

01/12/2015 - 05:00

Ideias inovadoras e problemas antigos

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

Keynes propôs a "Clearing Union", uma espécie de Banco Central dos bancos centrais. O plano visava, sobretudo, eliminar o papel perturbador exercido por qualquer divisa-chave enquanto último ativo de reserva do sistema. Tratava-se não só de contornar o inconveniente de submeter o dinheiro universal às políticas econômicas do país emissor, mas também de evitar que a moeda internacional assumisse a função de um perigoso agente da "fuga para a liquidez".

A referência indica o reconhecimento implícito da diferença de qualidade entre os títulos de riqueza denominados nas moedas nacionais e os carimbados com o selo da moeda universal: são substitutos imperfeitos. Ao invés de proporcionar a esperada convergência das taxas de juros, a mobilidade de capitais tem proporcionado ganhos aos mercados financeiros decorrentes da arbitragem entre juros internos e externos, descontados ou acrescidos os diferenciais de inflação.

A dívida em dólares não só é carregada a juros pífios, especialmente se comparados às taxas domésticas, como a valorização do real frente ao dólar se encarrega de depreciar o serviço e estoque da dívida em moeda local.

A manipulação do câmbio é uma delação que premia o enriquecimento de poucos

Em um exemplo simplificado, a captação de US\$ 100 mil no mercado internacional à taxa de 1% ao ano gera o compromisso de pagamento de US\$ 101 mil. Ao câmbio de US\$ 1 a R\$ 3,5, esses US\$ 100 mil dólares se convertem em R\$ 350 mil, que aplicados à taxa de 10% ao ano geram um valor de resgate de R\$ 385 mil. Caso o câmbio tenha apreciado para US\$ 1 a R\$ 2,5, o investidor terá ao final um valor de US\$ 154 mil para fazer frente à uma dívida de US\$ 101 mil. Ganho superior a 50% em 1 ano, apenas realizando arbitragem entre juros e câmbio.

A política de inundação de liquidez (quantitative easing), como resposta à crise de 2008, pouco afetou a utilização do dólar como moeda de denominação das transações comerciais e financeiras, mas, em um primeiro momento, provocou sua desvalorização e fomentou ganhos e incentivos ao endividamento no mercado internacional.

Em texto publicado em outubro de 2015, o Bank for International Settlements cita o Brasil desde 2009 como exemplo. As "distorções domésticas" - taxas de juros muito elevadas - incitam os investidores estrangeiros a assumirem posições, em particular no curto prazo, acarretando apreciação e volatilidade cambial.

Também em outubro de 2015, o FMI publicou relatório alertando para a evolução da dívida de instituições não financeiras nos mercados emergentes crescendo de US\$ 4 trilhões para US\$ 18 trilhões, entre 2004 e 2014. O aumento significativo da emissão por meio de filiais em centros financeiros offshore desde a crise foi impulsionado principalmente pelos mutuários sediados no Brasil e na China. Novamente recebemos o galardão do concurso "Mais do Mesmo".

Os diferenciais de taxa de juros e flutuações do valor das moedas anabolizam o rendimento das empresas transnacionais sediadas no país de moeda não conversível: as subsidiárias, beneficiadas com os juros dos países receptores, contraem dívidas junto às matrizes, aborrecidas com os juros dos países centrais. Diante da estreiteza do mercado à vista de divisas, a missão de turbinar a arbitragem e as posições especulativas é cumprida com engenho, arte e alavancagem (dez vezes na média das operações) nos mercados de derivativos, sob o comando das grandes instituições já acusadas nos países

O Banco Central assegura que em Pindorama os controles são eficientes. Eu acredito, canta a torcida do Galo Mineiro. O Cade desconfia que os bacanas do pedaço armaram conluio para manipular a Ptax, com o propósito de garantir os ganhos de suas posições. Não raro, os envolvidos direta e indiretamente nas manipulações sentenciam aconselhamentos peremptórios e moralistas a respeito da política econômica.

A moeda é um bem público, referência aos negócios privados. A manipulação do câmbio é uma delação que premia o enriquecimento de poucos e comina penas desproporcionais à maioria. Senão vejamos: os prejuízos com operações de swap cambial praticadas pelo Banco Central brasileiro, como tentativa de suavizar a desvalorização do real, saltaram de R\$ 17,3 bilhões em 2014 para quase R\$ 120 bilhões ainda em setembro de 2015. A política monetária mais uma vez se encontra na armadilha que combina juros altos, recessão, desvalorização da moeda e inflação.

O câmbio flutuante continua à mercê das peculiaridades idiossincráticas dos mercados de ativos. Os bancos centrais dos países de moeda não conversível são obrigados a "sujar" suas flutuações, pois suas taxas de juros e de câmbio se tornaram reféns das bruscas reações dos portfólios globais, sensíveis à mudanças na política monetária dos senhores da senhoriagem. As tendências à apreciação ou depreciação da moeda nacional dependem do estágio em que se encontra o fluxo de capitais, e do maior ou menor "descasamento" entre os ativos e os passivos em dólar dos bancos, empresas e rentistas sediados no país de moeda inconvertível.

Ao "ilustrar o canal de tomada de risco", o estudo do BIS compara a evolução da taxa de câmbio e da dívida em dólares tomada por instituições não financeiras do Brasil, Indonésia, México, Malásia, Rússia, Turquia e África do Sul, entre março de 2013 a setembro de 2015. O Brasil ocupa a liderança nos dois critérios: moeda que mais se desvalorizou frente ao dólar no período e detentor da maior dívida.

Enquanto engorda os retornos dos "investidores", a combinação entre juros elevados e câmbio apreciado se encarrega de inviabilizar a indústria doméstica. Em 2007 o saldo da balança comercial de produtos industriais apresentava um superávit superior a US\$ 18 bilhões. Esse valor se reverte em déficit de US\$ 7 bilhões já em 2008 e desde então se aprofunda, alcançando o valor negativo de US\$ 63,5 bilhões em 2014. Nesse mesmo período a participação da indústria de transformação no PIB cai de 16,6% em 2007 para 10,9% em 2014. Sugerimos uma sessão de mesa branca para invocar Maynard Keynes.

Luiz G. Belluzzo é professor titular do Instituto de Economia da Unicamp. Em 2001, foi incluído entre os 100 maiores economistas heterodoxos do século XX no Biographical Dictionary of Dissenting Economists.

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