

Opinião

Após a euforia

Armando Castelar Pinheiro



Faz pouco mais de um ano que Fabio Giambiagi e eu publicamos nosso livro "Além da Euforia: Riscos e Lacunas do Modelo Brasileiro de Desenvolvimento". Ao escrevê-lo, nos motivou a percepção de que a política econômica brasileira errava em duas frentes. Primeiro, surfava os ventos favoráveis vindos do exterior, sem atentar para o fato de que o modelo era dinamicamente explosivo. Segundo, nada fazia para atacar os problemas que limitam o potencial de crescimento da economia brasileira.

O Brasil acelerou o crescimento entre 2004 e 2010, aproveitando condições iniciais muito favoráveis e a ajuda vinda da demanda chinesa por commodities. As reformas dos anos 1990 tornaram a economia mais eficiente e sua consagração pelo governo Lula

reduziu o risco político. A partir daí, e de reformas como a do crédito consignado e da alienação fiduciária de imóveis, o crédito aumentou com força, aproveitando o baixo endividamento das famílias. Isso impulsionou as vendas no comércio e setores como construção e serviços, que são intensivos em trabalho.

Como o desemprego era inicialmente elevado e o real se valorizou continuamente, a pressão sobre os preços foi moderada. Também foi fundamental que a alta no preço das exportações permitiu uma forte expansão das importações, com uma deterioração consistente, mas moderada, da conta corrente, que era positiva quando esse ciclo teve início. O preço mais alto das exportações também beneficiou o agronegócio e a mineração, estimulando investimentos.

Foi um período de euforia e felicidade geral. A renda e o emprego aumentaram, a inflação e os juros caíram, a expansão do crédito viabilizou uma alta ainda maior do consumo e o surgimento da "nova classe média". O lucro de empresas e bancos subiu, atraindo mais investimento e elevando as receitas públicas, dessa forma viabilizando mais gastos com os projetos favoritos dos políticos.

Até aí tudo bem. O problema foi não se entender que esse modelo não poderia se sustentar indefinidamente. A contínua apreciação do real, fundamental para que as famílias ficassem mais ricas, comprometia a competitividade da indústria. As dívidas, contraídas em volumes crescentes, um dia precisariam ser pagas. Os preços das exportações não iam subir para sempre, nem os resultados externos poderiam piorar indefinidamente sem gerar uma crise externa. E sem reformas não havia como sustentar o crescimento quando o exército de desempregados se esgotasse.

Quando começaram a surgir os primeiros sinais de esgotamento desse modelo, a política econômica, em vez de corrigir os desequilíbrios, introduziu novos incentivos para manter a dinâmica anterior. Foi então que se adotou, ao final de 2011, a "nova matriz econômica".

Basicamente essa consistiu na redução dos juros, tanto pelo Banco Central, começando com a surpreendente decisão de cortar a Selic em 31/8/2011, como nos bancos comerciais, sob a liderança do BB e da Caixa. A política fiscal ficou ainda mais expansionista, com o abandono das metas de superávit primário, apenas cumpridas, pro forma, via "contabili-

dade criativa". O crédito dos bancos públicos aumentou a taxas extraordinárias, mais do que compensando a retração das instituições privadas.

No campo microeconômico, a "nova matriz" compreendeu um aumento do intervencionismo estatal, via seleção de "campeões nacionais" e a pressão sobre as tarifas nos setores de infraestrutura.

A dúvida é se a maré vazará rápido o bastante para mudar a política econômica antes das eleições

Tudo isso reduziu ainda mais o potencial de crescimento. Como a "nova matriz" é essencial e reconhecidamente uma política de fomento ao consumo, as pressões inflacionárias aumentaram. A reação foi outra vez insistir na política em curso. Em vez de apertar as políticas monetária e fiscal, essas se tornaram ainda mais expansionistas. O intervencionismo estatal também aumentou. Adotou-se um regime parcial de controle de preços, com o uso de isenções tributárias e a compensação financeira de empresas e governos que limitassem os aumentos de preços.

