

Revista de Conjuntura

ANO XIV • Nº 57 • setembro/dezembro de 2015
janeiro/abril de 2016

Publicação do Conselho Regional de Economia do Distrito Federal

ARTIGOS

**Uma visão crítica do
"O Capital no Século XXI"**

Luiz Zottmann

Conversibilidade à chinesa?

Maria Celina Berardinelli Arraes

**Uma síntese da Teoria dos Ciclos
Econômicos e como ela ajuda a
entender a presente crise brasileira**

Antônio Elias Silva e Daniel Marchi

**A crescente presença dos
investimentos chineses no Brasil**

José Nelson Bessa Maia

**Cenário do comércio e serviços
e outros indicadores do
Distrito Federal**

José Eustáquio Moreira de Carvalho

**Crescimento econômico:
o caminho para a prosperidade.**

Eduardo Almeida Teles

Macroeconomia & Educação Financeira

Victor José Hohf

Banco Central independente do Brasil

Luiz Fernando Victor

**A Crise Econômica Brasileira
de 2015 e 2016**

José Luiz Pagnussat

**Flexibilização da Taxa de Juros com
Persistência Inflacionária !?**

*Eduardo Velho
Geraldo Góes*

A CRISE ECONÔMICA E A NECESSIDADE DA RETOMADA DO CRESCIMENTO





DC Prêmio SOT de Monografias

TEMAS

- Qualidade do Gasto Público
- Aperfeiçoamento do Orçamento Público

PREMIAÇÃO POR TEMAS

1° colocado - R\$ 20.000,00

2° colocado - R\$ 10.000,00

3° colocado - R\$ 5.000,00

Certificado • Publicação da Monografia

INSCRIÇÕES E ENTREGA DOS TRABALHOS

de 17 de março a 22 de agosto de 2016, Via SEDEX.

INFORMAÇÕES

Fone: (61) 3412-6018

premio-sof.df.esaf@fazenda.gov.br

www.orcamentofederal.gov.br

APOIO



PATROCÍNIO



REALIZAÇÃO



IDEALIZAÇÃO



Ministério do
Planejamento





Índice

Revista de
Conjuntura

Publicação do Conselho Regional de
Economia do Distrito Federal

ANO XIV • Nº 57 • setembro/dezembro de 2015
janeiro/abril de 2016

Nesta edição

- | | |
|--|---|
| <p>Uma visão crítica do
"O Capital no Século XXI" 03
<i>Luiz Zottmann</i></p> | <p>Crescimento econômico:
o caminho para a prosperidade. 29
<i>Eduardo Almeida Teles</i></p> |
| <p>Conversibilidade à chinesa? 07
<i>Maria Celina Berardinelli Arraes</i></p> | <p>Macroeconomia &
Educação Financeira 32
<i>Victor José Hohlf</i></p> |
| <p>Uma síntese da Teoria dos Ciclos
Econômicos e como ela ajuda a
entender a presente crise brasileira 14
<i>Antônio Elias Silva e Daniel Marchi</i></p> | <p>Banco Central
independente do Brasil 36
<i>Luiz Fernando Victor</i></p> |
| <p>A Crescente Presença dos
Investimentos Chineses no Brasil 19
<i>José Nelson Bessa Maia</i></p> | <p>A Crise Econômica Brasileira
de 2015 e 2016 45
<i>José Luiz Pagnussat</i></p> |
| <p> Cenário do comércio e serviços
e outros indicadores do
Distrito Federal 26
<i>José Eustáquio Moreira de Carvalho</i></p> | <p>Flexibilização da Taxa de Juros
com Persistência Inflacionária !? 51
<i>Eduardo Velloso
Geraldo Góes</i></p> |

As opiniões expressas nos artigos e entrevistas são de
responsabilidade exclusiva de seus autores e entrevistados e
não refletem necessariamente a do Corecon/DF.

Editor responsável

José Luiz Pagnussat

Conselho editorial

Carlos Eduardo de Freitas
Elder Linton Alves de Ataíde
José Fernando Cosentino Tavares
José Roberto Novaes de Almeida
Humberto Vendelino Richter
Maurício Barata de Paula Pinto
Newton Ferreira da Silva Marques
Mario Sérgio Fernandez Sallorenzo
Jusçanio Umbelino de Souza
Jucemar José Imperatori
Carlito Roberto Zanetti
Júlio Miragaya
Felipe Ohana
Geovana Lorena Bertussi
Eloy Corazza

Equipe CORECON/DF

Gerente Executivo

Angeilton Francisco de Lima Faleiro

Assessores

Daniel dos Passos Soares
Marianne Dias Pereira

Fiscal da Profissão de Economista

Elisângela Cavalcante Resende Fonseca

Profissionais de Apoio ao Economista

Ísis de Oliveira Rodrigues
Jamildo Cezário Gomes
Jaqueline de Fátima Pinheiro
Michele Cantuária Soares
Wallace Santos Pires

Tiragem: 3.600

Periodicidade: Quadrimestral

As matérias assinadas por colaboradores não refletem, necessariamente, a posição da entidade. É permitida a reprodução total ou parcial dos artigos desta edição, desde que citada a fonte.

CONSELHO REGIONAL DE ECONOMIA DA 11ª REGIÃO - DF

Presidente

Maria Cristina de Araújo

Vice-presidente

Ronalde Silva Lins

Conselheiros efetivos

Carlito Roberto Zanetti
Bento de Matos Félix
Jucemar José Imperatori
César Augusto Moreira Berço
Maria Cristina de Araújo
Mônica Beraldo Fabrício da Silva
Ronalde Silva Lins
José Luiz Pagnussat
George Henrique de Moura Cunha
Jusçanio Umbelino de Souza
Roberto Bocaccio Piscitelli

Conselheiros suplentes

Gilson Duarte Ferreira dos Santos
José Roberto Novaes de Almeida
José Eustáquio Moreira de Carvalho
Geovana Lorena Bertussi
Mário Sérgio Fernandez Sallorenzo
Flauzino Antunes Neto
Victor José Hohll
Elder Linton Alves de Araújo
Newton Ferreira da Silva Marques
Luciana Acioly da Silva
Marcela Araújo Silva
Eloy Corazza

Delegado Eleitor-Efetivo

Carlos Eduardo de Freitas

Delegado Eleitor-Suplente

Carlito Roberto Zanetti
End.: SCS Qd. 04, Ed. Embaixador, Sala 202
CEP 70.300-907 – Brasília/DF
Tel: (61) 3225-9242 / 3223-1429
3964-8366 / 3964-8368
Fax: (61) 3964-8364
E-mail: corecondf@corecondf.org.br
Site: www.corecondf.org.br
Horário de funcionamento: das 8h às 18h
(sem intervalo)

Editorial

Esta edição da Revista de Conjuntura dedica homenagens ao Economista Fábio Barbosa e ao Professor da FACE (Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia) da UnB, Luiz Fernando Victor, e registra, com grande pesar, o falecimento desses dois profissionais de destaque na área de Economia.

Fábio Barbosa nasceu em Uberaba (MG) em 1960, era Economista, Economista do Corecon-DF, com Mestrado em Economia pela UnB e especialização em Política e Programação Financeira no FMI. Foi servidor público desde 1984, trabalhou nos Ministérios de Indústria e Comércio, do Trabalho e do Planejamento, no Ipea e no governo do Paraná. Ocupou vários cargos importantes; entre outros, foi Secretário do Tesouro Nacional, Diretor-Executivo de Finanças e Relações com Investidores da Vale e assessor da Diretoria Executiva do Banco Mundial, em Washington. Foi presidente de Conselhos de Administração da antiga Caemi e do Banco do Estado de São Paulo, além de ter sido integrante de conselhos de administração de empresas como o Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, BM&F Bovespa e Companhia Siderúrgica de Tubarão. Foi um profissional de destaque em todas as atividades que realizou, deixando sua marca de competência e muitos amigos.

O Professor Luiz Fernando Victor foi professor da FACE/UnB. Era um dos grandes especialistas sobre o sistema financeiro e grande conhecedor da história da dívida externa brasileira. Veio para Brasília com Darcy Ribeiro em 1961, participou da inauguração da UnB em 1962. Sofreu perseguição política nos anos de ditadura, retornando à UnB nos anos 1980, onde ficou até a aposentadoria. Foi presidente do BRB (Banco Regional de Brasília) e do Banestes (Banco do Estado do Espírito Santo). Nesta edição da Revista de Conjuntura, publicamos parte de um artigo em que o professor propõe ampla reformulação no Sistema Financeiro Nacional. O texto foi produzido a partir de extensa análise da experiência de diversos países. Fica o convite para a leitura deste texto, que tem o título “Banco Central Independente do Brasil”, e de outros textos seus, publicados ao longo da história da Revista de Conjuntura, com grandes ideias para reorganizar o sistema financeiro e monetário brasileiro.

Nesta edição, destacam-se ainda, os artigos do Professor Luiz Zottmann – Uma visão crítica do “O Capital no Século XXI”; da Economista Maria Celina Berardinelli Arraes, “Conversibilidade à chinesa?”; do Economista José Nelson Bessa Maia, “A Crescente Presença dos Investimentos Chineses no Brasil”; entre outros. Convidamos os Economistas para ler os excelentes artigos da Revista e enviar suas notas ou artigos para as próximas edições.

Convidamos, ainda, os Economistas, estudantes e demais profissionais, que se interessam pelos temas de conjuntura econômica, a participarem das reuniões de conjuntura, que ocorrem nas manhãs do último sábado de cada mês, e das reuniões temáticas realizadas periodicamente à noite.

Participem e tragam suas contribuições.

ARTIGO

Uma visão crítica do “O Capital no Século XXI”

Luiz Zottmann¹

Resumo

Este artigo é voltado ao exame crítico do livro “O Capital no Século XXI”, abarcando as principais hipóteses adotadas no seu arcabouço teórico, o exame dos juízos de valor nela empregados, as conclusões apresentadas e até as recomendações formuladas em relação ao seu tema central.

I – Introdução

Várias são as dimensões sob as quais se pode analisar essa instigante e oportuna obra de Thomas Piketty. Aqui trataremos de apenas cinco delas. A dimensão do arcabouço teórico, a dos juízos de valor do autor, a da representatividade e consistência dos dados estatísticos utilizados, a das conclusões e, finalmente, as das recomendações sobre o tema principal.

II – Sobre o arcabouço teórico

Por conta do modo de Piketty encarar a questão, o primeiro aspecto a se mencionar é que, na formulação do modelo teórico, ele adotou, implícita ou explicitamente, várias hipóteses simplificadoras cruciais à validade do seu modelo e que são, no mínimo, questionáveis.

Entre elas, as que dizem que:

1. a relação capital produto não afeta positivamente a taxa potencial de crescimento da economia (g) e nem negativamente a rentabilidade média do capital (r);
2. todos os bens duráveis de consumo fazem parte do estoque de capital;
3. no mundo só há capitalistas e empregados, e que as pessoas, geração após geração, continuarão a ser capitalistas, se descendentes de capitalistas, e trabalhadores, se descendentes de trabalhadores;
4. o mundo começa já tendo um estoque de capitalistas, surgidos não se sabe de onde;
5. o crescimento do número de capitalistas e de

- trabalhadores é irrelevante para a distribuição da renda entre o capital e o trabalho;
6. o exame da variação relativa da repartição global da renda entre o capital e o trabalho seja suficiente para comprovar a teoria da concentração da renda e da poupança;
7. os rentistas e proprietários de bens duráveis auferem renda sem que participem do processo produtivo;
8. as poupanças dos capitalistas se convertam automaticamente em investimentos, não havendo, portanto, o fenômeno do entesouramento;
9. a taxa de mortalidade das empresas não afeta o nível de poupança;
10. a transmissão de bens e valores por herança não seja tributada e nem que implique em perda de valor de mercado dos bens herdados;
11. as heranças sejam destinadas sempre a um herdeiro só;
12. a existência do Estado não altere a distribuição da renda entre o capital e o trabalho;
13. as políticas públicas, como as de promoção ao desenvolvimento e de redução da inflação, entre outras, não afetam a taxa média de rendimento do capital (r), a taxa de crescimento da renda (g), e
14. a dívida pública só beneficia os seus financiadores.

Como o relaxamento de qualquer uma dessas hipóteses é suficiente para mostrar o irrealismo do modelo, segue-se que seu uso na obra é meramente ilustrativo. Assim, não chega a ser surpresa que todas as conclusões alcançadas por Piketty nesse livro tenham dependido da interpretação que deu à evidência empírica que apresentou e a seus juízos de valor. Entre eles que o princípio da cumulatividade da poupança seja, se não a única, a mais importante causa das desigualdades na distribuição da renda.

Essa me parece, aliás, a razão principal dele ter concentrado toda a sua argumentação apenas na evolução da parcela da renda apropriada pelo decil/cartil superior na escala de rendimentos. Só que esse indicador não é suficiente nem para dizer o que se passa na

¹ Ph.D pela Columbia University, Nova York. luiz.zottmann@gmail.com

distribuição de renda entre os que se situam entre os dez ou um por cento mais ricos.

III – Sobre os juízos de valor

Como em grande parte das obras sobre a economia, esta também está bastante impregnada de juízos de valor do autor. Alguns explícitos e relativos a princípios morais e éticos. Outros implícitos, mas revelados, na escolha do assunto pesquisado, no título da obra e até nas hipóteses consideradas.

No que se refere ao assunto, Piketty escolheu o estudo da evolução da distribuição da renda nos países mais desenvolvidos, porque considera que esse assunto deveria voltar a ser o centro do debate econômico, pelo menos naqueles países.

E mais, por entender que quando desigualdade da distribuição da renda for superior a que foi definida no art. 1 da Declaração dos direitos do Homem e do Cidadão, feita em 1789, ela foi e será a grande ameaça ao capitalismo e à democracia (diferentemente do que pensa Gregory Mankiw (2015)). Vale dizer, as desigualdades que não atendam ao princípio da **utilidade comum**, qualquer seja o sentido que se dê a essa expressão.

Entende, também, como moralmente defensável a tributação confiscatória da renda, sem se preocupar com o destino que o Estado dará a esses recursos.

Implicitamente admite assim que o confisco de renda e riqueza pelo Estado seja solução superior a quaisquer outras alternativas, inclusive a das doações.

Considera insuficientes os princípios dos diferentes sistemas tributários e fiscais existentes, a despeito de sua progressividade e o uso das transferências governamentais, tanto de recursos monetários como por subsídios, nas áreas de educação, saúde, transporte público e consumo de energia, entre outros.

Não vê nos investidores passivos (os rentistas) nenhum mérito econômico, principalmente se financiarem o déficit público. Os considera parasitas das nações.

Acredita também que a desigualdade da renda tenha sido a única, se não a mais importante causa do surgimento da crise financeira de 2008 nos USA.

IV – A representatividade e consistência dos dados estatísticos

Pela diversidade de dados, dos conceitos usados, da diversidade de fontes e pelo prolongado período coberto na análise, muitas das conclusões de Piketty podem ser objeto de sérias contestações, como ressaltado, por ele mesmo, e por autores como Auerbach & Hassett (2015), David Weil (2015) e Rodrigo Constantino (2014).

É o caso específico dos dados relativos à rentabilidade do capital (r), à taxa de crescimento da renda (g) e da parcela de renda apropriada pelos mais ricos.

Quanto ao primeiro grupo, o problema deriva da falta de compatibilidade entre o conceito adotado para a medição dos bens de capital, a forma utilizada para calcular a taxa de rendimento do capital e os critérios usados pelos órgãos responsáveis pelos cálculos da Renda Nacional.

De fato, entre os bens de capital que Piketty arrola, figuram imóveis residenciais, veículos e vários outros bens duráveis que não produzem rendas monetárias. Portanto, não são captadas pelos dados das Contas Nacionais (e nem compensados nos cálculos da rentabilidade do capital). Assim, o estoque de capital está fortemente superestimado.

Quanto à medição da parcela da renda apropriada pelos mais ricos, o problema está no fato de Piketty não ter levado em conta que essa medida tanto é afetada pela medição do número de pessoas quanto do montante da renda apurada. Por isso, a simples evolução da parcela da renda por eles apropriadas não é suficiente para que se possa fazer qualquer afirmação sobre o que se passa com a distribuição da renda, até mesmo naquele restrito extrato da sociedade.

Para ser coerente, deveria, no mínimo, ter examinado a hipótese dessa evolução ter sido causada pelo crescimento desproporcionalmente baixo da população nesse extrato. O que diga-se de passagem, parece ter ocorrido em vários momentos do horizonte temporal por ele analisado.

V – Sobre as principais conclusões.

Dado o elevado número de assuntos abordados e analisados, há no trabalho de Piketty muitas conclusões a serem consideradas. Aqui, nos deteremos nas três principais.

Ao mostrar que a evolução da distribuição da renda pode ser ora convergente e ora divergente, Piketty reuniu argumentos suficientes para concluir que, de fato, em relação à distribuição da renda, deve-se desconfiar de qualquer argumento proveniente do determinismo econômico. Discordou assim das previsões de Marx.

O mesmo não ocorre, porém, com a conclusão de que não haja um processo natural para impedir que prevaleçam as forças desestabilizadoras. Com efeito, dependendo do que se entenda por espontâneo ou natural há pelo menos seis forças que trabalham para a convergência na distribuição da renda. A primeira é a da correlação positiva do crescimento relativo do estoque de capital e a taxa de crescimento da renda (g). A segunda, é a da correlação negativa entre o estoque

relativo de capital e a taxa média de retorno dos investimentos (r). A terceira é a da taxa de mortalidade das empresas, que implica perda de capital. A quarta é a pulverização do capital social das empresas propiciada pelos investimentos dos fundos de aposentadoria. A quinta é a da fase de disseminação do progresso tecnológico. A sexta é a do contínuo processo de elevação da qualificação da mão de obra.

Outra conclusão discutível é a de que a dívida pública é apenas um instrumento a serviço do capital privado. É que, antes de mais nada, é preciso considerar que ela se destina a evitar que os déficits públicos sejam cobertos pela emissão de moeda, o que tende a ser inflacionário. E mais, que muitas vezes, representa a contrapartida das transferências de renda e dos subsídios concedidos aos mais pobres.

VI – Observações sobre algumas das implicações de suas recomendações.

Uma das consequências das recomendações de Piketty é a de que, com a taxação confiscatória das grandes fortunas, o Estado tende a ser, se já não o for, o maior proprietário de bens e recursos naturais, transformando aqueles que representam e falam em seu nome (sejam eles reis, imperadores, caudilhos, ditadores, ou mesmo governantes eleitos) em seres cuja capacidade de consumo não se mede pela sua renda monetária pelo exercício da função, mas sim pelo volume de bens e serviços que o Estado coloca à sua disposição.

Com efeito, no Brasil, não há pessoa que tenha maior capacidade de consumo do que a que ocupa o cargo de Presidente da República, embora a sua remuneração monetária seja relativamente baixa.

Ademais, os governantes são a única categoria funcional que tem o direito de determinar a sua própria remuneração, direta e indireta, e se concederem o direito de usar gratuitamente serviços privados, nas áreas de saúde e de transporte. E mais, de instituírem regime previdenciário próprio aos quais, em muitos casos, não contribuem.

Independentemente dessas questões, é preciso que se leve em conta que o imposto confiscatório sobre a renda do decil superior na distribuição de renda só não afetará os investimentos privados e o crescimento do PIB se :

VI.1 a tributação confiscatória incidir precisamente e apenas sobre financiadores da dívida pública (na exata proporção de seus créditos) e

VI.2 as grandes fortunas não estejam exercendo mais nenhum papel na economia (única hipótese em que sua redução por tributos confiscatórios não afetará nem o consumo e nem os investimentos).

Um aspecto interessante da hipótese VI.1 é que, se ela ocorrer, o problema da dívida pública simplesmente deixaria de existir. Isto porque dispensaria o fluxo de recursos entre o devedor e o prestador. É que nesse caso todo o financiamento da dívida seria feito pelo seu próprio credor. Nesse caso, ela não seria mais do que um simples registro contábil.

Em relação à VI.2, é importante considerar que, para que essa tributação confiscatória não afete a economia, necessário seria haver sobra de capitais. Vale dizer, que a poupança estivesse sendo realizada meramente pelo entesouramento de moeda.

VII – Sobre as causas da insatisfação popular

Ao se referir à insatisfação da população, Piketty usa como exemplos os problemas ocorridos no velho mundo nos primórdios da revolução industrial, quando a expansão da produção e da geração de emprego ficaram aquém do crescimento da população urbana. Também se vale da revolta havida nas minas de Marikana (apenas em 2012, e não nos demais anos).

É curioso que se mostra relativamente surpreso pelo fato da revolução comunista ter ocorrido na Rússia e não na Inglaterra ou França, o que seria o mais provável se o problema fosse o da acumulação da riqueza promovido pelo sistema de economia de mercado e não pela incapacidade do sistema de gerar oportunidades produtivas para a população que migrava em larga escala do campo para as cidades.

Por outro lado, parece não levar em conta que é muito comum que insatisfação da população esteja ligada a problemas econômicos e sociais específicos, que nada têm a ver com a distribuição da renda. De fato, é comum a insatisfação com a carga fiscal, com a proporcionalidade da tributação direta e indireta, com a má qualidade dos serviços públicos, etc.

No Brasil, a leitura que parece mais adequada sobre a insatisfação de setores da sociedade, como sugerem as manifestações públicas mais recentes, é de insatisfação com a atuação do Estado na cobrança de tributos, na prestação de serviços e na lisura com que age.

De resto, há que se lembrar que até as manifestações de militantes de movimentos sociais mais conhecidos, como as das pessoas ligadas ao Movimento dos Trabalhadores sem Terra (MST) e ao Movimento dos sem Teto, pedem é a extensão da propriedade privada a elas. Essa é, aliás, a principal razão por tenderem a invadir apenas terras e imóveis que consideram ociosos e/ou improdutivo. Não é, portanto, um protesto contra o capitalismo.

Por fim se Piketty tivesse perguntado a si mesmo se uma pessoa com renda suficiente para atender a seus

próprios desejos de consumo teria alguma razão para se incomodar se a fatia de renda apropriada pelos 10 % mais ricos fosse, digamos, de 80% da renda nacional, qual teria sido sua resposta? Parece difícil dizer que diria se incomodariam sim. E você, diria o que ?

VIII – Considerações finais.

A despeito de todas essas restrições, a limitação maior que se pode fazer a esse estudo é a de Piketty não ter, primeiro, se dado conta que as explosões do desenvolvimento econômico ocorridas primeiro no novo mundo e, posteriormente, na milenar Ásia, são totalmente incompatíveis com suas teorias e conclusões. E segundo, por não ter especulado sobre as razões desses acontecimentos. Fossem válidas as suas conclusões, a Europa seria ainda hoje o centro do mundo e a sua aristocracia ocuparia os lugares de honra no decil dos mais ricos do planeta.

