por um processo que substituisse as atuais operações compromissadas por títulos de longo prazo e ao mesmo tempo conduzisse um controle mais ponderado sobre o desenvolvimento e consequente crescimento da inflação em nível regional

O efeito seria semelhante ao que o Governo Federal dos Estados Unidos passou a trocar a emissão de Treasury Bills, que são de títulos de curta duração, por Treasury Notes, que tem uma duração mais prolongada e ao mesmo tempo gerasse um aumento do investimento que ocorra de maneira privada, sem necessidade de intervenção do Governo, mas sem que ocorressem efeitos inflacionários.

B) Criação de Política Cambial no Banco Central e redução de Compromissadas

Como vimos ao longo desse trabalho, existem fortes evidências de que a expansão das operações compromissadas como percentual do total tem aumentando desproporcionalmente o preço do crédito repassado para o consumidor final. Um meio de resolver isso seria utilizar uma parte das Reservas Internacionais que foram acumuladas ao longo dos anos pelo Banco Central para reduzir uma parte da Dívida Pública, especialmente a parcela referente às operações compromissadas.

Isso por um lado seria positivo, pois ajudaria a reduzir o Balanço do Banco Central, ao mesmo tempo que abriria espaço no Balanço para ele atuar diretamente como agente na emissão de Títulos Regionais e de modo a garantir que esses títulos sejam ofertados ao mercado em uma proporção correta, de modo a não gerar efeitos inflacionários.

O problema é que variações drásticas no volume de reservas com essa finalidade acabariam consequentemente afetando a Taxa de Câmbio e levando à uma valorização da moeda nacional, algo que, como já determinamos no começo desse trabalho não seria algo positivo para a produção e o crescimento econômico, pois levaria a um aumento das importações e queda do preço das exportações.

Para resolver isso, o ideal é que o processo de pagamento de reservas ocorresse de maneira gradual, ao longo de vários anos, de maneira que a conversão dessas reservas em moeda nacional dentro do Balanço de Pagamentos pudesse ser conciliado com outras medidas de natureza oposta. Uma possibilidade seria a aprovação no Congresso de operações subsidiadas do BNDES para a aquisição de Bens de Capital do exterior, especialmente equipamento voltados para Pesquisa Científica e de Universidades, algo que necessariamente deve ser conciliado dentro do Orçamento Nacional, como explicaremos na próxima seção.

Adicionalmente, como vimos ao longo desse trabalho, o mecanismo de Swap Cambial já se mostrou ser não apenas uma ferramenta de estabilidade da volatilidade da Taxa de Câmbio, mas o principal mecanismo de entrada de Investimento Estrangeiro, além do principal mecanismo de integração do País com o restante do Sistema Financeiro Internacional. Sua utilização excessiva, portanto, gera não apenas efeitos cambiais, mas também sobre a Política Monetária, pois afetam a estrutura de Balanço do Banco Central.

Para que essas questões fossem resolvidas o ideal é que fossem reorganizadas as funções e as atividades dos Comitês responsáveis pela estruturação da Política Cambial no Banco Central, como o recém inaugurado Comitê Consultivo do Mercado de Câmbio, de modo a reestruturar as ferramentas cambiais como o próprio Swap Cambial, além de uma estruturação de um modelo de previsão de cenários do comportamento futuro da Taxa de Câmbio.

Isso porque, como vimos ao longo desse trabalho, a taxa de câmbio como estruturada hoje é basicamente determinada pela Teoridade da Paridade da Taxa de Juros, ou seja, a partir da nossa própria taxa de juros interna e da taxa de juros americana, além de determinados eventos extremos, como foi o caso da entrada de dólares gerado pela anistia concedida recentemente pelo Congresso para investimentos não declarados no exterior. Todos esse cenários poderiam ser mensurados de acordo com uma determinada probabilidade e previstos por uma fórmula simples, como sugerido no livro “A Crise Fiscal e Monetária Brasileira” organizado por Edmar Bacha

$$(8) W_t = p_t C_t + (1 - p_t) r_{(t-1)} R_{(t-1)}$$

Em que p é a probabilidade de ocorrência, C é o custo da crise, R são as reservas internacionais e r é o custo das reservas internacionais

C) Reestruturação do papel do BNDES

Após a crise de 2015 o BNDES passou a reestruturar sua política interna de concessão de empréstimos baseada na chamada política de “Campões Nacionais” e passou a estruturar e expandir suas operações de crédito para micro e pequenas empresas, especialmente Start-ups, como uma forma de compensar a dificuldade de acesso a crédito que essas empresas tem no mercado.

Essa política está de acordo tanto com os modelos teóricos como o modelo de assimetria de informação de Stiglitz, quanto com as observações empíricas feitas pela literatura especializada. No entanto, não parece fazer sentido um Banco do porte do BNDES se concentrar em operações de micro-crédito que podem ser feito tanto por Cooperativas de Crédito local, quanto por Bancos Comunitários, que geralmente tem uma relação de proximidade e consequentemente maior capacidade de desenvolver uma política de concessão de empréstimos junto à comunidade local. Já existe inclusive uma rede de Bancos Comunitários organizada pelo Instituto Palmas localizadas em diversos Estados e que podem atuar nesse processo de intermediação dos Títulos Regionais.