Em tempos normais os mercados teriam reagido mal. Mas os tempos não eram normais. Após a crise de 2009, os termos de troca brasileiros melhoraram significativamente, com o preço das exportações subindo 48%, em dólares, entre 2009 e 2011. Isso permitiu que as importações crescessem ainda mais, sem pressionar demais as contas externas. Além disso, o Fed e os bancos centrais europeus e japonês aumentaram muito a liquidez internacional. O interesse por ativos brasileiros explodiu, viabilizando uma queda do juro longo.

Como diz Warren Buffet, "só quando a maré baixa é que se sabe quem estava nadando sem roupa". A normalização monetária nos EUA, ainda que muito no início, já baixa a maré da liquidez internacional. Pela reação dos preços de ativos brasileiros, como ações, moeda e títulos de renda fixa, o mercado se questiona com que roupa estávamos surfando a cena internacional. A euforia já não é a mesma, mostram as ruas. A dúvida é se a maré vazará rápido o bastante para mudar a política econômica antes das eleições.

Armando Castelar Pinheiro é coordenador de Economia Aplicada do IBRE/FGV e professor do IE/UFRJ. Escreve mensalmente às sextas-feiras.

Frase do dia

"Período prolongado é um período prolongado".

Do presidente do Banco Central Europeu, Mario Draghi, após reunião do banco, ao evitar fixar um calendário para que as taxas de juros permaneçam baixas, como pretende a autoridade monetária. Pela primeira vez, o BCE quebrou a tradição de não se comprometer previamente com determinado nível de juros e deu orientação sobre seus passos futuros

Cartas de Leitores

Nova democracia

O que ocorreu no Egito não foi golpe, foi a correção de um erro democrático. O mesmo povo que elegeu o presidente quis removê-lo, mas na democracia clássica falta o instrumento para isso. O que vemos hoje pelo mundo são inúmeros erros democráticos que mostram a necessidade de se criar uma Nova Democracia. Tudo se origina do voto, é óbvio. Há gente demais votando e a maioria adota critérios emocionais para votar.

A democracia mundial está em crise. Há um círculo vicioso na medida em que a busca de votos exige inclinação populista. Países outrora bem sucedidos estão sucumbindo ante o populismo democrático. Há que melhorar, qualificar e valorizar o voto. No Brasil, para começar, é preciso torná-lo facultativo.

Gilberto Dib
e-mail@dominio.com.br

Rio Grande do Sul
A matéria "O berço gaúcho da 'contabilidade criativa'", publicada na página A16 da edição de 3/7 contém informações infundadas sobre a gestão fiscal no Estado e na prefeitura de Porto Alegre.

Quanto ao Rio Grande do Sul, foi no primeiro mês da gestão de Olívio Dutra (1999-2002) que foi paga a primeira das 360 parcelas da dívida pública renegociada com a União.

Foi neste governo que o Estado optou por não se desfazer do Banrisul, arcando inclusive, com as penalidades financeiras, aumentando o pagamento da dívida. Decisão que agora se revela absolutamente acertada. Hoje, o Banrisul é um dos poucos bancos estaduais que restaram, sendo o maior do Brasil, sólido, com ações negociadas no mercado e com papel importante no desenvolvimento regional.

Chamar de artifício a anulação de restos a pagar é desconhecer as definições da própria Lei de Responsabilidade Fiscal. Além disso, se a despesa não tinha sido efetivamente realizada, no período a que foi prevista, é princípio básico estornar a sua contabilização. Se esta permanecesse, por outro lado, estaríamos aumentando artificialmente o déficit fiscal.

Odir Tonollier,
Secretário da Fazenda do Rio Grande do Sul.