Também deveria ter levado em conta que a teoria da acumulação infinita não representa mais que uma das hipóteses para explicar a evolução da proporção da renda apropriada pelos mais ricos. Outras muitas existem.

Uma delas é essa concentração maior da renda pode ter resultado de favores do Estado, como o do financiamento subsidiado a grandes empresas, a reserva de mercado, etc. O que nada tem a ver com a economia de mercado. Teria a ver sim com privilégios aos amigos do Estado.

Outra é a da concentração de renda propiciada na primeira fase dos surtos de grandes inovações tecnológicas, quando geram monopólios temporários. A exemplo do que ocorre hoje no mundo da informática, da mídia e da prestação de serviços ao consumidor.

Por fim é importante notar que suas conclusões e recomendações dependem menos dos ensinamentos obtidos nas análises refletidas nesse livro do que às suas inclinações ideológicas. Assim, sofrem do viés de

correrem sempre no sentido de defender a maior intervenção direta do Estado na vida econômica dos países.

É o caso de suas recomendações em relação aos problemas econômicos atualmente enfrentados pela Grécia, que não se apoiam em nenhum dos argumentos usados na tese por ele defendida sobre os efeitos da concentração da renda.

Por último, cabe frisar que a despeito de todas as limitações apontadas, essa obra de Piketty veio para ficar.

Referências Bibliográficas

Auerbach, Alan J. E Hassett, Kevin, "Capital Taxation in the Twenty-First Century", *American Economic Review: Paper & Proceedings* 2015, 105(5), 38-42.

Constantino, Rodrigo, "Livro de Piketty estaria repleto de erros estatísticos", diz Financial Times", *Veja*, São Paulo 23/05/2014.

Mankiw, N. Gregory, "Yes, $r > g$. So What.", 2015, *American Economic Review, Papers & Proceedings* 2015, 105(5): 43-47.

Nogueira da Costa, Fernando, "Críticas ao Livro de Thomas Piketty, "O capital no século XXI", *Cidadania & Cultura*, 24/05/2014.

Piketty, Thomas, "O Capital no século XXI", tradução de Mônica Baumgarten de Bolle, Editora Intrínseca Ltda. Rio de Janeiro, 2014.

Weil, David N., "Capital and Wealth in the Twenty-First Century", *American Economic Review: Paper & Proceedings* 2015, 105(5).

Luiz Zottmann

luiz.zottmann@gmail.com



Ph.D pela Universidade de Columbia, em Nova York, é pesquisador sênior aposentado do IPEA. Foi professor do CENDEC/IPEA e da EPGE/FGV. No IPEA exerceu, entre outras, as funções de Coordenador das áreas de Planejamento Geral, de Energia e Mineração e da Comissão de Coordenação de elaboração do II PND. Ocupou ainda as funções de Assessor na Presidência da República, na Câmara de Deputados, e no Instituto Liberal do Rio de Janeiro.



ARTIGO

Conversibilidade à chinesa?¹

Maria Celina Berardinelli Arraes

setembro/desembro de 2015
janeiro/abril de 2016

7

Em 30 de novembro de 2015, a Diretoria Executiva do Fundo Monetário Internacional (FMI) decidiu incluir, a partir de 1º de outubro de 2016, a moeda chinesa (renmimbi) na cesta de moedas que determinam o valor dos Direitos Especiais de Saque (DES), com peso de 10,92%, portanto, com importância maior que o iene e a libra. Para acomodar a entrada do renmimbi, os demais pesos foram alterados, de 41,9% para 41,73%, no caso do dólar, de 37,4% para 30,93%, no caso do euro, de 9,4% para 8,33% para o iene, e de 11,3% para 8,09% para a libra. Note-se que a moeda que mais perdeu importância foi o euro.

A revisão do método de determinação do valor do DES é efetuada a cada cinco anos. A última revisão ocorreu em 2010 e concluiu que quatro moedas – dólar, euro, libra e yen, continuariam a fazer parte da cesta do DES. Nessa época, o renmimbi (RMB) não foi incluído, pois, apesar de satisfazer o critério de participação nas exportações mundiais, não foi considerado uma moeda livremente utilizável.

O Brasil, na primeira década do século XXI, vinha apresentando progressos que resultaram na inclusão do Real, juntamente com o RMB, em estudo do FMI, entre moedas de países emergentes (Renmimbi, Rupia indiana, Rublo russo, Rand sul-africano e Real) que poderiam ter importância regional e mesmo internacional. A recente decisão do Fundo de rever a composição da cesta de moedas e nela incluir o renmimbi, reconhecendo sua importância internacional, nos estimula a revisar a situação da moeda brasileira a título de comparação e melhor entendimento do tema.

Assim, esse artigo pretende esmiuçar os principais conceitos envolvidos no processo de internacionalização de uma moeda em conjunto com os requerimentos para sua inclusão na cesta do DES, exemplificando com o caso chinês e brasileiro.

Antecedentes

Com o objetivo de transformá-lo no principal ativo de reserva do sistema monetário internacional, os Direitos Especiais de Saque (DES) foram criados pelo FMI, em 1967, em reunião anual de Governadores do FMI, realizada no Rio de Janeiro. Com o regime de

câmbio fixo e paridade dólar-ouro, vigente à época, havia temor de escassez de dólares na economia internacional. Enquanto a acumulação de dólares por não residentes nos Estados Unidos obedecia à necessidade de liquidez internacional, esse processo afetava a capacidade de os Estados Unidos manterem a conversibilidade do dólar em ouro ao preço de 35 dólares por onça Troy e consequentemente influía na confiança no sistema vigente. Por outro lado, colocar fim aos déficits de balanço de pagamentos estadunidenses conduziria a uma situação de escassez de liquidez global, com consequências sobre as perspectivas de crescimento da economia americana e mundial. A solução proposta para esse problema (também chamado de “dilema de Triffin”) foi a criação dos Direitos Especiais de Saque².

De acordo com o Convênio Constitutivo do Fundo, o objetivo dessa iniciativa era o de atender às necessidades de longo prazo de reservas internacionais, completando os ativos de reserva existentes de maneira a evitar estagnação e inflação na economia mundial (Artigo XXIV).

O valor inicial do DES foi determinado em termos de uma quantidade fixa de ouro (0,888671 gramas de ouro fino), equivalente a um dólar americano. Em 1974, com a adoção da segunda emenda do FMI, que reconheceu a flutuação do valor das principais moedas mundiais, o valor do DES passou a ser determinado por uma cesta de moedas.

O método de valoração do DES tem sido relativamente estável e suas modificações estão ligadas a mudanças no papel das moedas, como ocorrido quando houve a introdução do euro, reconhecida na revisão do ano 2000. Nessa revisão, também houve alteração no método que introduziu a questão do uso das moedas nos mercados financeiros. Em 2005 e 2010, o método permaneceu inalterado.

Na oportunidade das revisões, avaliam-se os critérios de seleção de moedas para fazerem parte da cesta que determina o valor do DES, além de seu peso na cesta de juros que determina os juros pagos pelo DES. A última revisão ocorreu, em 2010, e concluiu que quatro moedas continuariam a fazer parte da cesta do

¹ Agradeço como sempre os comentários de Olavo Cesar da Rocha e Silva companheiro de estudos sobre sistema monetário internacional. Erros e omissões são de minha única responsabilidade.

² Mais detalhes em SOLOMON (1977).

DES – dólar, euro, libra e yen. Também foram ajustados os pesos relativos dessas participações. Nessa época, a China atingiu o critério de peso de exportações no comércio mundial, mas o renminbi (RMB) não foi incluído, pois não atendeu os demais critérios, como, por exemplo, a participação na composição das reservas internacionais dos países.

A inclusão de uma moeda na cesta do DES significa o reconhecimento da importância da economia emissora na economia global e da importância do uso dessa moeda em transações internacionais. Note-se que os termos moeda de livre uso (ou livremente utilizável), moeda internacional, moeda global, moeda conversível e abertura da conta de capitais muitas vezes têm sido utilizados como quase sinônimos. Na próxima seção, serão apresentadas definições que permitam identificar as interseções e diferenças entre esses conceitos.

1. Delimitação de conceitos

Conversibilidade

O conceito de conversibilidade está ligado à capacidade de comandar bens e serviços fora do território nacional, isto é, ao grau de facilidade de converter uma determinada moeda nacional em bens e serviços estrangeiros ou em outra moeda. Tal conceito sofreu contínua metamorfose, ao longo do tempo. De fato, diferentes definições de conversibilidade são viáveis em diferentes pontos do espaço e tempo, evoluindo conforme os sistemas cambiais. Não obstante, pode-se dizer que tais definições mantêm sempre três dimensões, diferentemente enfatizadas de acordo com as circunstâncias:

- **possibilidade de uso da moeda**, ou seja, facilidade com a qual a moeda é trocada por bens e serviços estrangeiros, o que corresponde, na prática, à ausência de restrições cambiais e/ou comerciais e existência de amplo mercado para bens e serviços. Esta dimensão estaria ligada a operações da conta de transações correntes do balanço de pagamentos;
- **possibilidade de transacionar com a moeda**, ou seja, facilidade de trocar a moeda por outra moeda, o que depende da existência de mercado no qual ela seja transacionada. Esta dimensão estaria ligada a operações da conta de capital do balanço de pagamentos; e,
- **valor de troca da moeda por bens e serviços ou por**

outra moeda, o que significa que a taxa de câmbio utilizada não difere substancialmente da taxa “oficial” ou de mercado.

O conceito de conversibilidade sob o sistema de taxas de câmbio flutuantes ficou mais fluido porque teve enfraquecido o seu aspecto de valor de troca que existia em outros sistemas de câmbio. A rigor, desde que sejam permitidas grandes variações nas taxas de câmbio, fica menos provável que os países lancem mão de restrições cambiais (ARRAES, 1994).

Moeda de livre uso (*freely usable currency*)

Os conceitos de moeda conversível foram praticamente eliminados do Convênio Constitutivo do FMI, após sua Segunda Emenda. Em contrapartida, foi introduzida uma definição de moeda livremente utilizável, no Artigo XXX (f), que enfatiza os aspectos de uso e transacionabilidade da moeda:

“Uma moeda de livre uso é a moeda de um país membro, que o Fundo determine que: (i) é de fato amplamente utilizada para fazer pagamentos em transações internacionais; e, (ii) é amplamente transacionada nos principais mercados de câmbio. (tradução livre)³”

Em outras publicações⁴, o FMI esclarece que uma moeda pode ser amplamente utilizada (*widely used*) e amplamente comercializada (*widely traded*), mesmo se estiver sujeita a algumas restrições na conta de capital do balanço de pagamentos do país emissor. Por outro lado, uma moeda que é totalmente conversível não é necessariamente amplamente utilizada e amplamente negociada, pois o seu uso depende basicamente da decisão de outros países, e não do país emissor, como acontece com a decisão de abertura da conta de capital, por exemplo. Uma moeda totalmente conversível pode facilitar seu uso e troca, mas não assegura a preferência, por não residentes, de utilizá-la em suas transações.

Moeda internacional e/ou global

A internacionalização de uma moeda se refere ao seu uso fora das fronteiras do país emissor, para compra de bens e serviços, e ativos financeiros por não residentes (KENEN, 2009, citado em INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2011). O processo de internacionalização é evolutivo e liderado pelo mercado, enquanto o conceito de conversibilidade está relacionado às condições oficiais de uso internacional de uma moeda, que podem ser afetadas por políticas governamentais.

³ *A freely usable currency means a member's currency that the Fund determines (i) is, in fact, widely used to make payments for international transactions, an (ii) is widely traded in the principal exchange markets.*

⁴ *It is notable that the concept of a freely usable currency concerns the actual international use and trading of currencies, and is distinct from whether a currency is either freely floating or fully convertible.* INTERNATIONAL MONETARY FUND, Oct. 2010 e INTERNATIONAL MONETARY FUND, Aug. 2015.

O Banco Central Europeu (BCE) avalia, anualmente, desde 2000, o papel internacional do euro⁵. Conceitualmente, entende que o papel internacional do euro está relacionado ao uso do euro em mercados globais e por residentes de países fora da área do euro. Cita como exemplo o uso do euro por não residente em pagamentos e em transações do mercado financeiro, com residentes ou com outros não residentes.

O BCE publicou documento, em 2009⁶, que introduziu o conceito de papel global das moedas. Segundo o documento, o conceito combina o uso doméstico e internacional (além-fronteiras) de uma moeda e desta maneira tenta capturar a importância das diferentes moedas em uma economia globalizada. A medida utilizada é baseada no tamanho e estágio de desenvolvimento da economia emissora, no tamanho e desenvolvimento de seus mercados financeiros e, ainda, no escopo e abrangência dos instrumentos financeiros disponíveis. Tenta refletir assim a importância de um país e relevância de sua moeda no sistema monetário internacional. O conceito compreende, por conseguinte, tanto a dimensão doméstica, quanto a internacional, e se desenvolve progressivamente podendo ser medido por indicadores de tamanho e de qualidade/estrutura financeira de um país e sua inserção na economia internacional.

Desde suas primeiras publicações sobre o tema, o BCE foi desenvolvendo a matriz de uso internacional de uma moeda, consolidando conceitos surgidos em trabalhos de vários economistas e instituições.

Quadro 1 – Matriz de uso de uma moeda internacional

Matriz dos teóricos	Uso Privado	Uso oficial
Meio de troca	Moeda veicular (vehicle currency)	Moeda de intervenção
Unidade de conta	Moeda de cotação	Moeda Ancora
Reserva de valor	Moeda de investimento e financiamento	Moeda de reserva de transações cambiais.
Matriz dos práticos	Uso nos mercados financeiros	Uso em terceiros países
	Mercado de dívida internacional	Ancora cambial e reservas de câmbio.
	Mercados de cambio	
	Moeda de faturamento	Uso como meio de pagamento ou moeda paralela

Sources: As mentioned in THIMANN (2009): Cohen (1971), Kenen (1983) for upper panel; ECB (2002) and subsequent editions for lower panel. ECB (2001, 2002, 2003, 2007), Review of the International Role of the Euro (annual editions).

A abordagem do BCE pode ser considerada a mais completa para a situação do sistema monetário internacional atual – um sistema onde várias moedas têm relevância internacional, e outras moedas têm um papel importante em transações internacionais e regionais. Em todos os casos, os indicadores utilizados são bastante semelhantes, e estão originalmente relacionados às funções clássicas de uma moeda, exercidas em ambiente internacional. A escolha da definição a utilizar vai depender do objetivo final da medida. Um caso específico é a inclusão da moeda na cesta que compõe o valor do DES, que leva em conta a participação no comércio mundial, nas reservas internacionais, nos depósitos de não bancos em bancos, emissão de títulos de dívida na moeda entre outros.

2. Os critérios para inclusão na cesta⁷.

Na construção do arcabouço operacional dos DES, o FMI tomou emprestado o conceito de moeda livremente utilizável, do seu Convênio Constitutivo. Tal conceito foi originalmente concebido para que os países que recebessem assistência financeira do FMI, nas moedas assim classificadas, pudessem utilizá-las diretamente para fazer face a suas necessidades de balanço de pagamentos. Como visto, uma moeda livremente utilizável deve ser: amplamente utilizada para fazer pagamentos internacionais (*widely used*) e amplamente comercializada nos mercados de câmbio (*widely traded*).

Widely used

O primeiro teste para a possível inclusão de uma moeda na cesta de valoração do DES é a participação de suas exportações no comércio mundial. Pode ser considerada uma condição necessária, mas não suficiente, para essa inclusão.

A partir desse ponto, verifica-se a importância da moeda: (i) como ativo componente das reservas internacionais oficiais dos países; (ii) na composição de depósitos mantidos em bancos internacionais por não bancos (dado acompanhado pelo BIS); e (iii) na composição dos títulos internacionais emitidos. Os dados do SWIFT para financiamento ao comércio também podem prover uma aproximação para a moeda de faturamento do comércio⁸.

⁵ EUROPEAN CENTRAL BANK, 1999 estabelece os aspectos conceituais iniciais envolvidos.

⁶ THIMANN (2009).

⁷ Esta seção está baseada no documento preparado pelo corpo técnico do FMI para avaliar a possibilidade de inclusão do renmimbi na cesta de valoração do DES, INTERNATIONAL MONETARY FUND (2015)

⁸ Esses dados de moeda de registro de cartas de crédito cobrem aproximadamente um sexto do total do comércio mundial, segundo INTERNATIONAL MONETARY FUND (2015).

O documento inicial preparado pelo FMI⁹ para análise do caso da moeda chinesa mostra que a área do Euro e os Estados Unidos continuam como os maiores exportadores mundiais, em média, no período 2010-2014. Se comparado com as médias calculadas para a última revisão, as participações americana e europeia diminuíram um pouco.

A China continua a ser o terceiro maior exportador, resultado que já havia atingido no período anterior sob análise, tendo inclusive reduzido a sua diferença com os Estados Unidos e a área do Euro. O Japão e o Reino Unido são, respectivamente, o quarto e quinto maiores exportadores. O grupo seguinte de países, Coreia, Cingapura, Canadá, Suíça e Rússia, tem resultados bem distantes dos líderes.

Quadro 2 – Exportações de bens e serviços Médias de 5 anos como percentual do comércio global

2005-2009			2010-2014		
Bilhões de DES	%		Bilhões de DES	%	
Área do Euro 1/	2.138	19,8	Área do Euro 1/	2.649	18,2
Estados Unidos	1.539	14,2	Estados Unidos	1.978	13,6
China 2/	872	8,1	China 2/	1.613	11,0
Reino Unido	780	7,2	Reino Unido	728	5,0
Japão	616	5,7	Japão	708	4,9
Canadá	341	3,1	Canadá	465	3,2
Coreia	296	2,7	Coreia	401	2,8
Cingapura	269	2,5	Cingapura	394	2,7
Suíça	269	2,5	Suíça	388	2,7
Rússia	268	2,5	Rússia	387	2,7
China continental	831	7,7	China continental	1.536	10,6

Fonte: International Monetary Fund. Review of the Method of Valuation of the SDR – initial considerations. August 3, 2015

1/ Comercio intra-euro excluído

2 Inclui China Continental, Hong Kong SAR e Macau SAR. Intra regiões excluído.

O FMI analisa os demais indicadores, utilizando algumas proxies, pois alguns dos dados tradicionalmente utilizados não estavam ainda disponíveis para a China de maneira comparável com os demais países. Assim, para medir a participação do RMB nas reservas oficiais, o FMI realizou um “survey” com 38 países representativos, e concluiu que o RMB figura somente como 1,1%. O nível aumentou entre 2013 e 2014, mas continua abaixo do dólar australiano e do canadense.

Similarmente, a China, atualmente, não informa o dado “international banking liabilities” ao Banco de Liquidações Internacionais (BIS). Por outro lado, a informação por outros países discriminando RMB é opcional. O BIS publicou uma estimativa de 1.9 % para a participação do RMB no total de depósitos em bancos internacionais por não bancos, ao final de 2014. O corpo técnico do FMI ainda está avaliando a compatibilidade desses dados com os dados dos outros países. Considerando esse resultado, o RMB estaria a par com o Yen japonês e o Franco suíço.

Os montantes de títulos internacionais de dívida “em ser” emitidos em RMB contribuíram com 0,6% do total, no primeiro trimestre de 2015, crescimento relevante, se considerado que, ao final de 2010, a participação era de somente 0,1 %. Já no caso das novas emissões, a participação atingiu 1,4%, a partir dos dados do BIS Quaterly Review¹⁰.

Widely Traded

Neste caso, o indicador mais completo é o publicado no “Triennial Central Bank Survey” do (BIS), para giro do mercado de câmbio (FX turnover), compilado por vários bancos centrais e com excelente cobertura de instituições e transações¹¹. Segundo o último relatório, as quatro moedas que compõem o DES são responsáveis por 80% do giro, com crescimento do dólar americano e do yen e queda no euro e libra. O RMB vem crescendo muito rapidamente, apesar de ter ficado atrás de outras moedas, além daquelas que já compõem a cesta do DES. Entretanto, como os dados são de abril de 2013, podem ser considerados desatualizados. O FMI concluiu que mesmo uma transação financeira considerada muito grande para seus padrões representaria somente 10% do valor de giro diário do RMB nos mercados de câmbio internacionais e, portanto, um país membro que receba RMB ao acessar a assistência financeira do Organismo, poderia utilizar a moeda chinesa sem afetar de maneira relevante o mercado.

Em suma, os dados preliminares da análise do FMI mostram que o tema é complexo e que deve ser avaliado por um amplo espectro de indicadores e mercados. Em todos os casos, o dólar americano é a moeda mais importante e o euro tem parcela significativa. As outras duas moedas – Yen japonês e a Libra – têm desempenho importante, mas distante das duas

⁹ INTERNATIONAL MONETARY FUND (2015) INTERNATIONAL MONETARY FUND (2015).

¹⁰ Mencionado por INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2015.

¹¹ Ver relatório (BIS, Apr 2013).

moedas líderes. Analogamente, o uso internacional do RMB aumentou substancialmente desde a última revisão da cesta de valoração do DES, em 2010, embora a partir de números iniciais bem reduzidos. Adicione-se a esses resultados outras informações menos estruturadas, tais como a crescente rede de linhas de *swap* em RMB, e o crescimento rápido dos pagamentos em RMB, por meio dos centros de *clearing offshore* para a China continental¹². Além disso, importantes reformas que apoiam a internacionalização do RMB ocorreram desde 2010, e as autoridades chinesas já se comprometeram com a continuação dessa agenda. Pode ocorrer que nem todo o impacto de tais medidas tenha se materializado ainda.