O ideal, portanto, era que o BNDES voltasse a atuar diretamente no desenvolvimento de obras de Infra-Estrutura, ainda que não pelo financiamento direto dessas obras por meio de juros subsidiados, mas pela simples concessão de empréstimos que sejam definidos como prioritários pelo Governo pelos juros normais regulados pela NTN-B e que exigem um comprometimento de grandes volumes de capital no longo prazo.

Não há problema do BNDES atuar na concessão de empréstimos com juros subsidiados em programas que tem impacto social, como em parceria na importação de materiais de pesquisa para Universidades e na construção de obras de impacto social como um Metrô, mas desde que todos esses financiamentos, incluindo o custo do subsídio, fossem incluídos no orçamento, exatamente como já prevê o atual modelo. Isso porque grande parte dos problemas com a meia-entrada e foram fatores por trás da crise apenas pela concessão de empréstimos subsidiados em si, mas principalmente pela grande expansão de ativos no Banco financiados por meio de títulos públicos.

Uma outra possibilidade é o BNDES não atuar diretamente no financiamento de empréstimos, mas atuar como entidade garantidora em operações de grande porte. Isso, no entanto, envolveria necessariamente uma reestruturação de grande parte da estrutura interna de atividades, que teria que deixar de ser focada em análise da viabilidade de financiamento e teria que atuar por uma lógica atuarial, atuando como uma espécie de Seguradora em Investimentos de grande porte financiados com capital privado.

Era importante que a política de concessão de empréstimos subsidiados pelo BNDES fossem acompanhados por uma equipe exclusiva dentro do Congresso Nacional, que seria responsável por analisar previamente o impacto social que aquelas obras poderiam ter, assim como acompanhar o efeito que a implementação daquelas obras apresentaram nos anos seguintes.

D) Fortalecimento do Banco Central

Como alguns talvez já tenham concluído, a proposta de introdução de Títulos Regionais aumenta em várias vezes o trabalho do Banco Central, pois com isso ele deixaria de atuar apenas na oferta de títulos públicos em um único ambiente em nível nacional e passaria a ter que acompanhar e estabilizar a oferta monetária de modo a controlar inflação em quatro praças diferentes, ao mesmo tempo que controla a Política Monetária em nível nacional.

Isso certamente envolve um trabalho árduo de reestruturação interna tanto dos sistemas e ambientes eletrônicos do banco, quanto dos funcionários. Talvez seja necessária a criação de determinadas entidades em nível regional, da mesma maneira que o FED tem uma representação em nível nacional, mas também tem Bancos de Reserva espalhados ao longo do território, especialmente nas praças mais importantes como Nova York e Chicago.

Para que o Banco Central consiga cumprir essa tarefa o ideal seria tomar algumas medidas que garantissem a autonomia do Banco como entidade autônoma. Algo que, como vimos ao longo dessa tese nunca ocorreu e a direção do Banco Central sempre esteve afeita aos humores do Executivo, mais especificamente do Presidente, que constantemente sofre pressões do ambiente político para tomar que interrompa a Política Monetária quando ela se torna impopular.

Para corrigir isso, o ideal é que tanto o mandato tanto do Presidente do Banco Central quanto dos seus Diretores sejam garantidos e fixos, de modo que eles não possam ser interrompidos no meio. Para isso, o ideal era substituir o atual modelo de exame de seleção do Presidente do Banco Central que se limita a uma simples sabatina com contornos fortemente moralista e pouco técnicos e passem a se basear em uma política baseada em planos técnicos, de modo que ele já anuncie previamente quais são seus planos e que tipos de Políticas ele pretende implementar durante o seu mandato.

A seleção do Presidente do Banco Central passa, dessa maneira, a ser uma simples seleção marcada pela proximidade e passe a ser algo que precisa ser selecionado com cuidado pelo Presidente, que preferencialmente já deve apontar durante as eleições quem ele pretende apontar como Presidente do Banco Central.

Já a proposta que existe em voga de que o mandato do Presidente do Banco Central seja cruzado, ou seja, que obriga o Presidente eleito a conviver com o Presidente do Banco Central que foi selecionado pelo Presidente anterior não parece fazer sentido, pois a escolha da Política Monetária pode e deve também ser alvo de discussões e dos debates que serão feitos durante a campanha presidencial em que tanto a Política Monetária quanto a Fiscal devem andar juntos em uma proposta única e coerente.

A noção de que Política Monetária não seja algo que deva ser discutida com a população, mas sim desempenhada exclusivamente por técnicos e especialistas é que deve ser modificada, pois esse tipo de discussão, como essa tese talvez tenha ajudado a mostrar, também é parte fundamental da construção de um projeto de nação para o futuro.