Discutir os royalties
Toda a verba para a saúde e educação é bem vinda. Disponibilizar dinheiro dos royalties do petróleo para a saúde e educação, como agora faz o nosso Senado, é ótimo. Mas a sociedade tem que ficar atenta, pois os royalties na lei de FHC, 9478/96 representam 10% do petróleo; e no pré-sal lei 12.351/10, 15%. É preciso que a sociedade saiba para onde vai o elefante, o grosso do petróleo. É obrigação da presidente da República discutir toda geopolítica do petróleo com a sociedade. Discutir somente os royalties é discutir apenas o rabo do elefante!

Emanuel Cancellia
emanuelcancellia@uol.com.br

Correspondências para Av. Francisco Matarazzo, 1.500 - Torre New York - CEP 05001-100 - Água Branca - SP ou para cartas@valor.com.br, com nome, endereço e telefone. Os textos poderão ser editados.

Não se pode criar brechas que ameacem o sistema financeiro mundial. Por **Kevin P. Gallagher**

EUA como geradores de risco mundial

A economia americana continua a enfrentar dificuldades para se recuperar da maior crise financeira desde a crise de 1929. Assim, a última coisa que se esperaria que o governo americano fizesse seria se empenhar em políticas que dão margem à ocorrência de riscos graves nos mercados financeiros, mais uma vez. Mas é exatamente isso o que está acontecendo.

Apesar da atenção dedicada à diminuição [da compra de títulos que caracteriza o afrouxamento quantitativo] por parte do Federal Reserve (Fed, o BC americano), o que vem concentrando o interesse de Washington é uma coisa bem diferente. O governo americano está exercendo enorme pressão sobre a Comissão de Negociações com Futuros de Commodities (CFTC, pelas iniciais em inglês). Se formuladores de políticas públicas preocupados — e a opinião pública de forma geral — não agirem rapidamente para fazer frente a essa pressão, o desastrosos passado — um setor financeiro possuído de fúria assassina — pode não ser apenas o futuro nacional dos Estados Unidos, mas nosso futuro mundial conjunto.

Como isso é possível? Embora o congresso americano tenha aprovado a lei Dodd-Frank, de reforma financeira, alguns anos atrás como um bastião contra novas ocorrências de crises financeiras, a lei, na verdade, deixou a maior parte das decisões fundamentais — a efetiva regulamentação detalhada, destinada a controlar o setor financeiro — para mais tarde.

No centro de toda essa questão está Gary Gensler, ex-sócio do Goldman Sachs, que é atualmente o presidente da CFTC. Gensler é uma das poucas autoridades capazes de dizer, com credibilidade, que, após trabalhar no olho do furacão por muitos anos, está empenhado em retificar os fatores que, pelo que sabe, são realmente alarmantes na casa das caldeiras do setor financeiro americano.

Mas as coisas se voltam contra ele. O desequilíbrio fundamental que está no cerne dessa questão não é apenas muito irritante como também profundamente antidemocrático. Basta examinar os números. A Sunlight Foundation detectou, num estudo divulgado no ano passado, que Wall Street se reuniu 1.298 vezes com autoridades do governo para influenciar as novas normas. Em acentuado contraste, grupos de



Por que os parlamentares encarregados de regulamentar a Lei Dodd-Frank cogitam deixar o setor financeiro americano operar sem regulamentação no exterior? Estaríamos apenas pedindo para a próxima crise acontecer?

defesa dos interesses da sociedade civil conseguiram apenas articular 242 dessas reuniões. Foram vencidos, em poder de fogo, por um fator de 5 para 1.

Mas esse inquietante desequilíbrio do processo político americano tem consequências que ultrapassam em muito as fronteiras do país. O setor financeiro americano ainda ocupa uma posição hegemônica em termos mundiais, ao fixar muitos dos padrões e práticas em vigor. O G-20 e o Conselho de Estabilização Financeira também prometeram que países poderosos como os Estados Unidos cuidarão para que os impactos mundiais da regulamentação nacional de suas leis sejam levados em consideração.

Mas agora os Estados Unidos poderão abrir uma brecha na lei Dodd-Frank que permitirá que muitas das operações mundiais fundamentais dos bancos americanos fiquem inteiramente isentas de regulamentação.