Por outro lado, questões operacionais importantes devem ser esclarecidas, principalmente, a disponibilidade de informação, pela China, de taxas de câmbio representativas, assim como taxas de juros de referência, essenciais para a operacionalidade do cálculo do valor do DES, diariamente. De toda maneira, no Comunicado de Imprensa, de 13 de novembro de 2015, a Diretora Gerente do FMI afirma que o corpo técnico resolveu as questões operacionais identificadas na análise de julho passado, base para essa seção. Tais questões estão esclarecidas também no pronunciamento do representante do Banco Central chinês, na reunião do Comitê Monetário e Financeiro do FMI, de outubro 2015

Registre-se, finalmente, que a conversibilidade da conta de capital objetivada pela China não é baseada no conceito tradicional de ser total e livremente conversível. O Presidente do Banco Central chinês afirmou, na reunião do Comitê Monetário e Financeiro do FMI, em abril de 2015, que a partir das lições da crise financeira global a China vai adotar o conceito de conversibilidade administrada. Isso quer dizer que a China vai se reservar o direito de continuar a administrar sua conta de capitais, com o objetivo de limitar riscos advindos de fluxos de capitais e de manter estável o valor da moeda, além de obter um ambiente financeiro seguro. Nesse sentido, segundo ainda esse discurso, serão mantidas as seguintes possibilidades:

- Monitoramento e análise de fluxos financeiros que possam envolver lavagem de dinheiro, financiamento ao terrorismo, assim como uso de paraísos fiscais;
- Administração macro prudencial da dívida externa, necessária em economias emergentes, já que o endividamento excessivo do setor privado e desalinhamento de moedas significativo foram as causas da crise da financeira da Ásia;

- Administração de capital especulativo de curto prazo, quando apropriado, ao tempo em que liberaliza controle de fluxos de capitais de médio e longo prazo que apoiam a economia real;

Adicionalmente, a China se comprometeu a aperfeiçoar as suas estatísticas de balanço de pagamentos, adequando-as aos padrões do FMI.

3. A situação brasileira

Nunca é demais recordar os principais riscos e oportunidades envolvidos na internacionalização de uma moeda. O maior risco é que aumenta a sensibilidade às políticas econômicas equivocadas, bem antes de elas terem todas as suas consequências mais adversas concretizadas, e também diminui graus de liberdade na utilização da política fiscal. Como benefícios podem ser citados:

- Menores custos de transação e risco de câmbio com a opção de liquidação em moeda local de transações internacionais.
- Capacidade de emitir dívida internacional em condições mais competitivas.
- Estímulo a competitividade e inovação, pelo maior e melhor grau de inserção na economia internacional de empresas e instituições locais.
- Desenvolvimento do mercado financeiro.

A internacionalização também pode complicar a administração monetária e estressar a capacidade do sistema financeiro local de absorver fluxos de capital devido a aumento da volatilidade e a grandes alterações na composição das carteiras. Em alguns casos, pode aumentar a tendência à valorização da taxa de câmbio.

O Brasil, na primeira década do século XXI, vinha apresentando progressos que resultaram na inclusão do Real, em estudo do FMI, entre moedas de países emergentes (Renmimbi, Rupia indiana, Rublo russo e Rand sul-africano) que poderiam ter importância regional e mesmo internacional. O uso internacional dessas moedas não estaria refletindo a importância relativa das economias emergentes, no cenário mundial. De fato, no caso brasileiro, a estabilidade econômica, a importância no comércio regional, a simplificação de regras cambiais, além do *investment grade*, conseguido em 2008, vinham estabelecendo as condições de base para um processo gradual de internacionalização.

Alguns indicadores apresentados no trabalho do FMI mostram que a participação do Brasil, no comércio

¹² INTERNATIONAL MONETARY FUND, May 2012.

mundial, era constante, mas com crescente importância, no comércio regional. Por outro lado, o fato de ser grande exportador de *commodities* faz com que o valor do Real esteja muito relacionado aos movimentos dos preços dessas *commodities*, o que limita a atratividade de sua moeda como unidade de conta e reserva internacional de valor. Contra a internacionalização também foi constatado que a inflação, nos países emergentes, com exceção da China, tem se mantido relativamente alta. O Brasil, assim como a China, apresentaram rápida expansão de seus mercados domésticos de títulos e, ao lado da Rússia, o País apresentara progresso na liberalização de sua conta de capital.

Adicionalmente, em termos normativos, o País avançou bem no processo simplificador de regras e procedimentos cambiais, especialmente, a partir de 2005, quando se verificou a unificação dos mercados de câmbio então existentes¹³, com a extinção de todos os tipos de autorizações prévias para compra de moeda estrangeira nesse mercado, como ocorria, até então. Prevaleceu, a partir daí, a filosofia de liberdade cambial, observados princípios de fundamentação econômica e respaldo documental. Em 2006, foi flexibilizada a regra que requeria cobertura cambial obrigatória nas exportações. Foi permitido que tais receitas passassem a ficar disponíveis, no exterior, se do interesse do exportador nacional.¹⁴

Especificamente com relação ao uso do real nas transações externas, pequenos avanços foram conseguidos, como as assinaturas do Sistema de Moedas Locais com a Argentina (2008) e Uruguai (2014); a possibilidade de ingresso de recursos, no País, via ordens de pagamentos em reais, oriundas do exterior; as compras e vendas de reais, em espécie, de/para bancos no exterior; e, uso da nossa moeda em qualquer transação externa, sem restrição, tanto nas operações comerciais, como naquelas relacionadas à conta de capitais (empréstimos, financiamentos e investimentos externos diretos). É possível, também, aos não residentes manterem contas, no País, em moeda nacional, podendo movimentá-las, sem restrição, para pagamentos e recebimentos em liquidação de transações, de diversas naturezas, contratadas com residentes. Os saldos nessas contas podem ser convertidos, sem restrição, em moeda estrangeira, a qualquer tempo. São as chamadas Transferências Internacionais em Reais-TIR.

Já em 2010, o CMN aprovou a Resolução nº 3.844, resultado de exaustivo trabalho desenvolvido pelo

BCB, consolidando em único normativo a grande parte das disposições regulamentares vinculadas aos capitais estrangeiros, no Brasil, além de sua inclusão no Capítulo 3, do Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais – RMCCI. Foram eliminadas, também, as restrições que ainda remanesciam do passado de dificuldade cambiais, passando as transferências do e para o exterior, relacionadas a capitais estrangeiros, a ser conduzidas com base nas regras gerais do mercado de câmbio. Com a edição da Resolução nº 3.844, foi possível, também, revogar cerca de 380 normativos, entre resoluções, circulares, cartas-circulares e comunicados¹⁵.

A Resolução nº 3.844 não alcançou originalmente os investimentos no mercado financeiro e de capitais, que continuaram a ser efetuados exclusivamente em moeda estrangeira, ao amparo da extinta Resolução nº 2.689. Essa restrição foi eliminada, com a edição da Resolução do CMN nº 4.373, de 2014, regulamentada pela Circular BCB nº 3.752, de 2015. Assim, do ponto de vista regulatório, praticamente, todos os fluxos, do e para o exterior, podem ser efetuados também em moeda nacional, o que pode ser considerado como atendimento a uma das primeiras condições para uso de uma moeda em transações externas. Excetua-se dessa condição de liberdade apenas a proibição vigente para os bancos do exterior, titulares de contas em moeda nacional no País, que somente podem efetuar transferências ao exterior por meio de ordens de pagamentos referenciadas em moeda estrangeira, conforme disciplinado pela Lei nº 11.803, de novembro de 2008.

À primeira vista, a situação atual da economia brasileira, o cenário político, além do rebaixamento do grau de investimento do País tiram o tema, internacionalização do Real, do horizonte de curto prazo do País. Isso, não obstante, em termos regionais, no passado recente houve progresso na utilização do Real. REISS (2015) concluiu, com as devidas ressalvas, que a utilização do Real no comércio internacional aumentou nove vezes entre 2007 e 2011, apesar de que o volume inicial era bem pequeno, e sugere que novos estudos devam ser feitos para explorar esse comportamento¹⁶.

4. Considerações finais

A inclusão do renmimbi na cesta do DES é o reconhecimento da importância da economia chinesa na economia global, assim como da política, deliberada,

¹³ Em março de 2005, por meio da Resolução nº 3.265, o Conselho Monetário Nacional unificou os Mercados de Câmbio de Taxas Livres (MCTL) e o Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes (MCTF), implantando novo regime cambial no País.

¹⁴ Para esse parágrafo e os seguintes veja SIQUEIRA (2016).

¹⁵ Hoje, as regras e procedimentos relativos aos capitais estrangeiros estão contidas na referida resolução e na Circular nº 3.689, de 16 de dezembro de 2013, que substituiu o antigo RMCCI.

¹⁶ O artigo de REISS (2015) não informa montantes, somente percentuais.

de gradual abertura dos mercados financeiros chineses ao capital estrangeiro, e das oportunidades de investimento no exterior aos chineses. Referida política foi considerada como suficiente pela Diretoria do FMI, apesar de, nos aspectos financeiros, o renmimbi não ter a mesma importância das outras moedas componentes.

O processo de internacionalização, conforme mencionado, é evolutivo e liderado pelo mercado e, portanto, não depende somente de medidas de política econômica dos governos dos países, como ocorreu com a China. A partir da decisão do FMI, a moeda chinesa conta com a chancela do Organismo, mas o resultado final, em termos globais, dependerá, em última instância, da capacidade de o renmimbi exercer as funções clássicas de moeda, no cenário internacional, seja por uso oficial ou pelo setor privado (conforme detalhado no Quadro 1- Matriz de uso de uma moeda internacional).

Até outubro de 2016, quando a decisão do FMI entra em vigor, poderão ocorrer ajustes e correções necessárias para sua implementação adequada, a exemplo do ocorrido em janeiro de 2016. Como visto, resumidamente, a conversibilidade da moeda é um conceito relacionado ao seu uso oficial e a internacionalização/globalização ao seu uso pelo setor privado. Portanto, a decisão de uso da moeda internacionalmente, depende de uma série de fatores, e não somente da decisão do FMI de incluir a moeda na cesta de DES.

Se considerado o processo de internacionalização como evolutivo, em que se pode aumentar o grau de internacionalização/globalização de uma moeda de maneira gradual, como descrito pelo BCE¹³, pode-se argumentar que: uma agenda de medidas simples de diminuição de burocracia e simplificação de normas, contribuiria para maior internacionalização do Real e disciplina da política econômica brasileira e para ganhos de produtividade e competitividade.

BIBLIOGRAFIA

ARRAES, Maria Celina B. **O conceito de conversibilidade: uma perspectiva histórica.** Washington. 1994 (mimeo). Disponível em http://www.economia.puc-rio.br/gfranco/Conversibilidade_Celina.pdf. Acesso 19 nov. 2015.

ARRAES, Maria Celina e ROCHA e SILVA, Olavo Cesar. **Introducción al Sistema Monetário Internacional.** La función del Grupo de los Veinticuatro. México, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA). Serie Ensaíos. 1988.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Triennial Central Bank Survey: Foreign exchange turnover in April 2013, preliminary global results.** Monetary and Economic Department. Basle, Sep 2013.

EUROPEAN CENTRAL BANK (ECB). **The International Role of the Euro.** Monthly Bulletin. Frankfurt. August 1999, p. 31-55.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Review of the Method of Valuation of SDR – initial considerations.** Washington, August 3, 2015. Disponível em <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/071615.pdf>. Acesso em 6 out.2015.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **The future of the SDR in Light of Changes in the International Financial System.** Editado por Michael Mussa, James M. Boughton and Peter Isard. Washington DC, 1996.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Review of the Method of Valuation of the SDR.** Prepared by the Finance Department in consultation with the Legal and other Departments. Approved by Andrew Tweedie. Washington, October 26, 2010

INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Criteria for Broadening the SDR Currency Basket** Prepared by the Finance and Strategy, Policy, and Review Departments (In consultation with other departments) Approved by Andrew Tweedie and Reza Moghadam Washington, September 23, 2011

JAMES, Harold. **International Monetary. Cooperation since Bretton Woods.** Washington, International Monetary Fund New York and Oxford, Oxford University Press, International Monetary Fund, 1996.

MAZIAD, Samar, et alli. **Internationalization of Emerging Market Currencies: a balance between risks and reward IMF.** Staff Discussion Note. Washington, October, 2011 SDN/11/17.

MAZIAD, Samar e KANG, Joong Shik . **RMB Internationalization: Onshore/Offshore Links.** Authorized for distribution by Udaibir Das May. **IMF Working Paper WP/12/133.** Monetary and Capital Markets Department. Washington; May,2012

REISS, Daniel G. **Invoice Currency: puzzling evidence and new questions from Brazil** Central Bank of Brazil, Working Paper 382. Brasília, 2015.

SIQUEIRA, Geraldo Magela. **Relacionamento Brasileiro com o Exterior: Cambio e Capitais Internacionais. No prelo com publicação prevista para abril de 2016.**

SOLOMON, Robert. **The International Monetary System: 1945-1976: An Insider View.** Nova Iorque: Harper & Row, 1977

THIMANN, Christian. **Global Role of Currencies.** European Central Bank Working Paper Series, no 1031. Frankfurt, Mar. 2009.



Maria Celina Berardinelli Arraes
marraes@hotmail.com

Ex- Diretora de Assuntos Internacionais do Banco Central do Brasil (2008-09). Funcionária do Banco Central do Brasil durante 25 anos. Consultora do Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento (PNUD).

¹³ THIMANN (2009).

ARTIGO

Uma síntese da Teoria dos Ciclos Econômicos e como ela ajuda a entender a presente crise brasileira

Antônio Elias Silva e Daniel Marchi

1. Introdução

A Ciência Econômica vista de fora por um observador intelectualmente prudente poderia ser definida como a ciência da complexidade. E aqui se usa o termo complexidade não para descrever as dificuldades de entendimento decorrentes de certo déficit tecnológico (computacional) aplicável ao estudo dos fenômenos econômicos, mas sim para enfatizar a natureza mesma do problema. A título de exemplo, ainda que se tome a dinâmica produtiva e comercial de uma pequena vila de pescadores, isso implica uma infinidade de variáveis envolvidas, arranjos de preços possíveis e escolhas alocativas a serem feitas, todas elas impulsionadas pela volição humana e restritas por determinado conjunto de regras, formais ou não. Se a opção por um planejamento central se mostra inadequada mesmo no exemplo acima, de igual forma se mostra inapropriada a adesão a quantidades muito reduzidas de esquemas teóricos para interpretar os acontecimentos em Economia.

Tais essas considerações iniciais servem para convidar o leitor a conhecer – e adicionar – um esquema analítico considerado eficaz para entender a presente crise brasileira. Trata-se da chamada Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos (TACE), uma abordagem que integra os seguintes elementos: (i) a lógica da ação humana (praxeologia); (ii) o processo de mercado por meio da atividade empresarial; (iii) uma teoria do capital na qual a estrutura de capital é descrita em fases e de forma não homogênea, e (iv) o papel crucial desempenhado pelas taxas de juros no processo de coordenação entre preferência temporal e investimentos, ou seja, entre o esforço de poupança da sociedade e a decorrente estrutura de capital montada pelos empresários e/ou capitalistas.

Por consequência, a TACE permite tecer considerações nos casos em que as taxas de juros são manipuladas pelas autoridades monetárias. Os “economistas austríacos” defendem, então, que tais manipulações são a principal causa dos movimentos de expansão e contração das economias, os chamados ciclos econômicos. Na sequência, passa-se a descrever a referida teoria.

Os fundamentos da TACE

Em 1912, o economista austríaco Ludwig von Mises (1881-1973) desenvolveu o que se conhece hoje como a TACE, mais tarde aprimorada por Friedrich Hayek (1899-1992) e Murray Rothbard (1926-1995).

Para entender a TACE, é importante, antes de tudo, distinguir bens de ordem inferior e bens de ordem superior, assim como enfatizar que a estrutura do capital não é homogênea, ou seja, a natureza dos bens de capital é significativamente diferente. Bens de ordem inferior são aqueles mais próximos do consumo final, enquanto bens de ordem superior são aqueles mais distantes do consumo final, tipicamente caracterizados como bens de capital, ou ainda, fases intermediárias voltadas, em última instância, para a produção de bens finais. São setores mais afastados do consumo final: mineração, siderurgia, indústria de bens de capital, construtoras, dentre outros.

Em segundo lugar, há que se definir precisamente o que é poupança. Esta não significa apenas crédito disponível, mas sim recursos físicos poupados (disponibilizados para que outras pessoas façam uso mediante empréstimo). Quando o governo cria dinheiro do nada por meio do banco central (ao comprar título de um banco, ele apenas adiciona dígitos eletrônicos à conta que o banco tem no banco central), o governo aumenta artificialmente oferta de moeda (crédito), mas não a de poupança.

Portanto, crédito criado não substitui poupança nem significa que o esforço de poupança da sociedade foi maior. Além disso, há que se considerar o fato de que a moeda não é neutra. Isso significa que ela não penetra homogênea na economia, de forma igualmente distribuída entre os vários setores. Alguns setores recebem o dinheiro em primeiro lugar, antes de haver uma inflação de preços percebida por todos. As pessoas que recebem o dinheiro primeiramente beneficiam-se, pois compram bens antes que eles subam de preço. Em geral, o dinheiro “novo” chega primeiramente ao setor financeiro, bolsas de valores, imóveis, setores de longa maturação dos investimentos (produção de

commodities, siderúrgicas, indústrias de bens de capital, educação, infraestrutura, construção civil), chamados de alta ordem, ou seja, afastados do consumo final.

Com juros artificialmente baixos, os investimentos vão para os setores de alta ordem, pois, nas suas estruturas de custos, as taxas de juros têm grande peso, uma vez que têm de imobilizar muito capital por um longo período. Em suma, o dinheiro novo chega ao setor financeiro em primeiro lugar, e aos empreendimentos de longo prazo, intensivos em capital, antes que tenha havido inflação de preços. Quando alcança o chamado setor produtivo, muitos bens e fatores de produção já subiram de preço, menos os salários, pois são mais rígidos. Bem, esse novo dinheiro é ainda multiplicado pelo sistema bancário de reservas fracionárias. Um milhão de reais em dinheiro novo criado pelo banco central podem virar dez milhões sob a forma de crédito (dependendo da taxa de depósitos compulsórios do país). Os empréstimos são investidos ou usados para comprar imóveis e automóveis, por exemplo.

Depois de o banco central ter encerrado o processo de expansão monetária, os juros tornam-se agora artificialmente baixos, pois há mais moeda em circulação. Portanto, as pessoas agora têm menos estímulo para poupar. Então, por um lado, aumenta a demanda por poupança (bens reais produzidos e não consumidos); por outro, diminui a sua oferta. Mais recursos físicos, como máquinas, trabalhadores, materiais de construção serão demandados, o que pressionará seus preços pra cima.

A demanda por bens de consumo imediato aumenta, pois juros mais baixos e maiores salários estimulam o consumo. Há, então, simultaneamente demanda por bens de alta ordem (aço, máquinas) e de baixa ordem (para consumo imediato, como alimentos, roupa, viagens turísticas).

O *boom*, a fase de expansão artificial da economia, se instala. Em função dos juros artificialmente baixos, as famílias são incentivadas a contrair dívidas. Os preços, inclusive os salários, tendem a subir, pois não houve prévia poupança de recursos. Quem compra imóveis, títulos e ações no início do ciclo econômico é privilegiado, pois estes ativos são os primeiros a experimentar aumento de seus preços. Mais tarde, quando as pessoas estão endividadas demais, começam a ter dificuldades para pagar as prestações.

Depois de decorrido um período longo do início do *boom* artificial (cinco anos, por exemplo), o aumento nos preços tende a ser generalizado, ainda que bem mais forte para ativos financeiros e imóveis. As pessoas e as empresas agora já estão endividadas; então, a demanda por produtos de alta ordem (de longa

maturação, como imóveis) agora prontos começa a cair. Os empresários que pensaram que venderiam o produto mais caro (estimava-se que apartamentos no setor Noroeste de Brasília, por exemplo, seriam vendidos por R\$ 13 mil/m², e quando lançados, mas foram inicialmente vendidos por R\$ 7 mil/m²) começam a ter dificuldades para pagar os empréstimos que fizeram, suspendem obras, demitem trabalhadores. Os bancos elevam os juros, porque os riscos aumentaram, piorando o cenário. A inadimplência aumenta (pois as pessoas estão sem trabalho e os empresários reduziram seus lucros e investimentos), o governo eleva as taxas básicas de juros para conter a inflação, compondo ainda mais o problema.

A bolha então estoura. É lógico que o governo pode intervir de novo e adiar a liquidação, a correção dos excessos (foi o que aconteceu no Brasil quando o governo lançou o Programa Minha Casa Minha Vida em 2009, e depois quando prolongou o prazo máximo dos empréstimos imobiliários). No entanto, ele não pode evitar a liquidação, a recessão, a crise, mas apenas adia-la e torna-la ainda mais severa e destruidora de riqueza.

Nos EUA, o adiamento da crise ocorreu com os programas não convencionais de aumento na oferta monetária (os chamados QE1, QE2, QE3), os quais funcionaram como uma “injeção de morfina em um drogado”, aliviando a dor imediata, mas piorando a saúde do paciente. Então, o problema todo se dá por conta do descasamento entre a oferta de poupança real (produtos produzidos e poupados) e a demanda por ela causada por taxas de juros forçosamente baixas.

Quando as taxas de juros são reduzidas artificialmente, é transmitida uma sinalização errônea para o mercado, dizendo que as pessoas resolveram adiar o consumo para um futuro mais longínquo, poupando mais. Os empresários investem em produtos de longa maturação, como casas, mais sensíveis à taxa de juros. Quando ficam prontas, as pessoas não pouparam como os investidores haviam antecipado, não têm o dinheiro, estão endividadas, por conta do consumo de bens e serviços imediatos posto em prática desde o início do ciclo econômico (*boom* artificial).

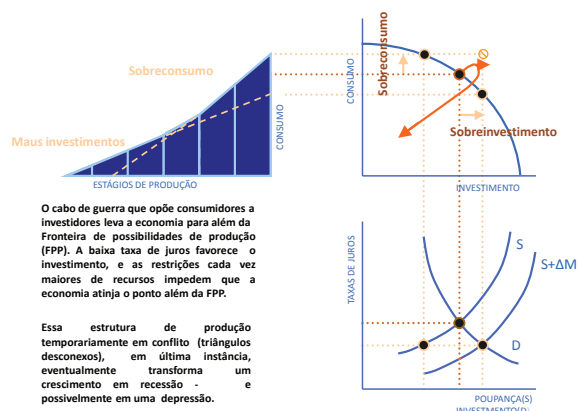
Essa é a aplicação da TACE. A interpretação por ela oferecida se mostra vigorosa desde o seu surgimento, quando Mises alertou para uma possível grande crise no fim dos anos 1920, bem como quando Hayek previu a estagflação dos anos 1970 nos EUA. Os economistas austríacos previram com precisão a crise global de 2008.

As universidades brasileiras até há pouco tempo dedicavam pouca atenção para a moderna Escola Austríaca de Economia. Da mesma forma, vasta

maioria dos economistas brasileiros ficam privados dos instrumentais teóricos de uma análise econômica robusta e mais poderosa do que outras abordagens de *mainstream* para antecipar, evitar e lidar com os ciclos econômicos, que são, não raro, considerados naturais, mas como exposto acima, não o são.

A dinâmica dos ciclos

Recapitulando, os juros artificialmente baixos fazem com que aumente a demanda por bens de alta ordem e de baixa ordem ao mesmo tempo, sendo que a produção está mais orientada para bens de alta ordem, os quais estarão prontos somente no futuro. É essa descoordenação que gera problemas massivos na economia, que culminam nos ciclos econômicos de crescimento forte e recessão e/ou depressão. Diferentemente do que acontece quando os juros reduzem-se naturalmente, em que a demanda por bens de baixa ordem (consumo imediato) cai, enquanto por aqueles de alta ordem sobe, o que faz com que a oferta case com a demanda, quando os juros são reduzidos artificialmente, as pessoas não poupam para consumir no futuro (ver gráfico abaixo).



Em uma economia sem perturbações advindas de intervenções do governo via inflação monetária, não haveria os triângulos desconexos acima representando os maus investimentos e o sobreconsumo, mas apenas o triângulo maior ilustrando a estrutura do capital. A fonte das perturbações danosas à economia é ilustrada no gráfico inferior acima, em que a criação de crédito artificial do nada (ΔM) pelo banco central desloca a curva de poupança para a direita, dando-nos a sensação errônea de que mais recursos reais foram poupados. Os juros artificialmente mais baixos determinados pelo ponto de intersecção das curvas de oferta de poupança (nova curva à direita) e de demanda somente se justificariam no livre mercado se tivesse havido uma mudança da demanda para esquerda (provocada por

uma preferência intertemporal menor pelo consumo). Assim, o crédito novo, sem lastro em poupança real, provoca um aumento da demanda (em termos de consumo e investimento) acima da capacidade da economia e coloca toda a estrutura de produção em massiva descoordenação, colocando em marcha os ciclos econômicos de “boom” e recessão/depressão.

Em um mercado livre, sem manipulação nas taxas de juros por bancos centrais, os investidores produzem aquilo que representa as necessidades mais urgentes dos indivíduos, e não algo por que eles não podem dar-se ao luxo de pagar ou que não é a sua prioridade maior de consumo. Quando os juros tornam-se mais baixos porque as pessoas naturalmente poupam mais, isso quer dizer que elas estão adiando o consumo; por isso, a demanda por bens de consumo imediato cai, liberando recursos físicos para a produção de bens a serem consumidos no futuro. Portanto, num mercado desobstruído, não há desperdício de recursos e a sociedade como um todo tende a tornar-se mais próspera.

Em seu clássico livro *Monetary Theory and the Trade Cycle* (1929), Friedrich von Hayek argumentou que a função da taxa de juros em uma economia de mercado é assegurar que a quantidade de investimentos e os horizontes temporais desses investimentos se deem de acordo com a quantidade de poupança disponível na economia, que é o que permite esses investimentos. Quando a taxa de juros não sofre intervenções e é livremente formada de acordo com as forças concorrenciais do mercado, poupança e investimento permanecem em equilíbrio. Porém, quando as taxas de juros são manipuladas — como quando atua um banco central — poupança e investimento podem ficar em desequilíbrio, gerando assim os ciclos econômicos.

Em uma entrevista conduzida por Jack High (1978), F. A. Hayek afirmou: “crescimentos econômicos acelerados (*‘booms’*) sempre se deram com um grande aumento no investimento, grande parte do qual se comprovou errôneo, equivocado. Isso, é claro, sugere que uma oferta de capital que nunca existiu passou a ser tratada como existente. Todo esse arranjo — estímulo para se investir em larga escala, seguido de um período de escassez aguda de capital — é consistente com a ideia de que houve uma má orientação dos investimentos devido a influências monetárias”.

A ideia de que estímulos fiscais e monetários são necessários para se curar uma depressão ou recessão advém de um diagnóstico equivocado das causas das depressões e/ou recessões econômicas. Consequentemente, os remédios ministrados são completamente errados. Por exemplo, a causa da recessão não é a ocorrência de um nível inadequado de gastos,

mas sim o fato de que, no rastro de uma expansão econômica artificial induzida pelo banco central, a estrutura do capital fica em desacordo com as demandas dos consumidores. A recessão é o período em que esse descompasso é retificado por meio da realocação do capital para empreendimentos mais apropriados. Estímulos fiscais e monetários irão apenas interferir nesse rearranjo, atrasando esse processo de “depuração” (dos investimentos errados) e reajuste (da estrutura do capital).

O presidente dos EUA entre 1921 e 1923, Warren Harding, governou aquele país durante uma recessão bem pior do que a iniciada em 2008 (que ainda não consideramos que tenha sido superada). Seu “programa de recuperação” consistiu em deixar que o livre mercado fizesse os ajustamentos necessários. A depressão de 1920-21, que muitos desconhecem e que foi profunda, com o desemprego chegando a 20%, durou apenas um ano e meio, enquanto a de 1929 se arrastou por 13 anos, e só acabou quando o estado, combalido pelos seus dispêndios com a guerra, teve de cortar seus gastos em 60%. Harding, conforme indicam seus discursos durante a campanha presidencial, seguiu sua política de não fazer nada, não por uma questão de inércia ou por ser incapaz de conceber abordagens alternativas; essa figura política até hoje menosprezada, era de fato um economista mais prudente que a maioria dos proponentes de soluções mágicas e abrangentes, que ainda hoje povoam as universidades e as colunas de jornais em muitos países, inclusive no Brasil.

Murray Rothbard afirmou, em seu livro *American Great Depression* (1963), que, quando um ou alguns indivíduos cometem erros, é um fenômeno inerente às incertezas do mundo empresarial, mas, quando todos cometem erros, sinais errôneos foram gerados pelo governo via intervenção na economia, principalmente por meio de juros artificialmente baixos. No mercado puramente livre e desimpedido, é difícil pressupor um aglomerado de erros, uma vez que empreendedores treinados não vão todos cometer erros ao mesmo tempo. O ciclo “de expansão e recessão” é gerado pela intervenção monetária no mercado, especificamente na expansão do crédito bancário para as empresas.

Tal como mencionou Rothbard, o livre mercado tende a satisfazer desejos do consumidor expressados voluntariamente com eficiência máxima, e isso inclui os desejos relativos do público pelo consumo presente e futuro. O *boom* inflacionário atrapalha essa eficiência, e distorce a estrutura de produção, que deixa de servir adequadamente os consumidores. A crise assinala o fim dessa distorção inflacionária, e a depressão é o processo por meio do qual a economia volta a servir os

consumidores de maneira eficiente. Em suma, e é muito importante entender isto, a depressão é o processo de “recuperação”, e o fim da depressão anuncia o retorno à normalidade e à eficiência ótima. Portanto, longe de ser um flagelo maligno, a depressão é o retorno necessário e benéfico da economia à normalidade após as distorções impostas pelo boom. Em outras palavras, o boom exige paradoxalmente a subsequente quebra de empresas.

O caso brasileiro: considerações e recomendações

A chamada “nova matriz econômica”, adotada a partir de 2011 como forma de dinamizar a economia brasileira, teve como principais pilares: política fiscal expansionista, juros baixos, crédito barato fornecido por bancos estatais, câmbio desvalorizado e aumento nas tarifas de importação para “estimular” a indústria nacional. A crença do governo passou a ser a de que “um pouco mais de inflação gera mais crescimento econômico”.

Conforme já foi exposto, esses vetores da nova matriz não vão ao encontro daquilo que a Teoria Austríaca dos Ciclos Econômicos apoiaria como solução para um crescimento forte, sustentável e equilibrado da economia. A questão dos juros e créditos artificialmente baratos já foi aqui amplamente debatida. O câmbio depreciado artificialmente seria resultado da inflação monetária, que também já foi acima rechaçada, por conta de seus efeitos perniciosos, inclusive em relação ao aumento na desigualdade de renda. O câmbio é um preço muito importante, e, por isso, distorcê-lo via intervenção estatal traz efeitos danosos em termos de perturbação da alocação de recursos escassos. Ademais, uma moeda depreciada, além de reduzir o poder de compra do consumidor, diminui a competitividade externa da economia, uma vez que encarece os preços de insumos e bens de capital utilizados no processo produtivo, contribuindo para afastar o país de um engajamento mais efetivo e salutar nas cadeias globais de produção.

O Japão e a Alemanha tornaram-se máquinas exportadoras no pós-guerra com moedas cada vez mais apreciadas, o que é uma prova empírica do erro de querer dinamizar as exportações e a economia com uma moeda artificialmente depreciada. Tarifas de importação mais altas, da mesma forma, impedem o acesso dos consumidores a produtos importados de melhor qualidade e mais baratos, a exemplo do que acontece com os automóveis no Brasil, que têm preços “abusivamente elevados” no país por essa razão. Política fiscal expansionista significa maior carga tributária no futuro e maiores gastos com serviços da dívida, bem

como piora na alocação de recursos escassos na economia, uma vez que as decisões de gastos do governo nunca correspondem às demandas mais urgentes dos indivíduos. Além disso, muito das despesas públicas implicam gastos com a burocracia e mesmo corrupção, de modo que pouco acaba chegando de fato à população-alvo. Assim, para aqueles familiarizados com a TACE, não é surpresa que a “nova matriz econômica” não teria sucesso, como de fato está hoje claro para a maior parte dos analistas, dado que inúmeros indicadores econômicos do Brasil encontram-se recorrentemente em preocupante terreno negativo.

Em face do exposto, pode-se concluir que erros de política macroeconômica nos conduziram a atual situação de estagnação e desemprego crescente. No entanto, ao contrário do que muitos pensam e preconizam, a crise será tanto mais rápida e menos destruidora de riqueza quanto menos o governo intervir. A economia terá de ser deixada livre para liquidar os seus excessos, os seus maus investimentos e más dívidas o mais rapidamente possível. Em se fazendo isso, os níveis de produção e emprego cairão fortemente, mas a recuperação será mais rápida. Ensina-nos a TACE que tentar amenizar a crise com intervenções pontuais estenderá a sua duração e poderá resultar em desperdício de recursos escassos, sofrimento desnecessário e destruição líquida de riqueza. Os preços devem ser deixados livres para refletirem as condições reais do mercado, de forma a sinalizar corretamente para os agentes econômicos as ações que devem tomar, os investimentos a serem feitos e aqueles que devem ser suspensos. Assim, a economia tenderá a entrar numa rota de crescimento mais sustentável com maior rapidez, evitando que tormentos desnecessários se abatem sobre a população.

Referências bibliográficas:

- Garrison, Roger, Time and Money: The Macroeconomics of Capital Structure, 2001.
- Hayek, Friedrich A. Monetary Theory and the Trade Cycle, 1929.
- High, Jack. Interview with Nobel Prize-winning economist Friedrich von Hayek. UCLA Oral History Program, 1978.
- Mises, Ludwig V. Theory of Money and Credit, 1912.
- Rothbard, Murray N. American Great Depression, 1963.
- Woods, Thomas E. O melhor presidente do século XX, IMB, 2009.

Antônio Elias Silva aefiascastro@gmail.com



Tecnólogo em Processamento de Dados pela Universidade de Brasília (UnB); bacharel em Economia pela East Stroudsburg University of Pennsylvania; bacharel em Relações Internacionais pela UnB; especialista em Políticas Públicas e Gestão Governamental pela Escola Nacional de Administração Pública (Enap); pós-graduado em Teoria e Operação de uma Economia Nacional Moderna pela George Washington University (GWU). Coursou dois anos de Mestrado em Economia na UnB.

Daniel Marchi danielmarchi@gmail.com



Bacharel em Economia pela FEA/ USP- Ribeirão Preto/SP; mestrando em economia na Universidad Francisco Marroquín, Guatemala; membro do Instituto Carl Menger de Brasília (www.icmenger.org).

CARTEIRA
PROFISSIONAL
VENCENDO?
FIQUE ATENTO.



ARTIGO

A Crescente Presença dos Investimentos Chineses no Brasil

José Nelson Bessa Maia

setembro/desembro de 2015
janeiro/abril de 2016

19

1. Introdução

Restabelecidas, em 1974, as relações diplomáticas entre Brasil e China têm evoluído de forma intensa, não apenas no comércio, mas também no campo do investimento. Em 1993, Brasil e China estabeleceram uma “Parceria Estratégica” e, em 2004, foi criada a Comissão Sino-Brasileira de Alto Nível de Concertação e Cooperação (Cosban). Em 2010, foi assinado o Plano de Ação Conjunta (2010-2014), que definiu objetivos, metas e orientações para as relações bilaterais. Versão atualizada do Plano, com vigência de 2015 a 2021, foi firmada pela presidente Dilma Rousseff e pelo primeiro-ministro Li Keqiang em maio de 2015.

Brasil e China têm atuado conjuntamente em diversos mecanismos internacionais de governança, como BRICS e G-20 – grupos que representam espaços de aproximação e discussão sobre diversos tópicos da agenda internacional, como economia e desenvolvimento. Em julho de 2014, durante a VI Cúpula do BRICS, em Fortaleza, no Ceará, foram criados o Novo Banco de Desenvolvimento do BRICS (NDB) e o Acordo Contingente de Reservas (CRA), os quais objetivam ampliar os canais de obtenção de fundos para projetos de desenvolvimento e proteger os países membros diante de desequilíbrios no balanço de pagamentos.

O elevado peso da China no PIB mundial (conceito a preços de mercado) é inconteste. Passou de 2,72%, em 1980, para 13,4% em 2014.¹ A participação chinesa nas exportações mundiais multiplicou-se de 1,2% para 12,1% no mesmo período.² O país atingiu a posição de segunda maior economia, de maior exportador, de segundo maior importador e de detentor do maior estoque de reservas internacionais, na faixa de US\$ 3,3 trilhões (em dezembro/2015). A taxa de poupança da China é muita elevada, quase 50% do PIB, dos quais algo em torno de 13% tem sido aplicado para financiar a construção e modernização da imensa infraestrutura do país.

2. A economia chinesa em desaceleração suave

É um fato inegável que a China, após 30 anos de crescimento acelerado, passa por um processo de desaceleração, algo que a literatura de desenvolvimento chama de “armadilha da renda média”, em que o país volta a crescer menos depois de atingir um determinado patamar de renda em relação ao resto do mundo. Porém, a China, por suas peculiaridades, conta com uma série de fatores que explicam essa tendência de natureza estrutural. O governo chinês vem buscando realizar uma transição controlada para evitar uma “aterrissagem forçada” e manter a estabilidade macroeconômica e uma taxa minimamente razoável de crescimento.³

Conforme destaca Jeffrey Frankel (2016), os principais fatores por trás da desaceleração econômica chinesa são os seguintes, todos apontando para uma solução: a intensificação do investimento direto no exterior (IED), tanto no entorno asiático e nos países avançados, quanto na América Latina e na África, senão vejamos:

- Diminuição do retorno sobre o capital, que enfraqueceu o efeito multiplicador do crescimento dado por pesados investimentos em infraestrutura, transporte e construção civil, deixando grandes empresas do ramo com altos níveis de capacidade ociosa;
- Fator demográfico, com a população em idade ativa tendo atingido o pico, com a proporção de pessoas aposentadas crescendo mais do que a de pessoas ativas, por conta da “política do filho único”;
- O fim da migração ilimitada do exército de mão de obra de áreas rurais para urbanas, o que gerou aumento nos salários reais e redução do fator competitivo diferencial que havia impulsionado o ingresso de investimento estrangeiro (IED) para a China;
- A transição da produção industrial para o setor de serviços, o que tende a reduzir o crescimento da produtividade da mão de obra e limitar o *catch-up* com os países avançados.⁴

¹ No conceito PPP, os dados do FMI (WEO) indicam que a participação chinesa passou de 2,72% do PIB mundial, em 1980, para 16,6% em 2014, aproximando-se do PIB dos EUA.

² Cabe mencionar que muitas empresas multinacionais norte-americanas, europeias, japonesas e coreanas realocaram para a China parte de suas instalações de produção, de modo que parcelas importantes das exportações chinesas são incorporadas em cadeias produtivas em parte controladas por empresas estrangeiras.

³ Cf. *Armadilha da renda média: visões do Brasil e da China*. Vol. 1. Organizador(es): Lia Valls Pereira, Fernando Veloso, Zheng Bingwen. Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas (FGV/IBRE) e o Instituto de Estudos da América Latina da Academia de Ciências Sociais da China (ILAS/CASS).

⁴ Cf. FRANKEL, Jeffrey. China's Stock-Market Red Herring. Project Syndicate. Jan 19, 2016. Disponível em: <https://www.project-syndicate.org/commentary/china-stock-market-economic-slowdown-by-jeffrey-frankel-2016-01#4Xp2MChmBoslpJod.99>.

A atual saída de capital na China (quase US 1,0 trilhão em 2015) é função da desaceleração do investimento em geral na China. O país tem hoje excesso de capacidade instalada no setor imobiliário, na indústria de transformação e na construção civil. Como a taxa de poupança permanece elevada e o investimento declina, isso provoca saídas de capital, fenômeno intensificado pela dinâmica interna dos mercados financeiros. As autoridades chinesas precisam melhorar a comunicação com o mercado, de modo a que as saídas de capital se convertam em uma crise cambial auto-realizável.

Segundo o FMI, a economia chinesa deverá continuar desacelerando nos próximos anos, mas a um ritmo gradual, devendo crescer 6,3% em 2016, contra a marca de 6,9% registrada em 2015. Com a inflação baixa e sob controle (em torno de 2% a.a.); uma situação fiscal confortável (déficit fiscal de 2% do PIB); uma dívida pública bruta crescente, mas ainda abaixo de 50% do PIB, e saldo positivo no setor externo, a China mantém sua macroeconomia em ordem, dispondo de estofamento suficiente para enfrentar as eventuais turbulências nos mercados por conta dos ajustes que realiza nos mercados acionário e de câmbio.

China - Indicadores Macroeconômicos Selecionados - 2007/2017

Desempenho Macroeconômico	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 (*)	2017 (*)
PIB a preços correntes (% de variação)	14,16	9,64	9,20	10,60	9,50	7,75	7,69	7,30	6,81	6,30	6,00
Índice de Preços ao Consumidor (%. fim de período)	6,50	1,20	1,90	4,60	4,10	2,50	2,50	1,50	1,80	1,80	2,20
Taxa de Desemprego (% da força de Trabalho)	4,00	4,20	4,30	4,14	4,09	4,09	4,05	4,09	4,09	4,09	4,09
Resultado Fiscal Nominal do governo geral (% do PIB)	0,06	-0,03	-1,79	-1,22	0,55	0,02	-1,10	-1,16	-1,92	-2,30	-2,10
Poupança Nacional (% PIB)	50,93	51,91	50,61	50,90	48,83	49,05	48,19	48,50	47,37	45,88	44,03
Dívida Bruta do Governo Geral (% do PIB)	34,64	31,59	36,12	36,01	35,60	37,05	39,42	41,14	43,20	45,98	48,27
Saldo em Transações Correntes (% do PIB)	10,02	9,23	4,81	3,94	1,82	2,55	1,56	2,12	3,06	2,81	2,03

Fonte: FMI, WEO Janeiro 2016; Elaboração: o autor; (*) projeção FMI.

3 – O papel da América Latina diante da necessidade crescente da China em investir no exterior

Nos anos recentes, a presença econômica crescente da China na América Latina e seus esforços de aproximação política e cultural têm aumentado consideravelmente. A compreensão da natureza e do impacto desse fenômeno pode ajudar na formulação de estratégias e políticas para atração vantajosa de investimentos chineses para o Brasil.

No entanto, para entender as razões da ênfase chinesa em investir no resto do mundo, é preciso fazer um nexos com o processo em curso de mudança estrutural no modelo de crescimento do país, até então baseado na expansão do investimento interno em infraestrutura e construção civil e na demanda externa (exportação). Desde 2013, com a posse da nova liderança chinesa de Xi Jinping e Li Keqiang, o modelo chinês iniciou o complexo processo de migrar para a ênfase na demanda doméstica e na expansão do setor de serviços.

Todavia, com a desaceleração ora em curso na economia chinesa, as suas autoridades perceberam os limites que existem na mera substituição dos investimentos e das exportações pelo consumo interno. Nesse cenário ficou patente a necessidade de intensificar a

exportação de capitais (tanto em infraestrutura quanto no setor produtivo) em outros países como uma forma de sustentar a ocupação da elevada capacidade ociosa de produção existente na economia chinesa e, por conseguinte, sustentar a taxa de crescimento. Na visão de André Scherer (2015):

“Esses desequilíbrios mostraram que a substituição pura e simples do mercado externo pelo mercado interno enquanto fonte de dinamismo seria insustentável em médio prazo. Assim, o governo chinês vem tentando construir um novo projeto de inserção externa, que permita aumentar as exportações dos bens sobranes no curto prazo e ampliar a importância da presença geopolítica chinesa em médio prazo”⁵.

Avançando em seu argumento, André Scherer conclui que:

“Como pode ser visto, existe um projeto coerente de avanço na internacionalização de parte das autoridades e das empresas chinesas⁶. Ele é complexo e não tem impedido, no curto prazo, a redução do ritmo de crescimento daquele país. Entretanto, não pode nem deve ser subestimado. Do alto de seus US\$ 3,5 trilhões em reservas, a China tem assumido uma postura agressiva na inserção econômica externa, envolvendo a ampliação do comércio, dos investimentos e dos fluxos financeiros, assumindo o protagonismo em projetos de infraestrutura ambiciosos e necessários para a maior integração da economia mundial (sobretudo envolvendo países emergentes).

⁵ Cf. SCHERER, André, L. F. “A nova estratégia de projeção geoeconômica chinesa e a economia brasileira”, Nota Técnica SEAIN/MP, 2015.

⁶ A estratégia de inserção geoeconômica chinesa é coerente com o 13º Plano Quinquenal (2016-2020) que se encontra em estágio final de elaboração. O Plano teve suas linhas gerais aprovadas pelo Partido Comunista Chinês em reunião do 5º Pleno, ocorrida entre 26 e 29 de outubro de 2015.

O novo Projeto Geoeconômico da China, lançado em 2013 pelo presidente Xi Jinping, sob o conceito de uma nova rota da seda (*One Belt, One Road*), abarca uma ambiciosa interligação terrestre e marítima da Ásia com a Europa. O Projeto se materializa num megapacote de projetos de infraestrutura de logística a serem implementados sobretudo por empresas chinesas, com financiamento, em grande medida, de fontes chinesas.

Tal como sintetizado por André Scherer:

O objetivo é interligar China, Ásia Central, Rússia e Europa (a região báltica), ligando a China ao Golfo Pérsico e o Mar Mediterrâneo através da Ásia Central e o Oceano Índico. A "nova rota marítima da seda" foi desenhada de modo a ligar a costa chinesa à Europa através do Mar da China e o Oceano Índico em uma rota e o Mar da China ao Pacífico Sul em outra, formando o "cinturão" que dá nome à iniciativa⁷.