O primeiro golpe nesse sentido ocorreu no ano passado. Muito sem alarde, quando o Congresso americano gozava seu receso de Ação de Graças, o departamento do Tesouro dos Estados Unidos isentou swaps cambiais e contratos futuros de câmbio das regulações.

Que importância isso tem para a opinião pública americana e mundial? Afinal, quando os bancos americanos que operam no

exterior, e em lugares como a Coreia do Sul, vendem derivativos cambiais para exportadores, isso lhes permite se proteger (por operações conhecidas como "hedge") do risco cambial. Soa bastante inofensivo.

No entanto, quando a última crise financeira ocorreu, houve tamanha fuga de capitais dos mercados emergentes, de volta para os Estados Unidos, que muitas dessas posições foram rapidamente desfeitas — para grande prejuízo dessas economias. São os efeitos de transmissões gigantescas — e mundiais — dos mercados financeiros atuais, estreitamente integrados.

Inabaláveis, essas mesmas operadoras do mercado de derivativos cambiais voltaram a entrar em acelerado ritmo de atividade na esteira da crise financeira mundial. Os fundos de hedge e os grandes bancos se engajaram no "carry trade". Eles tomavam empréstimo em dólares, a taxas de juros muito baixas, e investiam nas moedas de um amplo espectro de países, desde Coreia do Sul, Brasil, Chile, Colômbia, México, África do Sul, Indonésia, até a Tailândia.

Profissionais financeiras como são, elas desenvolveram em seguida carteiras de derivativos cambiais com posições vendidas em dólar e compradas nas moedas. Isso alimentou a valorização da taxa de câmbio e a formação

de bolhas de ativos que são parte da causa da desaceleração dos mercados emergentes. Agora que o Federal Reserve estuda reduzir sua política de afrouxamento quantitativo, o capital está se evadindo dos mercados emergentes, causando a depreciação das taxas de câmbio e a alta do endividamento. Até aqui, trata-se de uma história conhecida. Engenheiros financeiros, em grande medida por meio de empresas americanas, geram graves reações na economia real. E se prejudicam, também. O Citigroup, um banco grande demais para quebrar, poderá perder US\$ 7 bilhões em mercados de derivativos cambiais se o dólar se valorizar, num momento em que o capital volta a tomar o rumo dos Estados Unidos.

E o próximo golpe regulatório pode ocorrer a qualquer momento. A CFTC e a Securities and Exchange Commission (SEC, o órgão regulador do mercado de capitais americano) estão agora estudando a possibilidade de isentar essas mesmas subsidiárias no exterior e filiais de fundos de hedge e grandes bancos sediados ou com participações nos Estados Unidos que elaboraram pacotes de derivativos no exterior.

Isso seria desastroso para países de mercados emergentes e em desenvolvimento que tentam manter a estabilidade financeira para se desenvolver.

A Coreia do Sul e o Brasil, deve-se reconhecer, criaram suas próprias regulamentações de derivativos cambiais, mas os mercados emergentes não podem arcar sozinho com o ônus de regulamentar um mercado que movimenta US\$ 4 trilhões ao dia.

Gary Gensler, presidente da CFTC, disse que, se essas regras forem suprimidas da regulamentação da lei, os fundos de hedge poderão escapar às normas "sentando praça num lugar no exterior, mesmo se não passar de uma Caixa Postal numa ilha tropical".

Gensler precisa que a maioria dos membros da comissão o ajude a fechar essa brecha até o dia 12. O tempo está se esgotando. O mundo não pode se dar ao luxo de criar grandes brechas capazes de ameaçar o sistema financeiro mundial mais uma vez. (Tradução de Rachel Warszawski)

Kevin P. Gallagher é codiretor da Iniciativa Global de Governança Econômica da Universidade de Boston e copresidente da força-tarefa Pardee para a Regulamentação dos Fluxos de Capitais Globais e o Desenvolvimento