Todavia, a estratégia chinesa de investir pesadamente em infraestrutura não se limita à Eurásia, uma vez que contempla outras regiões do mundo, como a América Latina, que clama pela modernização de sua infraestrutura e oferece, portanto, oportunidades de mercado para as grandes empresas construtoras e de obras públicas chinesas, as quais passam por saturação de mercado no interior de seu país e elevada ociosidade.

Em maio de 2015, a visita ao Brasil do Premiê chinês Li Keqiang inseriu o Brasil em seu Projeto Geoeconômico por meio dos seguintes instrumentos firmados pelos dois governos: o novo Plano de Ação Conjunta para o período 2016-2021 e a ratificação do Acordo-Quadro para o Desenvolvimento do Investimento e Cooperação em Capacidade. Criou-se, portanto, uma oportunidade estratégica para o Brasil estreitar seus laços de cooperação com a China, por meio da expansão de investimentos chineses, tanto em projetos de infraestrutura quanto no setor produtivo. Nesse contexto, estão lançadas as bases para uma forte integração econômica, produtiva, comercial e financeira, que se pretende mutuamente vantajosa entre os dois países.

Na América Latina, é grande a receptividade à chegada dos chineses, assim como ocorre no resto do mundo. Isso tem a ver, sobretudo, com percepção disseminada nos meios oficiais e empresariais de que, em função de suas elevadas taxas de crescimento econômico, a China apresenta tremendas oportunidades de negócios para agora e ainda mais no futuro, uma vez que está se tornando uma potência econômica de dimensão global, como são os EUA. Tal como salienta

Robert Evan Ellis (2014) são sete áreas que despertam o interesse da América Latina pela China:⁸

- Expectativa de acesso ao grande mercado chinês;
- Expectativa de atração do investimento direto chinês;
- A influência da China na construção da infraestrutura dos países latino-americanos;
- O papel da China como contraponto ou contrapeso ao poder econômico dos EUA no continente;
- A China como um exitoso modelo de crescimento alternativo com forte presença do estado;
- Admiração pela cultura e ética de trabalho dos chineses, e, por fim;
- A percepção da China como a grande potência do futuro.

Dados os objetivos deste dossiê, das sete áreas acima listadas, a segunda e a terceira merecem mais atenção e serão dissecadas a seguir.

No que concerne à expectativa de atrair capitais chineses, a combinação de superávits comerciais vultosos e sustentados e elevada taxa de poupança confere à China ampla disponibilidade de recursos que agora começam a ser investidos no exterior e, deste modo, podem ser canalizados para financiar as carências de investimento na maioria dos países latino-americanos. As frequentes visitas oficiais de presidentes e outros mandatários chineses em países da região contribuem para despertar o interesse de atrair os chineses como fonte inesgotável de recursos.

Embora a concretização de investimentos chineses em países da região tenha inicialmente demorado a ocorrer, graças à crescente familiarização das empresas chinesas com o ambiente de negócios dos diferentes países e seus enormes saldos financeiros (reservas cambiais hoje da ordem de US\$ 3,3 trilhões), a China começou, desde 2000, a fazer empréstimos ou investir diretamente dezenas de bilhões de dólares em diferentes países da América do Sul, a exemplo de:

- Argentina: US\$ 10 bilhões para modernizar o setor ferroviário, US\$ 5,6 bilhões em aquisições no setor de petróleo, incluindo a Occidental Petroleum e Bidas, e US\$ 1,7 bilhão numa fábrica de ureia;
- Bolívia: US\$ 580 milhões em ferrovias, US\$ 300 milhões em um projeto de telecomunicações e US\$ 240 milhões em uma hidrelétrica;

⁷ Xinhuanet, Chronology of China's Belt and Road Initiative, 28/03/2015. Disponível em <http://goo.gl/S1IRDF>.

⁸ Cf. ELLIS, R. Evan. A Hard Look at China's soft power in Latin America in: *China's great leap outward: hard and soft dimensions of a rising power*. New York: The Academy of Political Science, 2014, p. 177.

- Brasil: US\$ 10 bilhões de empréstimo à Petrobras no desenvolvimento do pré-sal, US\$ 10 bilhões em aquisições no setor de petróleo e US\$ 1,7 bilhão na infraestrutura de energia;⁹
- Chile: US\$ 1,91 bilhão em siderurgia, US\$ 550 milhões em processamento de cobre e US\$ 190 milhões em energia renovável;
- Colômbia: US\$ 980 milhões em extração de gás, US\$ 430 milhões no setor de petróleo e US\$ 240 na extração de carvão;
- Equador: US\$ 10 bilhões de empréstimos;
- Peru: US\$ 12 bilhões comprometidos no desenvolvimento do setor mineral, inclusive nos polos mineiros de Toromocho, Galleno, Pampa del Pongo e Marcona; e
- Venezuela: US\$ 45 bilhões para financiar gastos públicos e projetos no setor de petróleo, além de US\$ 40 bilhões para infraestrutura.

É crescente a presença de empresas chinesas em países da América Latina em geral (além da América do Sul), em especial na Bolívia, Equador, México, Peru, Nicarágua e Venezuela, onde se tornam cada vez mais importantes no funcionamento de setores de extração mineral que geram receitas para os governos desses países. Mas é no setor de infraestrutura e logística que aumenta a atuação de empresas chinesas, a exemplo das companhias Huawei e ZTE na Argentina e na Venezuela, assim como a China Shipping, China Overseas Shipping (COSCO) e a Hutchison Whampoa em diversos países da região.

No que diz respeito à influência chinesa na construção da infraestrutura dos países latino-americanos, a China parece ter uma estratégia específica para vir a ocupar espaços nas obras de infraestrutura da América Latina como um todo. Um indício dessa política deliberada é o crescente papel que a China vem assumindo em organizações como a OEA, o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), o Banco de Desenvolvimento do Caribe (CDB) e organismos

regionais como Comunidade de Estados Latino-Americanos e Caribenhos (CELAC).¹⁰

4. O intercâmbio recente de investimentos Brasil-China

O Brasil tem se beneficiado dos efeitos do dinamismo chinês. No campo comercial, por exemplo, as exportações brasileiras para a China saltaram de US\$ 1 bilhão, em 2000, para US\$ 35,6 bilhões em 2015, ao mesmo tempo em que as importações de produtos chineses pelo Brasil passaram de US\$ 1,2 bilhão para US\$ 30,7 bilhões. Essa corrente de comércio de US\$ 66,3 bilhões ficou, no entanto, 15% abaixo da marca de 2014, em função da desaceleração chinesa e da recessão no Brasil, fatores que reduziram o intercâmbio bilateral (mais em função da queda nos preços do que na retração do volume comercializado). A China hoje é nosso maior parceiro em ambos os lados do comércio exterior, desbancando a histórica posição de predomínio dos EUA.¹¹

Desde 2000, a China tem recebido um volume expressivo de investimento direto estrangeiro (IED), tendo alcançado, segundo a Unctad (2015) a posição de maior receptor de IED em 2014, superando inclusive os EUA. Em que pesem as turbulências nos mercados ocorridas no 2º semestre de 2015, o ingresso de FDI na China atingiu US\$ 126,27 bilhões no ano, um aumento de 6,4% em relação ao ano anterior. Com isso, o país se tornou exportador líquido de capital, uma vez que os investimentos chineses no exterior alcançaram a inédita marca de US\$ 193,6 bilhões em 2015.¹² Anteriormente concentrados em indústrias extrativas, tais investimentos privilegiam agora fusões e aquisições nos EUA e na União Europeia, em busca de marcas, tecnologia e redes de distribuição internacionais, sendo um processo deliberado de avanço da China nas cadeias globais de valor. Conforme destaca o ex-embaixador do Brasil na China, Valdemar Carneiro Leão:

“É visível a participação crescente de produtos de maior valor agregado nas vendas externas chinesas. A exportação de produtos e serviços de alta tecnologia, como o são os equipamentos de telecomunicações e a construção de ferrovias

⁹ A Petrobras anunciou em 26/02/2016 que tinha garantido um nova linha de crédito à exportação de US\$ 10 bilhões do Banco de Desenvolvimento da China (CDB). As condições da operação são semelhantes aos dos empréstimos assinados entre a Petrobras e o CDB em 2009, quando a empresa captou US\$ 7 bilhões (de um programa de US\$ 10 bilhões) em troca de fornecimentos futuros de petróleo.

¹⁰ Embora seja apenas um observador na OEA, a delegação chinesa contribui bastante para a manutenção das atividades da entidade.

¹¹ Apesar dos benefícios que o Brasil tem tido no estreitamento do intercâmbio comercial com a China, há assimetrias que precisam ser revertidas, uma vez que as exportações brasileiras de produtos básicos (soja, minério de ferro e petróleo), representam em média algo em torno de 75% da pauta, enquanto que as importações brasileiras vindas da China se compõem em 95% de produtos manufaturados. Corrigir esse desequilíbrio requer não só esforços governamentais bilaterais, mas sobretudo uma maior pró-atividade das empresas brasileiras na busca de ocupar mais espaço no mercado chinês mediante ganhos de competitividade e promoção comercial mais agressiva.

¹² Mais precisamente US\$ 193,69 bilhões, conforme dados apurados pelo *China Global Investment Tracker*. O crescimento do IED na China se desacelerou, nos últimos anos, devido ao aumento dos custos locais de mão de obra, a concorrência dos países do sudeste asiático (ASEAN) e as investigações oficiais dirigidas a empresas estrangeiras que fazem negócios na China. No entanto, através da aquisição de ativos estrangeiros, principalmente nos ramos de energia, recursos naturais e infraestrutura, a China tornou-se mais atuante ao estimular suas empresas (tanto estatais como privadas) a investir no exterior para ganhar acesso a mercados e experiência internacional.

que operam trens de alta velocidade, é um dos principais vetores que têm entre seus alvos a modernização da infraestrutura de países em desenvolvimento, na Ásia, na África e na América Latina. O Banco Asiático de Investimento em Infraestrutura [AIIB, grifo nosso], recém-lançado, inclusive com a participação do Brasil como um dos membros fundadores, não deixará de ser um elemento a mais nessa dinâmica, não por conferir privilégios à China, mas porque agilizará o lançamento de novos projetos em uma região em que a competitividade chinesa desfruta de vantagem natural¹³.

No campo do IED, ainda que em patamar bem abaixo do intercâmbio comercial, aumenta o interesse das empresas chinesas em ocupar espaços na economia brasileira. Neste caso, os números oficiais do Banco Central do Brasil (BCB) não espelham a real dimensão do ingresso de investimento direto em virtude das práticas de triangulação pela qual os capitais chineses entram no Brasil por meio de outras praças financeiras (paraísos fiscais).

Com base em dados mais atualizados do *China Global Investment Tracker*, conforme o quadro abaixo, no período de 2005-2015, quando de fato avançou o processo de investimento chinês no resto do mundo, o Brasil recebeu 46 operações de ingressos de IED chinês, totalizando US\$ 39,1 bilhões, sendo que as entradas só se aceleraram e tomaram vulto a partir de outubro de 2010. Esse saldo acumulado de investimento correspondeu a 32,08% do total de IED chinês aplicado na América do Sul e 3,22% do total investido pelas empresas chinesas no exterior nos últimos 11 anos, que atingiu a marca de US\$ 1.212,92 bilhões (US\$ 1,2 trilhão). Desse modo, a China figura hoje entre as principais fontes de investimento estrangeiro direto no Brasil, com destaque para os setores de energia e mineração, siderurgia e agronegócio. Tem-se observado, também, diversificação dos investimentos chineses no país para segmentos como telecomunicações, automóveis, máquinas e serviços bancários.

Apesar de o Brasil ainda situar-se, no período em análise, longe da África Subsaariana (US\$ 220 bilhões), Europa (US\$ 163,83 bilhões), EUA (US\$ 103,35 bilhões) e Austrália (US\$ 83,89 bilhões) como recipiente de IED chinês, cabe destacar que, embora o estoque de investimento chinês ainda esteja bem abaixo do nível atingido por investidores tradicionais (EUA, Alemanha, Reino Unido), o fluxo anual de ingresso de capitais chineses no País vem se incrementando de tal sorte que já coloca o país asiático entre os principais investidores estrangeiros no Brasil. Caso haja continuidade dessa tendência, a presença do IED chinês aumentará

ainda mais rapidamente. Dado o espaço regulatório favorável no Brasil para o crescimento dos investimentos externo em logística e em infraestrutura em geral, pode-se antecipar que a China venha a se tornar em poucos anos o maior investidor estrangeiro no Brasil.

Dados do Ministério do Comércio da China (MOFCOM) indicam que, no período de 2000 a 2010, US\$ 572,5 milhões foram investidos por empresas brasileiras, representando apenas 0,04% do estoque de investimentos estrangeiros no país asiático. Os investimentos brasileiros na China se mantiveram estagnados por um bom tempo, mas há importante presença de capitais brasileiros na China, em setores como aeronáutico, mineração, alimentos, motores, autopeças, siderurgia, papel e celulose, e serviços bancários. Os dados disponíveis indicam que 57 empresas brasileiras estão presentes no mercado chinês, dentre elas, a Embraco, Embraer, Marcopolo, Weg; Brazil Foods, Marfrig, Petrobras, Vale, entre outras.

O crescimento econômico na China tem diminuído, mas isso tende a funcionar como um incentivo para suas empresas investirem no exterior para combater o excesso de capacidade produtiva interna ou outros fatores, enquanto recessões e depreciações cambiais em outros países têm criado boas oportunidades de barganha nos campos industrial e comercial em diferentes partes do globo. Obviamente, os fatores de risco afetarão as decisões de investir no exterior, mas, mesmo assim, espera-se que continue a aumentar o investimento chinês no exterior, em especial em infraestrutura.

5. O intercâmbio financeiro Brasil-China

Tem-se intensificado a cooperação financeira Brasil-China nos âmbitos bilateral e multilateral. Em 2014, foi assinado acordo de *swap* de moeda local (CRA), com vistas a salvaguardar o comércio bilateral em eventuais situações de grave crise externa.

Em um esforço para ampliar o comércio através do investimento direto, a China tem feito o movimento estratégico de ocupar espaços no setor financeiro do Brasil. Tal movimento posiciona os bancos chineses como financiadores do comércio e fornecedores de capital de giro na região, ajudando a facilitar as oportunidades de comércio entre ambos os países. À medida que os dois parceiros aprofundam a cooperação, em especial nos campos de infraestrutura e capacidade produtiva, grandes instituições financeiras chinesas penetraram no mercado brasileiro, a exemplo do:

¹³ Cf. Marcos Antônio Macedo Cintra, Edison Benedito da Silva Filho, Eduardo Costa Pinto (Orgs). *China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento*. Rio de Janeiro: Ipea, 2015.

Investimento Direto Chinês no Brasil, 2005-2015								
Ano	Mês	Entida Chinesa	Valor em US\$ milhões	Participação chinesa	Parceiro brasileiro	Setor	Subsetor	Greenfield
2005	Dezembro	CITIC	\$430		Brazil Power	Energia	Carvão	
2006	Abril	Sinopec	\$1.290		Petrobras	Energia	Gás	
2006	Novembro	CITIC	\$340		ThyssenKrupp and CVRD	Metalurgia	Aço	
2009	Outubro	China Communications Construction	\$100			Transportes	navegação	
2009	Novembro	Wuhan Iron and Steel	\$400	22%	MMX Mineracao	Metalurgia	Aço	
2009	Dezembro	CIC	\$500		CVRD (Vale)	Metalurgia	Aço	
2010	Fevereiro	Sany Heavy	\$200			Imobiliário	Construção	G
2010	Março	East China Mineral Exploration and De	\$1.200		Bernardo de Mello Itaminas	Metalurgia	Aço	
2010	Maio	Sinochem	\$3.070	40%	Statoil	Energia	Petróleo	
2010	Maio	State Grid	\$1.720	100%	Plena Transmissoras	Energia		
2010	Agosto	Chery Auto	\$400			Transportes	Autos	G
2010	Outubro	Sinopec	\$7.100	40%	Repsol	Energia	Petróleo	
2010	Dezembro	CIC	\$200		BTG Pactual	Finanças	Investimento	
2011	Março	Chongqing Grain	\$910			Agricultura		G
2011	Abril	ICBC	\$100			Finanças	Bancos	G
2011	Abril	ZTE	\$200			Tecnologia	Telecomunicações	G
2011	Agosto	JAC Motors	\$100	20%	SHC	Transportes	Autos	?
2011	Agosto	Taiyuan Iron, CITIC, Baosteel	\$1.950	15%	CBMM	Metalurgia		
2011	Novembro	Sinopec	\$4.800	30%	Galp Energia	Energia		
2012	Março	State Grid	\$550		Copel	Energia		
2012	Maio	China Construction Bank	\$200	100%	WestLB	Finanças	Bancos	
2012	Maio	State Grid	\$940		ACS	Energia		
2012	Setembro	BAIC	\$300			Transportes	Autos	G
2012	Setembro	Lenovo	\$150	100%	Digibras and Dual	Tecnologia		
2012	Outubro	JAC Motors	\$450			Transportes	Autos	G
2012	Novembro	CIC	\$460	33%	Prosperitas	Imobiliário	Property	
2013	Abril	COFCO	\$320			Agriculture		G
2013	Junho	Xugong Construction Machinery	\$200			Imobiliário	Petróleo	G
2013	Outubro	China Construction Bank	\$720	74%	Banco Industrial e Comerical	Finanças	Bancos	
2013	Outubro	CNOOC and CNPC	\$1.280	10%, 10%	Petrobras, Shell, and Total	Energia	Petróleo	G
2013	Dezembro	Three Gorges	\$130			Energia	Hidroelétrica	
2013	Dezembro	Three Gorges	\$250	50%	Jari	Energia	Hidroelétrica	
2014	Fevereiro	Three Gorges	\$390	33%	Terra Novo	Energia	Hidroelétrica	
2014	Fevereiro	State Grid	\$970	51%	Electrobras	Energia		
2014	Julho	Sany Heavy	\$300			Imobiliário	Petróleo	G
2014	Julho	ZTE	\$100			Tecnologia	Telecomunicações	
2014	Agosto	China Construction Bank	\$720	72%	Banco Industrial and Comercial	Finanças	Bancos	
2014	Dezembro	Three Gorges	\$140	49%	EDP	Energia	Alternativa	
2015	Maio	BYD	\$100			Energia	Alternativa	G
2015	Maio	China Communications Bank	\$170	80%	Banco BBM SA	Finanças	Bancos	
2015	Maio	China Electronics Corporation	\$100			Imobiliário	Construção	
2015	Julho	State Grid	\$2.200			Energia		
2015	Agosto	Three Gorges	\$490		Triunfo Participacoes	Energia		
2015	Outubro	ICBC	\$2.000		Petrobras	Energia	Petróleo	
2015	Novembro	HNA	\$460	24%	Azul Linhas Aereas Brasileiras	Transportes	Aviação	
Total	-	-	\$39.100	-	-	-	-	

Fonte: China Global Investment Tracker, The American Enterprise Institute/The Heritage Foundation; elaboração: o autor.

Bank of China (BOC);

Industrial and Commercial Bank of China (ICBC Brazil);

China Construction Bank Corporation (CCBC); e China's Bank of Communications (BoCom).

Outros bancos chineses, mesmo aqueles que não dispõem de serviços de varejo no Brasil, já começaram a fazer negócios com empresas brasileiras. O China Development Bank (CDB), por exemplo, concedeu empréstimo de US\$ 1,5 bilhão a Petrobras. O empréstimo faz parte de um acordo de financiamento de longo prazo entre a Empresa petrolífera e o CDB, assinado durante a visita do premiê chinês, Li Keqiang ao Brasil em maio de 2015.

6. Observações finais

As circunstâncias atuais da reforma do modelo de crescimento na economia chinesa estimulam e direcionam uma onda de vigoroso investimento no exterior, em especial na busca de oportunidades promissoras de inversão em infraestrutura e capacidade produtiva na indústria e no agronegócio e não apenas na extração mineral.

A América Latina em geral, e o Brasil, em particular, se credenciam como receptores do investimento chinês. Nem mesmo as condições recessivas e a confusa situação política no País têm desencorajado o interesse chinês em adquirir participações e mesmo investir em projetos novos de logística e energia.

A eventual criação de um fundo de investimento bilateral, ora em discussão por ambos os governos, poderá impulsionar o fluxo de investimentos para o Brasil nos próximos anos, o que por certo contribuirá não apenas para superar os notáveis gargalos de infraestrutura existentes (e então reduzir o chamado custo Brasil), mas também para aumentar o patamar da taxa de investimento da economia, fator fundamental para a retomada sustentável do PIB por meio da expansão da capacidade produtiva e do potencial de crescimento no médio e longo prazo.

Referências bibliográficas:

ELLIS, R. Evan. *A Hard Look at China's soft power in Latin America in: China's great leap outward: hard and soft dimensions of a rising power.* New York: The Academy of Political Science, 2014.

FRANKEL, Jeffrey. *China's Stock-Market Red Herring.* Project Syndicate. Jan 19, 2016. Disponível em: <https://www.project-syndicate.org/commentary/china-stock-market-economic-slowdown-by-jeffrey-frankel-2016-01#4Xp2MChmBospJod.99>.

CINTRA, Marcos Antônio Macedo, SILVA FILHO, Edison Benedito da, PINTO, Eduardo Costa (Orgs). *China em transformação: dimensões econômicas e geopolíticas do desenvolvimento.* Rio de Janeiro: IPEA, 2015.

SCHERER, André, L. F, "A nova estratégia de projeção geoeconômica chinesa e a economia brasileira", Nota Técnica SEAIN/MP, 2015.

VALLS PEREIRA, Lia, VELOSO, Fernando, BINGWEN, Zheng (orgs). *Armadilha da renda média: visões do Brasil e da China.* Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas (FGV/IBRE) e o Instituto de Estudos da América Latina da Academia de Ciências Sociais da China (ILAS/CASS), 2013.

XINHUANET, *Chronology of China's Belt and Road Initiative*, 28/03/2015. Disponível em <http://goo.gl/S1IRDF>.

Deutsche Bank, *DB Access China Conference*, 25 January 2016.

Sítios na Internet:

<https://www.aei.org/china-global-investment-tracker/>

<http://www.cebc.org.br>.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weo-data/index.aspx>

<http://www.valor.com.br/brasil/4387254/sem-caixa-governadores-negociam-projetos-diretamente-com-asiaticos>

José Nelson Bessa Maia
nbessamaia@gmail.com



Bacharel em Economia pela Universidade Federal do Ceará(UFC), mestre em Economia e Doutor em Relações Internacionais pela Universidade de Brasília (UnB). Ex-secretário de Assuntos Internacionais do Governo do Estado do Ceará. Ex-coordenador de assuntos monetários e financeiros da Secretaria de Assuntos Internacionais (SAIN)/MF; servidor federal de carreira; economista do Corecon/DF e especialista em diagnóstico macroeconômico pelo FMI.



XXVIII ENE

15 a 17/06/2016

PARNAÍBA/PI

organização



ARTIGO

Cenário do comércio e serviços e outros indicadores do Distrito Federal

José Eustáquio Moreira de Carvalho

Visão Geral da Economia

Em face da crise econômica mundial, iniciada em 2008/2009, muitos países adotaram a política de incentivo ao consumo como uma das ferramentas para alavancarem os negócios e promover o crescimento das suas economias. Alguns deles incentivaram o crédito como mecanismo facilitador de vendas. O Brasil se incluiu neste rol, e foi bastante ousado na política de crédito.

Em 2013 aqueles países perceberam que este caminho não apresentava mais eficácia que justificasse seguir por ele. O Brasil preferiu continuar. Primeiro porque, próximo do período de eleições, muitos dos créditos concedidos foram dirigidos a grande parcela da população recém-incluída na sociedade de consumo. Uma população ávida para adquirir o que antes era inimaginável, mas despreparada na relação com o dinheiro. Resultado: grande elevação do volume de crédito, crescimento do nível de inadimplência e do volume de dívidas impagáveis, além da perda do poder de compra.

Vale ressaltar que a corrida na busca de crédito também atingiu as classes A, B e C que, ao final também tiveram o poder de compra reduzido e elevação no nível de inadimplência.

Não devem ser esquecidas as medidas “eleitoreiras” tomadas nesse período. Represamento de preços públicos ou administrados, redução de preço da energia elétrica, redução de alíquotas de impostos, desonerações da folha de pagamento, foram algumas dessas medidas. Tudo com prazo de validade: a posse para novo mandato, se confirmada a reeleição.

Consumada a reeleição, todos sabem o que foi feito, ou proposto, o caos provocado e o Brasil que temos, embora não seja o que queremos.

Neste contexto, os principais indicadores da Economia Brasileira que já vinham perdendo forças em decorrência da crise, foram duramente afetados por todas aquelas decisões e, o que é pior, pelas indecisões que ainda existem quanto ao modelo de política econômica que está inacabado.

Realidade do Distrito Federal

Voltando o olhar para a realidade do Comércio e Serviços em Brasília, e à luz de fatos concretos, vale a

pena examinar alguns dados do nosso presente e o que podem nos indicar para o futuro.

O que nos mostra o presente?

A Pesquisa Conjuntural, realizada mensalmente pelo Instituto Fecomércio, que analisa o desempenho das empresas de comércio e serviços com até 20 empregados, no seu levantamento relativo a janeiro de 2016, apresenta o seguinte quadro:

Pesquisa Conjuntural	dez/14	dez/15	jan/16
Indicadores de Comércio do DF	-4,91%	-18,69%	-13,45%
Indicadores de Serviços do DF	-13,82%	-15,82%	-5,20%
Indicadores de Comércio e Serviços do DF	-5,16%	-17,85%	-10,93%

Fonte: Pesquisa Conjuntural, janeiro 2016, IF/Fecomércio-DF.

É visível a situação de queda constante em ambos os setores. Apesar de queda menor no Setor de Serviços no mês de janeiro de 2016, vale mencionar os dados de dezembro de 2013, quando o Comércio apresentou crescimento de 6,3%, Serviços com queda de 13,72% e o desempenho global foi crescimento de 4,44%.

O Índice de Intenção de Consumo das Famílias ICF/DF apresentou queda expressiva em dezembro de 2015, quando comparado com dezembro de 2014. Pequeno crescimento em janeiro de 2016 (1,2 pontos), sem, contudo, sinalizar tendência de crescimento contínuo. Na tabela abaixo, é possível perceber que a maior queda se deu nas famílias com renda até 10 salários mínimos. Dois foram os principais motivos: descrença na possibilidade de melhoria da renda e dificuldade de acesso ao crédito.

Pesquisa CNC	dez/14	dez/15	jan/16
Intenção de Consumo das Famílias do DF	117,60	89,50	90,70
Destaque			
Renda < 10 SM	113,30	84,10	84,50
Renda > 10 SM	126,60	101,10	104,10

Fonte: CNC - Pesquisa de Intensão de Consumo das Famílias (ICF), janeiro 2016.

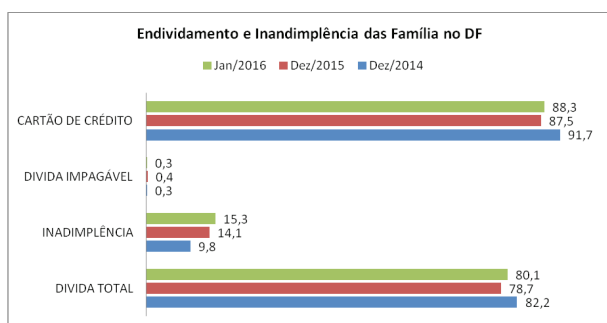
O Índice de Confiança dos Empresários “ICEC/DF”, confirmando tendência já percebida ao longo do período, apresentou queda expressiva (29,7 pontos) em dezembro de 2015, quando comparado com dezembro de 2014. Pequeno crescimento em janeiro de 2016 (3,6

pontões), sem, contudo, sinalizar tendência de melhora ao longo do ano. Na tabela abaixo, é possível perceber expressivas quedas em todos os indicadores, principalmente no que expressa a confiança dos empresários nas condições atuais da Economia, cuja queda média foi de 41,5 pontos. Observa-se, ainda, que este indicador, ao lado do de intenção de investimentos, foi o menor crescimento em janeiro de 2016.

Pesquisa CNC	dez/14	dez/15	jan/16
Confiança dos Empresários do DF	109,90	78,30	81,80
Destaques			
Indicador de condições atuais	80,60	39,10	41,80
Indicador de expectativas dos empresários	141,90	115,30	120,50
Indicador de investimentos dos empresários	107,20	80,60	83,00

Fonte: CNC – Índice de Confiança dos Empresários do Comércio (ICEC), janeiro 2016.

Houve pequena redução no nível de endividamento das famílias em Brasília, 78,7% em dezembro de 2015 contra 82,2% em dezembro de 2014. Como sempre, superou o nível nacional (61,0%) em cerca de 18 pontos percentuais. A taxa de inadimplência, dívidas não pagas há mais de 90 dias, sofreu elevação bem expressiva, passando de 9,8% em dezembro de 2014, para 14,1% em dezembro de 2015. A dívida impagável subiu 0,1 ponto percentual em dezembro de 2015 quando comparada com dezembro de 2014. Vale observar que, em janeiro de 2016, a dívida impagável voltou ao patamar de dezembro de 2015, enquanto os demais indicadores cresceram. Como sempre, a dívida com o rotativo do cartão de crédito é, de longa data, a mais representativa entre todas as modalidades.



Fonte: CNC – Pesquisa de Endividamento e Inadimplência do Consumidor (PEIC), janeiro 2016.

As taxas de juros nominais, praticadas no período, continuaram na escalada de crescimento contínuo. Na comparação de dezembro de 2015, em relação a dezembro de 2014, houve um acréscimo de 31,62 pontos percentuais na taxa de juros cobrados da Pessoa Física e de 13,31 pontos percentuais na taxa da Pessoa Jurídica. No crédito à Pessoa Física, continuam

absurdamente elevadas as taxas do Cheque Especial que, de 178,80%, em dezembro de 2014, subiram para 240,88%, em dezembro de 2015, e 248,34%, em janeiro de 2016; e do Cartão de Crédito que se elevaram de 258,26%, em dezembro de 2014, para 399,84%, em dezembro de 2015 e 410,97%, em janeiro de 2016. No que se refere à Pessoa Jurídica, o destaque ficou para a Conta Garantida, que teve uma elevação de 31,23 pontos percentuais, passando de 101,68% em dezembro de 2014 para 132,91% em dezembro de 2015. Em janeiro também se verificou elevação de 2,62 pontos percentuais, atingindo o patamar de 135,53%.

Principais taxas	dez/14	dez/15	jan/16
Taxa de juros pessoa física	108,16%	139,78%	142,74%
Destaques	76,53%	90,12%	92,29%
Cartão de crédito	258,26%	399,84%	410,97%
Cheque especial	178,80%	240,88%	248,34%

Taxa de juros pessoa jurídica	dez/14	dez/15	jan/16
Destaque	26,82%	35,12%	35,91%
Conta garantida	101,68%	132,91%	135,53%

Fonte: ANEFAC – Pesquisa Mensal de Juros, janeiro 2016.

O que nos reserva o futuro próximo?

Continuam as indefinições políticas e as suas implicações no aumento da desconfiança e da ausência de perspectivas, é pura futurologia pensar em horizonte além de 2016. Aliás, até mesmo para aquele ano, haverá necessidade de muita prudência nas projeções de ganhos e gastos, quaisquer que sejam eles.

Vejamos alguns dos indicadores que continuarão a incomodar o País, conseqüentemente, os setores de comércio e serviço:

- Vendas em queda;
- Inflação resistente, com perspectivas de redução a partir do segundo semestre;
- Aumento do desemprego;
- Poder de compra reduzido ou inexistente;
- Os indicadores do comércio (ICEC e ICF) sem horizontes muito claros, não serão positivos ou terão algumas recuperações pontuais;

Mas não existem só notícias ruins para 2016:

- Novos recursos serão injetados no mercado com a vigência do acréscimo de 5% na margem de empréstimos consignados;
- Também, mesmo sem saber ao certo qual o volume, teremos outra entrada de recursos, via empréstimos consignados aos empregados da iniciativa privada, garantidos pelo FGTS (Fundo de Garantia do Tempo de Serviço);

- Aumentos salariais, ainda que concedidos de forma parcelada, trarão recursos para o setor a partir de julho/agosto;
- Recursos das devoluções de Imposto de Renda da Pessoa Física, chegarão ao mercado a partir de junho.

A crise é real e não está no fim. Como agir diante de tudo isto?

Não existem receita nem palavras mágicas que eliminem crises. Mas, certamente, muita calma, paciência, tranquilidade e perseverança devem estar presentes em todos na condução dos seus negócios.

Neste momento, os orientais podem ser nossos mentores. Frente a problemas e crises, eles sempre veem oportunidades de investimentos que resultem em melhorias e crescimentos dos negócios. Podemos, a partir dessa atitude, buscar o nosso potencial de criatividade e inovação. Mas, no nosso caso, como investir com tantas incertezas? É nesta condição que existe um grande número de oportunidades para investimentos em tecnologias de gestão, de processos e na qualificação de pessoas. Investimentos que não demandam grandes volumes de recursos financeiros, como é o caso de investimentos em ativo fixo. Isto significa um parte importante no preparo para sair da crise. A outra parte está na utilização de toda a criatividade e aproveitar o momento para inovar em tudo que for possível. Que tal começar pelo atendimento aos melhores parceiros dos empresários, o cliente e o empregado?

Inovar nem sempre implica em dispêndio de recursos, pois **“inovar é fazer diferente o que todo mundo faz igual”**. Basta lembrar da história do ovo de Colombo. Então, o ovo e os instrumentos eram iguais

para todos, mas só ele botou o ovo em pé de forma diferente.

Por fim, duas sugestões que servem, não só para os negócios, mas para tudo na vida:

- Ter responsabilidade em todos os momentos que se apresentarem. Não se trata aqui do conceito comum que nos ensinaram a respeito desta atitude. Novamente os orientais são os mestres, quando definem responsabilidade como **“responder com habilidade”**. De nada adianta procurar culpados externos ou assumir a culpa. O que vale é ter uma resposta criativa e adequada para o problema, da forma como ele se apresenta e no momento da sua ocorrência.
- Rezar diariamente. Não me refiro ao nosso rezar cotidiano, mas aquele proposto por Nizan Guanaes em sua mensagem no final de 2015. **“Rezar não para ser santo, mas para não ser besta. Para ser homem”**, escreveu ele.

*José Eustáquio
Moreira de Carvalho*
jeustaquio@fecomerciof.com.br



Graduado em Economia pela Universidade de Brasília (UnB), Especialista em Finanças de Empresas (FEA/USP) e em Gestão da Qualidade Total (Fundação Carlos Alberto Vanzolini — POLI/USP e Fundação Christiano Ottoni — UFMG, no Brasil, e JUSE/AOTS, no Japão). Atualmente é Conselheiro Suplente do Corecon-DF e Assessor Econômico da Federação do Comércio de Bens, Serviços e Turismo do Distrito Federal (FECOMÉRCIO-DF).

**XXII
PRÊMIO
BRASIL
DE ECONOMIA**
★★★★★

INSCRIÇÕES:
de 01/03/2016
a 01/07/2016

ARTIGO

Crescimento econômico: o caminho para a prosperidade.

Eduardo Almeida Teles

Em momentos como estes, onde as incertezas no campo econômico pairam aos montes, é que mais se escutam discussões relacionadas à ciência econômica. Fato é que o país precisa de mudanças e, se existe um momento conveniente para que elas aconteçam, é quando estamos em uma crise. Os sintomas estão aí, uma inflação anualizada acima de 9%, taxa de desemprego acima de 8%, câmbio com forte desvalorização e sem perspectivas de recuo, as contas públicas desajustadas etc.

Metaforicamente, estamos falando dos sintomas de um paciente. Identificar a doença e, mais ainda, as causas, é a etapa fundamental para prescrever um tratamento eficaz, a fim de alcançar eficazmente a retomada da saúde. O problema é que, muitas vezes, aquele que tem a caneta, o papel e o carimbo para fazer a receita, não é bem um médico, não se pauta das melhores informações, e com o perigoso e sedutor “senso comum”, caminha para um quase certo fracasso a passos largos.

Saindo da Medicina e voltando para a Economia, mas ainda na ideia de tentar encontrar respostas para a crise, existe um fator em especial, que não é tão abordado, principalmente pela classe política, mas que tem papel fundamental no formato estrutural econômico e social de qualquer país ao longo dos anos: a produtividade. Como disse Paul Krugman, “a produtividade não é tudo, mas no longo prazo é quase tudo”.

Países vivem momentos tão distintos no que se refere a níveis de renda que o desafio é tentar entender por que chegaram aos respectivos patamares. O 8º princípio de economia elucida que “o padrão de vida de um país depende de sua capacidade de produzir bens e serviços”, enfim, da sua produtividade.

O Gráfico 1 apresenta o comportamento do produto *per capita* brasileiro entre 1950 e 2009 – em níveis relativos ao ano 1950 – onde se percebe claramente elevadas taxas de crescimento a partir dos anos 1950, tendo o ápice entre 1968 e 1973, no “milagre econômico”, sofrendo queda acentuada na década de 1980. Houve novo crescimento no início da década de 1990 e, novamente, em meados da década de 2000, contudo, não conseguindo recuperar o mesmo patamar do maior nível há cerca de 30 anos.

A teoria do crescimento econômico estabelece que a renda *per capita* depende da produtividade do trabalho multiplicada pela taxa de participação da população em idade ativa (PIA) na força de trabalho:

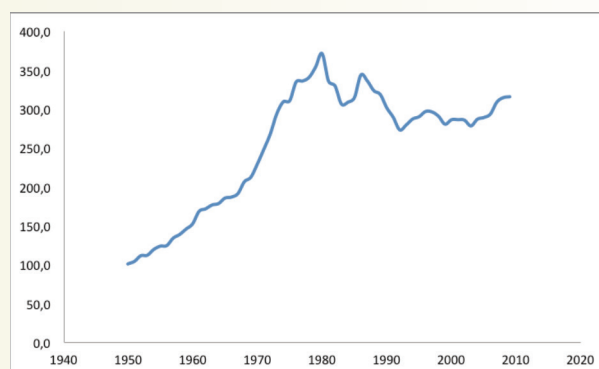
$$\frac{Y}{N} = \left(\frac{Y}{L}\right) \left(\frac{L}{N}\right)$$

ou seja, um país para alcançar elevações na sua renda *per capita* precisa aumentar a sua produtividade ou o número de pessoas que façam parte da força de trabalho.

Nesse sentido, remetendo ao nosso passado recente, onde o país apresentava taxas de desemprego invejáveis, contudo, o crescimento que experimentamos não se mostrou sustentável e, por fim, estamos vivendo, ao que parece por muito tempo, uma grave crise econômica, com desdobramentos sociais preocupantes.

Gráfico 1

Evolução do produto por trabalhador (y) - US\$ PPP (Brasil, 1950-2009).



Fonte: Penn World Table 7.0, Barro e Lee (2010) e cálculo dos autores, apud PEDRO PEREIRA et al., 2013, p. 164)

Continuando na análise da citada teoria, empiricamente se percebem as principais causas para o baixo crescimento de longo prazo, principalmente ao se comparar com economias tradicionais, como a norte americana, ou a casos de sucesso mais recentes, como os conhecidos “Milagres do crescimento”: Coreia do Sul, Hong Kong, Cingapura e Taiwan.

A tabela a seguir apresenta o comportamento do Brasil e dos Estados Unidos ao longo da história, ou seja, nos últimos 500 anos, quando se percebe claramente o ponto de descolamento entre eles, na segunda revolução industrial, no século XIX e na primeira metade do século XX.

Tabela 1
Renda per capita no Brasil, Estados Unidos e o mundo, 1500-1945 (em dólares internacionais de 1990).

	1500	1700	1820	1890	1945
Brasil	400	459	646	794	1390
Estados Unidos	400	527	1.257	3.392	11.709
Brasil/Estados Unidos	(1:1)	(1:1,1)	(1:1,9)	(1:4,3)	(1:8,4)
Mundo	566	615	666	1.261a	2.111b
Taxa de crescimento (em %) c					
Brasil		0,07	0,29	0,30	1,02
EUA		0,14	0,73	1,43	2,28
Mundo		0,04	0,07	0,80	1,04
a Dado referente a 1900					
b Dado referente a 1950					
c Média anual em relação ao ano da coluna anterior.					

Fonte: Elaboração própria a partir de Maddison 2010, apud PEDRO PEREIRA et al., (2013, p. 93)

Vários motivos são apresentados para este cenário, seja modelo de colonização, geografia, qualidade das instituições e nível de comércio internacional, mas o fato é que o nosso vizinho continental do norte aproveitou muito bem o cenário de inovações tecnológicas e, com isso, colocou-se como a maior economia mundial, posto anteriormente dominado pela Inglaterra.

Enquanto o Brasil independente, mas sob o regime monárquico de um imperador português, seguia incentivos diversos do modelo republicano norte americano, este último conseguiu criar um excelente ambiente de negócios, vendo emergir empreendedores e engenheiros, estimulando o acúmulo dos fatores de produção (capital físico e humano), bem como elevados níveis de Produtividade Total dos Fatores (PTF).

Houve um hiato de quase 100 anos entre a industrialização brasileira e americana, além do modelo adotado, no nosso caso, focado em substituição de importações, e já para o segundo, mais voltado para o comércio internacional.

Gostaria de salientar a importância do componente PTF, resultante essencialmente dos fatores tecnologia e eficiência da alocação de recursos. O modelo de Solow apresenta a seguinte estrutura:

$$y = A_t K_t^\alpha h_t^{1-\alpha} \quad 0 < \alpha < 1,$$

onde y é o produto per capita, k é o capital físico por trabalhador, h é o capital humano por trabalhador e A é a PTF. O parâmetro α é a elasticidade do produto em relação ao capital físico. O capital humano será construído pela seguinte equação:

$$h = e^{\left(\frac{\psi}{1-\psi}\right) s t^{1-\psi}},$$

em que h é a escolaridade média da mão de obra, tentando capturar o retorno da escolaridade no mercado de trabalho.

O estoque de capital físico é construído a partir do método de investimento perpétuo, pela seguinte expressão:

$$K_{t+a} = (I_t - \delta)K_t,$$

em que k é o estoque de capital agregado, I é o investimento e δ a taxa de depreciação do capital.

A contribuição de cada fonte para a formação do produto per capita então seria:

$$\frac{\ln y_{t+T} - \ln y_t}{T} = \frac{\ln A_{t+T} - \ln A_t}{T} + \alpha \frac{(\ln k_{t+T} - \ln k_t)}{T} + (1 - \alpha) \frac{(\ln h_{t+T} - \ln h_t)}{T}$$

onde o lado esquerdo representa o crescimento médio por trabalhador entre dois anos, T é a diferença de anos, e o lado direito decompõe o crescimento da produtividade do trabalho em três componentes: a PTF (A), o capital físico (k) e o capital humano (h).

Observando a tabela 2, dentre as várias inferências possíveis, vê-se o quanto a PTF foi importante para o maior crescimento registrado, no período do chamado "milagre econômico", e já na chamada "década perdida", esse índice teve um comportamento negativo. O que suscita a correlação entre a participação da tecnologia e da eficiência nas alocações dos recursos, como fundamental para o crescimento sustentado em longo prazo.

Tabela 2 - Decomposição do crescimento do produto por trabalhador (Brasil, em %).

	CONTRIBUIÇÃO PARA O CRESCIMENTO			
	y	K	H	A
1950-1968	4,0	1,7	0,8	1,5
		(41)	(20)	(39)
1968-1973	7,1	2,0	0,1	5,0
		(28)	(1)	(70)
1973-1980	3,4	2,5	0,2	0,7
		(76)	(5)	(19)
1980-1992	-2,6	0,1	1,5	-4,2
		(-5)	(-59)	(164)
1992-2003	0,2	0,1	1,3	-1,2
		(-55)	(764)	(-719)
2003-2009	2,1	0,0	0,6	1,5
		(-2)	(29)	(73)
1950-1980	4,4	1,9	0,5	1,9
		(44)	(12)	(44)
1980-2009	-0,6	0,1	1,2	-1,9
		(-14)	(-223)	(337)
1950-2009	1,9	1,0	0,9	0,0
		(52)	(45)	(2)

Fonte: Penn World Table 7.0, Barro e Lee (2010) e cálculo dos autores, apud PEDRO PEREIRA et al., (2013, p. 139)

O papel da tecnologia para uma maior produtividade é muito claro, já o segundo fator, a eficiência nas alocações, merece maiores apresentações.

Basicamente, todos os países que experimentaram elevadas taxas de crescimento passaram por mudanças estruturais nos seus setores produtivos, ou seja, deslocaram recursos, seja capital físico ou humano, de um setor essencialmente menos produtivo, a agricultura, para os mais produtivos, indústria e serviços. Pois foi justamente o que aconteceu com o Brasil a partir dos anos 1950 até o início dos anos 1980, com queda contínua na participação do setor agrícola, saindo de pouco mais de 62% para 19%; já o setor industrial se mostrou mais linear, crescendo de 17% para 19%; e, por fim, o setor de serviços foi o que apresentou maior crescimento, saindo de 20% para 62%.

A questão é que a partir de certo amadurecimento da economia, com o assentamento aproximado aos nossos índices atuais, o crescimento *per capita* passa a ser dependente da PTF. Aí surge a questão sobre quais fatores podem causar elevação da PTF.

Como já disse o economista Gustavo Franco, “para um problema complexo, sempre existe uma resposta simples e ERRADA”. Portanto, não se espera encontrar aqui uma panaceia, mas, de fato, alguns pontos são muito pertinentes e reveladores quando comparados a um grupo de países.

A Tabela 3 apresenta diversas classificações comparativas para questões intimamente ligadas ao empreendedorismo privado, onde é possível perceber que o Brasil encontra-se mal posicionado, quase sempre no último terço do universo total de 183 países medido pelo Banco Mundial.

TABELA 3
Ranking do Doing Business, 2012

	Ambiente de negócios	Abertura de empresas	Fechamento de Empresas	Cumprimento de Contratos	Pagamento de Impostos	Acesso a crédito
Brasil	126	120	136	118	150	98
EUA	4	13	15	7	72	4
Chile	39	27	110	67	45	48
México	53	75	24	81	109	40
Coreia do Sul	8	24	13	2	38	8
China	91	151	75	16	122	67
Índia	132	166	128	182	147	41

Fonte: Banco Mundial (2012).

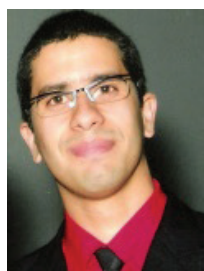
O chamado “*custo Brasil*” já é bem conhecido pelos brasileiros, na forma de uma excessiva burocracia administrativa, de um complexo e oneroso modelo tributário, de uma elevada taxa de juros, que encarece o crédito, que por sua vez também quase sempre é de difícil acesso.

Com os problemas comentados que afetam a atividade econômica do país, soma-se a baixa qualidade da infraestrutura e da educação, o que também diminui a eficiência marginal do capital, principalmente para setores que sofrem concorrência externa, de países com ambientes de negócios, tecnologia e capital humano mais desenvolvidos.

Os momentos de maior crescimento econômico foram precedidos de reformas políticas positivas, como: o Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), em meados dos anos 1960, com a criação de instituições de controle do mercado financeiro (CMN, BACEN...) e de poupança e investimento de longo prazo (SFH, BNH...), e o conjunto de reformas iniciadas no início da década de 1990, com a abertura da economia e o fim das “reservas de mercado”; o Plano Real; a criação de leis como a LRF (Lei de Responsabilidade Fiscal); a Lei das SAs, entre outras, que resultaram em controle da inflação, maior equilíbrio fiscal interno e externo, de acesso ao crédito, de robustez ao mercado de capitais, entre outros fatores positivos que ao seu tempo, representaram verdadeiras revoluções ao *status quo*.

A questão chave é posicionar o país para a convergência ao crescimento econômico, o que tem se mostrado bastante difícil ao longo da história, dada a dificuldade de se adequar a agenda política com medidas essencialmente de longo prazo. A reforma tributária já está virando lenda, promessa de vários candidatos que, quando eleitos, praticamente em nada avançam nesse tocante. Medidas de abertura da economia que gerem competição e, com isso, efeitos shumpeterianos, de “*destruição criativa*”, que pode em muito elevar a PTF, com a saída do mercado de empresas ineficientes, substituídas por outras muito mais produtivas, aumentando a eficiência agregada da alocação de recursos.

Seja como for, não parece que, no curto prazo, veremos grandes mudanças na rota do país, infelizmente, mas, como já foi dito, nos momentos de crise, é que muitas vezes se manifestam as grandes mudanças necessárias. Pois que venham e coloquem o país rumo ao crescimento econômico sustentável, elevando o padrão de vida da população, para, quem sabe, em algumas décadas, finalmente vir a alcançar o seletivo e privilegiado grupo de países desenvolvidos.



Eduardo Almeida Teles
eduteles9@hotmail.com

Graduado em Ciências Econômicas pela União Pioneira de Integração Social (UPI) e em Administração de Empresas pela Universidade do Estado da Bahia (UNEB). Especialista em Gestão Empresarial pela FGV, em Finanças pela Facemp e em Gestão de Recursos Humanos pela Uninter.

ARTIGO

Macroeconomia & Educação Financeira

Victor José Hohl

Na Educação financeira tradicional, não se leva em consideração a conjuntura macroeconômica mundial e brasileira, analisando como as mudanças dos cenários econômicos atuam na vida financeira das pessoas.

No final do 2º mandato do Presidente Lula, o cenário macroeconômico era extremamente positivo, chegando a despertar nas pessoas certa euforia. Entretanto, alguns economistas já alertavam para os tempos difíceis que viriam pela frente, considerando que a crise financeira americana e europeia já haviam ocorrido. (Colapso das hipotecas *subprime* ou de alto risco dos Estados Unidos de 2007/2008). A economia brasileira, em muitos aspectos, se assemelha ao modelo econômico americano, podemos constatar semelhança entre os acontecimentos macroeconômicos nos EUA e no Brasil, mas com uma defasagem no tempo de 7 a 8 anos. Por exemplo, a crise *subprime* ocorrida lá em 2007/2008, com relação ao preço dos imóveis, está se manifestando aqui agora.

O assunto finanças pode ser abordado em seu aspecto psicológico e econômico propriamente dito. Na psicologia comportamental, abordam-se questões emocionais, crenças e hábitos e, na economia, assuntos racionais, situação macroeconômica, orçamento doméstico, aplicações financeiras em renda fixa, imóveis e ações na Bolsa de Valores.

Economistas já alertavam para um cenário sombrio que viria pela frente e aconselhavam aplicações mais conservadoras, como caderneta de poupança, principalmente para aqueles sem educação financeira. O lema era: "Aprenda primeiro, poupe e invista depois". O rendimento da caderneta de poupança foi negativo (Rendimento da poupança 8,07 % a.a. – inflação 10,67 % a. a. (2015) = Rendimento real negativo de 2,60 % a. a.). Investir dinheiro na poupança não serve para ganhar dinheiro, mas é útil como reserva financeira de emergência (é líquida e segura). Aplique, por exemplo, o valor correspondente a 6 vezes a sua despesa mensal, funciona como o seu cheque especial. Uma vez constituída a reserva, nunca vais precisar entrar no cheque especial do banco ou ficar devendo no seu cartão de crédito. Por exemplo, aconteceu um imprevisto, doença, bateu o carro etc. Cadê a reserva? Não tens? Aí vais utilizar o cheque especial ou ficar devedor no

cartão de crédito, pagando juros de 300 a 400% ao ano.

Tradicionalmente, os educadores financeiros não levam em consideração as mudanças da conjuntura macroeconômica nacional e mundial. Consideram que os cenários se mantêm estáticos, além de não ensinar como administrar o dinheiro. Nessa visão, as crises são consideradas como algo passageiro, as pessoas são induzidas a verem como única solução, para seus problemas financeiros, obterem um bom emprego e aumentar a renda. Já na visão do economista, a concepção é diferente, no atual cenário econômico mundial, podemos afirmar: não há crises e, sim, mudanças; o mundo econômico está passando por profundas mudanças e quem não as acompanhar, aí, sim, vai entrar em crise. As pessoas que investiram o dinheiro em ações, tesouro direto e até em imóveis na planta, sem ter o conhecimento macroeconômico, amargaram grandes prejuízos e estão passando por sérios problemas financeiros.

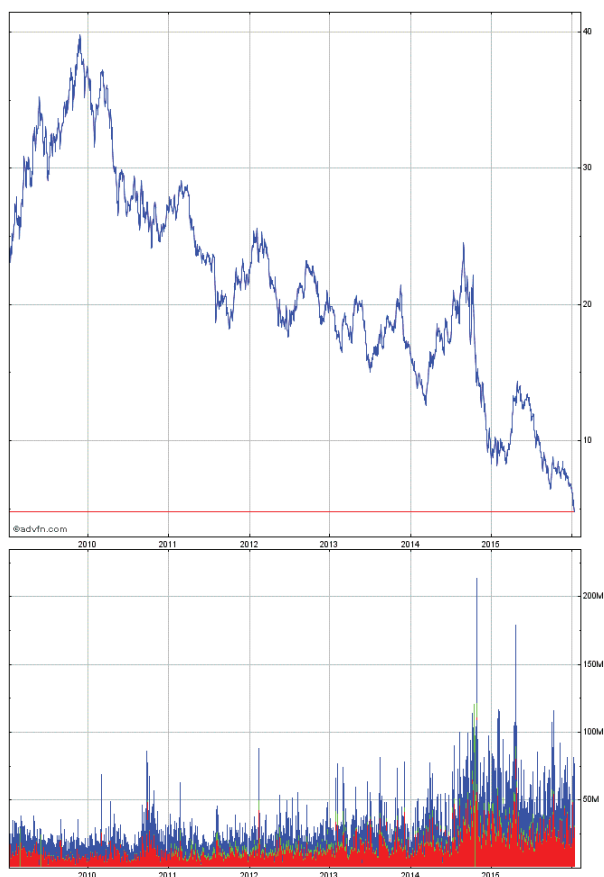
Na atualidade, reconhecemos que é necessário ter orientação financeira e acompanhar os cenários macroeconômicos. Com esse enfoque, os economistas podem auxiliar milhares de pessoas em todo o Brasil que vão necessitar de educação financeira incorporando a análise dos cenários econômicos.

Cenário e perspectiva

Economistas discordavam de que o PIB brasileiro pudesse crescer 3% ou 3,5% a.a., como se projetava no início do ano (2013). Atualmente, o cenário macroeconômico apresenta-se muito pior do que naquela época. Inflação de 10,67%, desemprego chegando a 10%, taxa Selic podendo chegar a 15% em 2016, recessão (queda do PIB) previsto de 3,02 para 2015 e algo semelhante para 2016, população endividada, eminente bolha imobiliária, indústria automobilística com sérios problemas com vendas. Além da crise política.

As aplicações em ações, na média, perderam 23% em 2013, medindo-se pelo índice Bovespa. As ações preferenciais da Petrobras, por exemplo, se desvalorizaram 84,46% nos últimos 8 anos. Em 30 de abril de 2008, estavam cotadas a R\$ 38,43; em 5 de dezembro de 2013 a R\$ 16,00. Em fevereiro de 2014, caíram mais ainda, R\$ 14,00. Posteriormente, voltaram a subir para

R\$ 24,86 em setembro. Em 18 de janeiro de 2016, voltaram a cair a R\$ 4,80, apresentando grande volatilidade. Motivo: incerteza eleitoral, queda do preço do petróleo bruto, defasagem no preço dos combustíveis no Brasil em 2013/2014, provocando prejuízo na Petrobras, além das notícias de corrupção. Veja o gráfico:



Agora veja, se fizermos a conta pelo inverso, ou seja, quanto as ações da Petrobras devem subir, para que aqueles que as compraram a R\$ 38,43, possam recuperar o prejuízo. Imagine. Devem subir 700%. Por isso, a máxima que investimento em ações é para logo prazo não é verdadeira. As pessoas que compraram as ações a R\$ 38,43 em abril de 2008 ou investiram com dinheiro do FGTS vão ter que esperar no mínimo 10 ou 15 anos só para recuperar o prejuízo sem, contudo, considerar a perda inflacionária do período. Podemos afirmar: o preço das ações sobe e desce e o lucro nunca aparece, principalmente para aqueles que não têm um profundo conhecimento de como o mercado de capitais funciona. Siga sempre a orientação: “Aprenda primeiro, poupe e invista depois”.

Sem falar daqueles que aplicaram em ações da OGX, estes perderam quase tudo. No período entre 2014 e 2016, os preços das ações na Bolsa de Valores apresentaram alta volatilidade e muitos especuladores

perderam dinheiro por falta de conhecimento de como o mercado futuro funciona.

Com a inflação estourando o teto da meta, nenhuma aplicação em renda fixa conseguiu rentabilidade real positiva, principalmente quando a taxa SELIC se situava em 7,25% em abril de 2013. Somente agora, com a SELIC a 14,25%, é possível ganhar-se, em termos reais, (já descontado inflação e impostos) talvez 3% a.a. para quem investe por um prazo mínimo de dois anos. Taxa real = taxa nominal - (inflação + impostos). O cenário político é incerto e a conjuntura econômica mundial deve demorar em dar sinais de melhora efetiva. Isso significa que, para ganhar em termos reais, devemos investir em médio prazo um ou dois anos e assumir elevado risco, pois ninguém sabe o que vai acontecer nos próximos dois anos. Na atual conjuntura, é melhor privilegiar a liquidez em detrimento da rentabilidade e do risco. Como muitos estão endividados, necessitando vender seu automóvel ou imóvel, vão aparecer boas oportunidades para aqueles que têm dinheiro disponível.

Treinamento em finanças pessoais

O objetivo é que o treinamento/orientação para solucionar problemas financeiros pessoais ou de microempresas deve incorporar orientação sobre conjuntura macroeconômica mundial e brasileira, além de educação financeira em mercado financeiro, de capitais e imóveis, prosseguindo até que o indivíduo se sinta capacitado a tomar suas próprias decisões e não ficar na dependência de instituições financeiras cujo objetivo não é orientar as pessoas.

As frequentes mudanças nas taxas de juros (SELIC) de câmbio, inflação, taxas de crescimento (positivas ou negativas) dos países afetam a vida financeira de milhares de pessoas e as finanças das empresas. Há necessidade de adaptar-se às mudanças que alteram os cenários econômicos. Em determinados momentos, os imóveis sobem/descem de preço, em outro são as ações nas bolsas de valores, o valor do dólar oscila. No mercado de renda fixa, dependendo da taxa de juros (SELIC) e da inflação, o ganho real dos investimentos é afetado.

Pessoas com dívidas, muitas vezes, não sabem como equacioná-las. Muitos têm como única solução aumentar a renda. Mas as pessoas sabem como aumentar suas rendas nesta conjuntura de elevado desemprego? Sem orientação econômica financeira é quase impossível aumentar a renda na atual conjuntura. Lembrando: não existe educação financeira nas escolas.

É necessário educar financeiramente a população, os economistas podem auxiliar essa tarefa. À medida que

a situação financeira da população melhora, é possível formar um patrimônio para aposentadoria. O dinheiro passa a trabalhar para si mesmo, podendo, assim, alcançar a tão almejada "Independência Financeira".

Lembrando: **"Tem independência financeira quem possui um montante em dinheiro que, investido com conhecimento, gera uma renda que permita viver o resto da vida sem que precise trabalhar por dinheiro, a menos que a pessoa queira"**, o que na verdade é uma aposentadoria. A grande maioria dos assalariados vai aposentar-se pelo INSS, com um ganho médio entre um a três salários mínimos, além de levar em consideração as reformas no sistema de aposentadoria previstas. Temos que pensar nisso?

Será que as economias mundial e brasileira estão de cabeça para baixo?

Sim, os protestos de 2013/2014/2015/2016 são um termômetro da situação atual. Isso se deve principalmente por não haver educação financeira na escola. Pode-se frequentar o curso que quiser, não vão lhe ensinar como ganhar dinheiro na atual conjuntura. O ensino de Educação Financeira foi negado à população. O longo período inflacionário deseducou a população e o sistema financeiro monopolizou a tarefa se autodenominando "especialistas". A ideia que passam é: "mexer com dinheiro é muito complicado, é melhor você entregar seu dinheiro para nós. Vamos administrá-lo para você, pagaremos no máximo 1% a.m. e, se você precisar de dinheiro, emprestaremos a 10% a. m. no cheque especial ou no cartão de crédito, por exemplo". Veja o que Robert Kiyosaki escreveu em seu livro "O segredo dos ricos" (p. 28):

A conspiração contra a educação financeira Por que o assunto dinheiro não é ensinado nas escolas?

O propósito da fundação do "General Education Board" foi usar o poder do dinheiro não para aumentar o nível educacional da América, como se acreditava naquela época, mas para influenciar os caminhos educacionais... O objetivo era usar a sala de aula para ensinar atitudes que encorajassem as pessoas a serem passivas e submissas a seus governantes. O objetivo era, e é, criar cidadãos que sejam suficientemente instruídos para trabalhar sob supervisão, mas não o suficiente para questionar a autoridade ou buscar posição acima de sua classe social. A verdadeira educação deveria ser restrita aos filhos e filhas da elite. Para os demais, era melhor produzir trabalhadores especializados sem nenhuma outra aspiração a não ser curtir a vida.

Você sabia que um automóvel dá como despesa anual 50% do seu valor. Muitos não podem sustentar um automóvel e terão sérios problemas financeiros, somente por possuir um. Estamos na eminência de ter

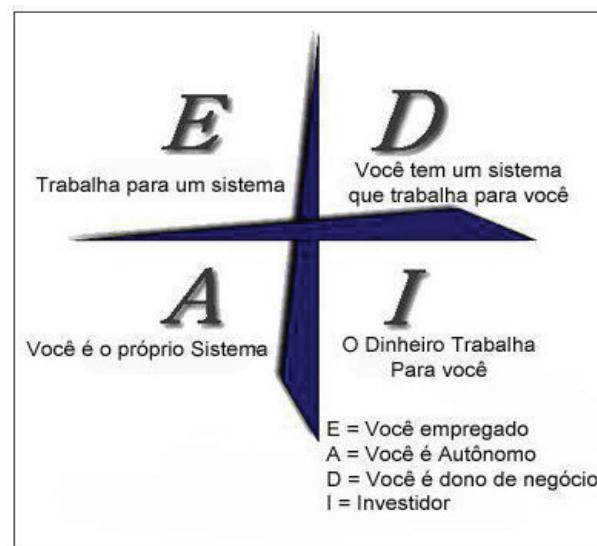
a bolha imobiliária no Brasil, neste caso, é melhor alugar o imóvel em vez de comprá-lo. Para quem deseja adquirir um imóvel, é melhor esperar, os preços vão cair mais. Atualmente (janeiro de 2016), os juros dos financiamentos estão muito elevados, além de escassos. Se nada for feito, veremos, nos próximos anos, algo semelhante ao que ocorreu nos Estados Unidos e na Europa em 2007/2008.

O objetivo é ensinar as pessoas como ganhar dinheiro na Era da Informação ou Pós-Industrial. Como sabemos, o desemprego está aumentando no mundo todo, a atividade econômica esta cada vez mais automatizada, robotizada. O emprego, em muitos casos, tornou-se a pior forma de ganhar dinheiro. Gasta-se o precioso tempo a troco de um mísero salário.

Existem outras formas de se ganhar dinheiro, mas as pessoas não sabem. Parece que aqui, em Brasília, por exemplo, todos querem se tornar servidores públicos. Mas o governo não pode empregar todos.

Antes de fazer qualquer coisa em sua vida financeira, consulte um economista com especialização em Educação Financeira.

Poucos sabem que existe quatro maneiras de se ganhar dinheiro:



O quadrante de fluxo de caixa

De Robert T. Kiyosaki. Autor dos livros da série: **PAI RICO PAI POBRE**. Fluxo de caixa.

1ª - Emprego (Talvez, em muitos casos, a pior maneira de ganhar dinheiro, gasta-se o precioso tempo a troco de um mísero salário). O emprego serve para aprender, não para ganhar dinheiro. Foque, em primeiro lugar, no que pode aprender no seu emprego, treinamento prático, não somente no salário.

2ª - Autônomo (Médico, dentista, advogado, economista etc... Não são empregados, trabalham por conta própria, montam consultório ou escritório, mas são dependentes de seu trabalho, não podem faltar e a renda é linear. Trabalhou ganha, caso contrário, não recebe nada).

3ª - Empresário (Comerciante, industrial etc. Estes têm empregados que trabalham para eles, mas assumem elevado risco. 80% das empresas que abrem quebram em cinco anos, estatística do Sebrae).

4ª - Investidor (O dinheiro trabalha por ele. A melhor forma de ganhar dinheiro. Eles têm educação financeira, sabem investir em imóveis, ações e renda fixa). Além disso, contribuem para o desenvolvimento do país, carente de capitais para investimento. Lembrar que a formação líquida de capital fixo no Brasil é muito pequena, impedindo um desenvolvimento sustentável e o aumento da renda per capita.

Qual é a sua maior riqueza em termos financeiros? Você sabe?

É o tempo. Aprenda a utilizar melhor o seu tempo. Estude pelo menos duas horas por dia, aprenda com o dinheiro funciona. Estudar não é frequentar um curso ou a faculdade. Estude em casa. Para ganhar dinheiro na Era Pós-Industrial ou da Informação, é preciso aprender:

- **Português**, principalmente vocabulário econômico financeiro, para poder ler e entender o que está escrito, por exemplo, nos jornais e sites de economia, entre os quais o jornal *Valor Econômico*. Estamos no Brasil.
- **Inglês**, a linguagem mundial para que possas te comunicar com outros povos.
- **Matemática**, a ciência da lógica. Aprenda a pensar com lógica, não se deixe levar somente pela emoção. É a matéria mais fácil de aprender. Como assim? Você tem que aprender do início. Vá a um sebo (onde se vendem livros usados) adquira o livro da 1ª série do ensino básico, faça todos os exercícios. Estude e ensine para seus filhos e assim por diante até a 8ª série. Viu como é fácil? Rsr.
- **Informática**, estamos na Era da Informação. Todos têm que aprender a lidar com o computador, telefone celular, Facebook, WhatsApp etc.

Refleta sobre o que você quer para o seu futuro:

- Lute por seus interesses!
- Saiba que as soluções em qualquer área são encontradas por meio de novas ideias!
- Não trabalhe por dinheiro, faça-o trabalhar por você, mas aprenda como.

- Não existe “crise”, existem mudanças! Quem não acompanha as mudanças, vai entrar em crise!

É importante aprender a lidar com o dinheiro, pode ser pela internet, sem de sair de casa. Muitos não priorizam a educação financeira e dedicam quatro ou cinco anos para frequentar a faculdade. Muitas vezes, ao finalizar o curso, não têm nem garantia de emprego. Calcule o tempo e o dinheiro gasto neste processo. O estudo leva de 2 a 5 anos dependendo do curso escolhido e muitos gastam de R\$ 20 mil ou até R\$ 150 mil em sua formação. Com educação financeira, faz-se um atalho, aprende-se logo como ganhar dinheiro, como obter independência e liberdade financeira. Fazer o que quer e não o que os outros querem que você faça.

O problema é que a Economia afeta profundamente a vida das pessoas, elas não sabem como agir, estão perdidas. É nesse sentido que o economista pode ajudar, orientando as pessoas para que evitem cometer erros. O assunto dinheiro afeta a todos: ricos, pobres, homens, mulheres, crianças, independe do grau de instrução. Para um assunto tão importante, imagine, não tem “Educação Financeira” nas escolas como vimos acima. Utilizam mal o tempo. Por exemplo, aqui em Brasília, a maioria quer ser servidor público, gastam o precioso tempo estudando em cursinho preparatório para o emprego público sem ter, muitas vezes, vocação, atraído unicamente por estabilidade e um “bom salário”. Sem levar em consideração que somente 0,5 a 2 % passam em algum concurso.



Victor José Hohlf
vjhohlf@terra.com.br

Economista e Contabilista, formado pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC/SP). Pós-Graduação em Economia pela FGV/RJ. Economista aposentado do Banco Central do Brasil. Lotado no Departamento Econômico (DEPEC), onde trabalhou por 17 anos; na Divisão do Balanço de Pagamento (DIBAP) e na Divisão de Programação Financeira e de Mercado de Capitais (DIPRO). Foi cedido ao Ministério do Planejamento da Presidência da República, onde atuou na Secretaria de Controle das Empresas Estatais (SEST). Atualmente, é Conselheiro Suplente Corecon/DF.

ARTIGO

Banco Central independente do Brasil¹

Luiz Fernando Victor

"O FED deve ser tão transparente quanto qualquer órgão do Governo. Não é aceitável que um Grupo de indivíduos não eleitos se invista de importantes responsabilidades, sem estarem abertos ao pleno escrutínio público e à completa prestação de contas por suas ações" (Allan Greenspan).

1. Introdução ao tema: O falseamento dos debates

O continuado debate sobre a chamada independência do banco central, implícita sua autonomia, falseia a questão, quando reproduz no Brasil o debate travado nas economias desenvolvidas. As estruturas organizacionais, administrativas e o funcionamento dessas instituições no mundo desenvolvido, nada têm a ver com o que ocorre no Brasil. Nos países desenvolvidos, as instituições destinadas ao controle da moeda e do crédito – chamadas de banco central – estão estruturadas de forma a possibilitar que suas decisões sejam institucionalmente controladas não só pelos governos, mas por toda sociedade: patrões e empregados, industriais e comerciantes, empresários do agronegócio, prestadores de serviços, profissionais e notório saber, representantes regionais e setoriais, etc. No Brasil, o processo se agrava quando os responsáveis pelas decisões as exaurem no ato final do processo decisório das políticas macroeconômicas - a escolha - ignorando as outras etapas do processo: coleta de informações e dados e estruturação das decisões.

Mais importante ainda: além de decidir sobre o processo decisório, a sociedade tem que determinar, a priori, quem estabelece suas políticas públicas, em particular a política monetária, institucionalizando essa decisão.

As análises e reflexões sobre o tema, até agora, não passam de algumas sugestões sobre quem-deve-fazer-o-quê, ou sobre as imposições restritivas e subalternas que podem vir a sofrer (ou já sofrem) nossas autoridades monetárias, "colocando em risco a governabilidade" (sic). Ao falsear a questão, os interlocutores brasileiros conduzem os debates a questões de natureza política, ideológica, partidária ou imanentes ao nicho elitista dos acadêmicos

neoliberais e dos profissionais do setor financeiro, que nada têm a ver com situação econômica, social e política de nosso país.

As questões fundamentais não são debatidas e, quando o são, permanecem na superfície dos problemas.

Dentre as questões fundamentais que precedem os debates sobre qual a política monetária a ser implementada, sobressaem:

1) – quem – pessoas físicas e jurídicas distribuídas pelas diversas regiões e setores econômicos e políticos do país – deve participar do complexo processo de reflexão, investigação e análise que precede os atos de decisão relativos à política monetária? Quem vai decidir o momento final do processo decisório: a escolha da melhor política? Qual o papel das autoridades federais e estaduais, eleitas pelo voto democrático? Qual o papel dos representantes no Congresso Nacional, eleitos pelo voto democrático? Qual o dos trabalhadores e do notório saber? Qual o papel dos empresários do setor financeiro? Qual o dos industriais, comerciantes, prestadores de serviços e dos homens do setor rural? Qual o papel dos representantes regionais face à política monetária, vivendo em suas comunidades o cotidiano imposto pelo banco central? Ou devemos continuar aceitando a farsa imposta pela diretoria do banco central, quando se travesti de COPOM nos dois dias em que se reúne para decidir sobre a taxa SELIC?

2) Qual o papel, a missão e a estrutura organizacional e administrativa do banco central brasileiro, independentemente das políticas macroeconômicas a serem implementadas, considerando o processo decisório com a participação da sociedade organizada, distribuída pelas diversas regiões geopolíticas do território nacional?

Quais os processos administrativos, analíticos e operacionais, necessários para responder, dar legitimidade,

¹ Texto fornecido por Fernanda Hormung Victor, filha do saudoso Professor Luiz Fernando Victor. O texto que ora publicamos é parte de um artigo maior, que incluía também a síntese de "Algumas experiências internacionais" de organização do Sistema Financeiro dos respectivos países analisados pelo professor. A publicação deste texto é uma forma do Corecon-DF homenagear o Professor Luiz Fernando Victor, que nos deixou em novembro de 2015.

transparência e credibilidade às autoridades monetárias e ao Banco Central do Brasil?

2. Iniciação ao tema e esclarecimentos necessários

Um dos temas pouco ou nada debatidos entre os administradores dos países emergentes é o da estrutura e funcionamento dos Bancos Centrais, considerando-se que “Banco Central é uma instituição responsável pela aplicação da política monetária, que pode não ser um banco central” (FMI), já que a responsabilidade pela aplicação da política monetária difere de país a país. Normalmente, os políticos e administradores deixam para os economistas o debate sobre as questões relativas aos bancos centrais, no pressuposto que o debate se cinge às questões monetárias – política monetária, taxa de juros, inflação, etc. Ao se ausentarem do debate sobre o tema, não participam do processo decisório da política monetária, centro efetivo do poder nas sociedades modernas, deixando de contribuir, decisivamente, para a implementação de políticas públicas para o desenvolvimento sustentado.

Dessa forma, todo o processo de administração para o desenvolvimento se vê emperrado, ineficiente, ineficaz e centralizado, com disfunções burocráticas e deformações acentuadas nas políticas públicas, afetando sobremaneira o crescimento dos países do terceiro mundo, gerando organizações sem credibilidade, como o nosso banco central, já que não estão preocupadas com a situação social do povo. Enquanto isso, nos países desenvolvidos, com processos decisórios democráticos e participativos, os bancos centrais se submetem às decisões maiores da sociedade e dos governos, dentro das suas próprias estruturas organizacionais representando, efetivamente, o povo que a remunera.

No caso dos países emergentes, as instituições responsáveis pela política monetária – seja ela banco central ou não – se vincularam, em sua maioria, ao setor financeiro, excluindo o resto da sociedade. O processo decisório ficou, assim, restrito ao sistema financeiro, um fato a mais para não lhe dar qualquer credibilidade.

A ausência dos políticos e dos administradores na estruturação posta em marcha e funcionamento dos bancos centrais nos países emergentes vem sendo danosa ao processo de desenvolvimento, já que o modelo organizacional não considera o processo de decisão estruturado a partir da sociedade organizada e do próprio estado em sua totalidade. As dimensões do sistema financeiro em todo o mundo exigem presença constante dos estados e das sociedades, para manter um controle efetivo sobre o mesmo, visando impedir a continuação de uma transferência danosa de recursos

da economia real de bens e serviços para o setor financeiro. Como se verá mais adiante, os bancos comerciais são as empresas mais regulamentadas da economia dos Estados Unidos. A questão é tão dramática que no Canadá qualquer pessoa pertencente ao quadro de funcionários, acionistas ou cotistas do sistema financeiro não pode compor a diretoria do banco central.

OS NÚMEROS SÃO ASSUSTADORES PARA UMA SOCIEDADE SUBDESENVOLVIDA (OU EM VIAS DE DESENVOLVIMENTO), COMO O BRASIL (SUJEITAS À AÇÃO DOS BANCOS QUE BUSCAM, CADA VEZ MAIS, AUMENTAR OS SEUS LUCROS) MANTENDO UM SISTEMA ORGANIZACIONAL E DECISÓRIO INCAPAZ DE RESPONDER, A TEMPO E À HORA, AS MUDANÇAS DE HUMORES DO MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITALIS.

A revista inglesa THE BANKER, do grupo do jornal FINANCIAL TIMES publica anualmente, no mês de julho, o ranking dos mil maiores e melhores bancos comerciais do mundo, a partir da análise de seus balanços: ativos, patrimônio dos acionistas e lucros antes dos tributos. Não são consideradas na análise quaisquer outras instituições financeiras. Somente bancos comerciais – bancos com agências. Segundo a revista (ver dados nos anexos do trabalho à frente, sobre risco sistêmico), todos os agregados vêm apresentando crescimento significativo, após os acontecimentos de setembro de 2001. Seus ativos mais que dobraram entre 1998 e 2006 – de US\$35,5 trilhões para US\$74,2 trilhões. O mesmo sucedeu com o capital próprio, que cresceu de US\$1,7 trilhão para US\$3,4 trilhões. O crescimento mais expressivo foi o dos lucros “pré-tax” – aumentou 4,5 vezes, de US\$174 bilhões(1998), para US\$786,3 bilhões(2006).

Em 2005 o PIB MUNDIAL foi da ordem de US\$44,00 trilhões (L'ANNÉE STRATEGIQUE 2008, DALLOZ). Os ativos ajustados dos 1000, ainda em 2005, foram de US\$63,8 trilhões. Embora sujeito a crítica a comparação entre fluxo e estoque, esta comparação mostra que o PIB MUNDIAL representou 69% (sessenta e nove por cento) dos ativos ajustados dos 1000, naquele 2005.

Tomando o GDP-USA (GROSS DOMESTIC PRODUCTS – PRODUTO INTERNO BRUTO DOS EUA – EM TRILHÕES DE DÓLARES – VALORES HISTÓRICOS), (BEA-DEPARTMENT OF COMMERCE), entre 1999 e 2006, constatamos:

ANOS	GDP-USA (1)	ATIVOS/1	TIERONE/1	LUCROS/1
1999	9,3	3,94	0,19	0,033
2000	9,8	3,86	0,18	0,032
2001	10,1	3,92	0,18	0,022
2002	10,5	4,18	0,19	0,024
2003	11,0	4,76	0,21	0,037
2004	11,7	5,17	0,23	0,046
2005	12,4	5,14	0,23	0,052
2006	13,2	5,62	0,25	0,059

Primeiro – Enquanto o PIB-USA crescia entre 1999/2006, 42% (quarenta e dois por cento), os ativos dos 1000 crescia 2,1 vezes, o capital próprio 2,5 vezes e os lucros 4,5 vezes;

Segundo – Os ativos atingiam 3,94 vezes do PIB-USA em 1999 e 5,62 vezes em 2006. No mesmo período o capital próprio passou de 19% para 25% e os lucros de 3,3% para 5,9% do PIB norte-americano;

Terceiro – Os números mostram, por outro lado, os aspectos positivos dos acontecimentos de setembro de 2001 para o setor financeiro.

Os números da BANKER mostram que dos 27 maiores bancos do mundo em ativos, 17 deles tinham ativos – acima de US\$800 bilhões – maiores que o PIB brasileiro; dos 27 em 2005 eram 20 e em 2006 foram 23, o que mostra o distanciamento entre nossa economia e a economia do mundo desenvolvido.

Por outro lado, dentro do próprio quadro apresentado anteriormente, se somados dois ou três ativos desses bancos, encontra-se um valor maior que o PIB-LATINO AMERICANO – US\$2,4 trilhões.

Em 2006, a soma dos ativos dos três maiores bancos do mundo, US\$5,2 TRILHÕES – BANK OF AMERICA CORP, CITIGROUP E HSBC HOLDINGS – era quase igual à soma dos PIBS DA AMÉRICA LATINA E CARIBE, ORIENTE MÉDIO, ÁFRICA SUBSAARIANA, RUSSIA E CEI (COMUNIDADE DOS ESTADOS INDEPENDENTES) – US\$5,7 TRILHÕES.

A soma dos ativos dos 10 maiores bancos do mundo em ativos – US\$14,4 trilhões – era maior que o PIB de quaisquer das regiões do mundo – EUROPA (US\$14,1 TRILHÕES), AMÉRICA DO NORTE (US\$13,2 TRILHÕES) E ASIA/OCEANIA (US\$10,6 TRILHÕES).

Finalmente, constata-se que a soma dos ativos dos 50 maiores bancos do mundo em ativos – US\$44,9 trilhões – era igual ao PIB mundial.

A dimensão, capilaridade e amplitude do sistema financeiro internacional e do sistema bancário em particular, exigem dos países emergentes uma organização e administração participativas e democráticas, no controle de suas instituições financeiras, que impeçam o seu descontrole por interesses privados, nem sempre presentes no atendimento das necessidades econômico-sociais do país.

A situação é mais grave quando vista pelo lado das massas monetárias em circulação em todo o mundo. Em dólares norte-americanos, existem três massas: (1) a primeira é representada pelos ativos financeiros emitidos pelo setor financeiro norte-americano, público e privado, representando algo em torno de US\$11 trilhões; (2) a segunda é representada pelos depósitos de não residentes nos Estados Unidos, girando em torno de US\$6

trilhões; (3) a terceira massa é representada pelo poder de alavancagem da banca internacional – com origem nos eurodólares dos anos 1950 – variando, segundo os cálculos, de oitenta a trezentos trilhões de dólares. Os interesses e movimentações do setor financeiro superam em muito a corrente de comércio internacional e a soma dos produtos internos brutos de todos os países do mundo.

Frente a esse poder fantástico, a manutenção de estruturas formuladoras e gestoras das atividades da política monetária, isoladas das comunidades e dos interesses maiores de todo o povo, faz de cada um dos bancos centrais dos países emergentes, quando não enraizados na sociedade, como é o caso brasileiro, em instrumentos dóceis de facilitação da transferência de renda do setor produtivo para o setor financeiro, do país para o exterior.

Os fantásticos lucros de todo o sistema, em todo o mundo, nesses primeiros anos do séc.XXI, é uma comprovação dessa situação. E a cada ano que passa, o processo de concentração deve se agravar em escala planetária, isolando ainda mais as nações despreparadas institucionalmente para enfrentar as novas situações.

3. O tema recorrente da independência do Banco Central

O tema da independência do banco central, ou de sua autonomia, é uma questão de que se valem os interesses financeiros, de forma a coagir setores produtivos e políticos, interessados na reforma do processo decisório da política monetária – taxa de juros, em particular. No caso brasileiro, o banco central já é uma instituição poderosa e independente que decide, sem que a sociedade organizada ou mesmo o estado tenha qualquer participação nesse processo decisório. Ao denunciar como interferência indevida e fisiológica qualquer debate sobre sua independência, o banco central brasileiro carimba todos os analistas desse processo, como integrantes das políticas do atraso que desejam interferir no controle inflacionário, facilitando ações de grupos políticos que não se preocupam com a situação econômico-financeira do país e que levarão o país, inexoravelmente, à hiperinflação.

Na verdade, ao manter esse discurso, o banco central e seus dirigentes estão encobrindo a situação real: no modelo atual do processo brasileiro, as autoridades monetárias negociam diretamente com os políticos clientelistas, politicamente mais fortes, ao tempo em que mantêm suas políticas restritivas do desenvolvimento nacional. O discurso da independência é usado como uma ferramenta que afasta

a sociedade organizada/desinformada, que teme ser considerada atrasada, em seus princípios e ações. A ideia que passam os defensores da “atual independência” é a de que são os políticos do atraso que querem interferir em suas ações, visando atender aos seus interesses clientelistas. É evidente que a democracia comporta tais políticos em todo o mundo. Ocorre, no entanto, que o sistema vigente facilita sobremaneira as tarefas dos clientelistas que se utilizam de forma eficaz do centralismo, do corporativismo e das disfunções burocráticas, predominantes no atual sistema. Do ponto de vista da sociedade, o atual sistema é mais frágil e sujeito às pressões dos políticos, aí sim, clientelistas.

Ao trazerem para os países emergentes, de forma acrítica, os debates que se sucedem no mundo desenvolvido, sobre a independência do Banco Central, os defensores dessa posição encobrem a questão fundamental da organização e administração do banco central. No mundo desenvolvido, os governos (federal e estadual), a iniciativa privada e a sociedade organizada/consciente de seus direitos e necessidades, em seus diversos níveis, setores e regiões, participam ativamente de seu processo decisório, dentro da estrutura dos bancos centrais. Mesmo assim não se fala em independência do banco central nos setores mais responsáveis. No seu setor de respostas a questões mais frequentes, a colocação feita no sítio do “frbatlanta” é a seguinte: “POR QUÊ O CONGRESSO QUER QUE O FEDERAL RESERVE TENHA **UMA RELATIVA INDEPENDÊNCIA ?**”

Antes de passarmos às considerações de mérito sobre a independência e autonomia do banco central, é necessário aclarar como entendo o que é autonomia e independência, tomando emprestado do “Houaiss” alguns conceitos. Todo ente que possui independência, usufrui de liberdade em relação a alguém ou alguma coisa; não se deixa influenciar; tem imparcialidade de julgamento; **não adota ideias pré-estabelecidas**. Goza de AUTONOMIA expressa na sua capacidade de traçar normas de sua conduta, com direito de administrar livremente uma instituição, dentro de uma organização mais vasta regida por um poder central.

Confrontando a definição do “HOUAISS” com a política midiática dos detentores do poder, conclui-se que um banco central independente deve ser autônomo e se autogovernar, não tendo necessariamente que dar satisfações de suas ações não só ao Poder Executivo e ao Legislativo, eleitos pela população, mas também à própria população que o elegeu e paga seus salários. No atual estado de coisas, seus diálogos e negociações com os poderes Executivo e Legislativo são feitos,

quando o são, *a posteriori*, e não durante a formulação, execução e controle da política monetária. A questão é mais grave, já que o banco central independente do Brasil, na prática, elabora, executa e controla, além da política monetária, as políticas cambial e inflacionária. Além de dirigir, à distância, a política fiscal. Sob o controle integral dos interesses do sistema financeiro.

Contrariamente às posições do setor financeiro e do banco central, que defendem uma independência que não explicam, mas da qual se utilizam para amedrontar a sociedade com o fantasma da inflação e do risco sistêmico, o FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL, o BIS e outras instituições multilaterais, inclusive acadêmicas, publicaram em 2000 um CÓDIGO DE BOAS PRÁTICAS DE TRANSPARÊNCIA NAS POLÍTICAS MONETÁRIAS E FINANCEIRAS, na qual estabelecem normas e procedimentos a serem adotados pelas autoridades monetárias.

Para efeitos do Código, “a transparência consiste em que se deem a conhecer ao público, de forma compreensível, acessível e oportuna os objetivos da política, o marco jurídico, institucional e econômico da mesma, as decisões de política e seus fundamentos, os dados e a informação relacionada com as políticas monetárias e financeiras e os termos nos quais os organismos devem prestar contas”.

O Código enumera quatro práticas de transparências que devem orientar as ações dos bancos centrais, a saber:

- 1 – clareza das funções e responsabilidades dos bancos centrais;
- 2 – processos mediante os quais o banco central formula e publica as decisões de política monetária;
- 3 – acesso do público às informações sobre as políticas monetárias e financeiras;
- 4 – prestação de contas e as garantias de integridade do banco central.

Todas essas práticas têm como objetivos:

- **Primeiro** – dar eficácia às decisões de política monetária. Eficácia significando que foram atendidos os anseios e necessidades individuais e sociais do povo;
- **Segundo** – explicar ao povo os mecanismos que ensejaram as decisões;
- **Terceiro** – permitir a avaliação criteriosa pelo mercado e o público, em geral, dos objetivos, metas e comportamento das autoridades monetárias, deixando claras as regras do jogo, transmitindo confiabilidade em suas decisões;
- **Quarto** – permitir que haja uma avaliação, por toda sociedade civil organizada/consciente, dos benefícios e custos das decisões do banco central;

- **Quinto** – dar estabilidade ao mercado, evitando riscos sistêmicos e o uso indevido pela especulação dos efeitos psicológicos impressos em suas atividades, em particular os efeitos “band-wagon”, “overshooting”, “hide-bright” e o efeito “black hole”, que influenciam direta e negativamente os países e empresas do mundo emergente, face a inexistência de um órgão enraizado nos interesses e desejos da sociedade.

Essas NÃO têm sido práticas dos bancos centrais do mundo emergente, do Brasil especificadamente. A prática das autoridades monetárias brasileiras é esconder, escamotear e evitar qualquer debate em torno da política monetária e seu processo decisório. Não há uma forma institucionalizada para dar participação à sociedade organizada – sejam empresários, sejam trabalhadores, sejam intelectuais, sejam representantes de instituições sociais – na formulação, controle, execução, coordenação e avaliação da política monetária e seus acessórios.

4. O real objeto de debate no caso do Banco Central

Os administradores, dadas suas funções e responsabilidades, sabem com HERBERT SIMON que eles **jamais podem maximizar**. Por outro lado, sabem também que os economistas, por trabalharem com modelos pré-montados e em ambientes perfeitamente sob controle – independentemente da sociedade que os gerou – fundados em informações aparentemente objetivas (matemático-estatísticas, legais), buscam **sempre maximizar**, independentemente do estágio político, social e tecnológico da sociedade.

Para os economistas neoliberais, os modelos aplicáveis a uma economia desenvolvida, se corretos, valem também para as economias emergentes. As questões monetárias/financeiras predominam e nenhum projeto, mesmo que vise cobrir catástrofes, passará pelo crivo do setor, já que a preferência é o pagamento dos custos do setor financeiro, para os quais nunca pode faltar dinheiro, sob o argumento fatal do risco sistêmico, com os lucros, a estabilidade e liquidez dos bancos garantidas a qualquer custo, por toda sociedade.

Os administradores, ao contrário, têm consciência de que não existe camisa de força para o comportamento humano – individual ou em grupos. Por isso, sabem que não podem maximizar. Contemporizam, pois esse é o seu trabalho, suas metas operacionais. Qualquer organização humana se fundamenta na estipulação inicial de seus centros de comando e serão esses centros que irão definir os objetivos e o seu norte, através de políticas e diretrizes perfeitamente aclaradas e tornadas do conhecimento

de todos aqueles que têm interesses na instituição.

As instituições públicas, num regime democrático, devem refletir não só os interesses das pessoas e grupos de pessoas, mas, principalmente, o da sociedade como um todo, para a qual foram criadas e a quem devem atender. Sendo o controle da moeda e do crédito uma das tarefas fundamentais do banco central, ele interfere diretamente no processo de crescimento do país e na determinação de seu estágio de desenvolvimento econômico e social. E seu papel é considerar os interesses de todo o povo, e não os de uma parcela da sociedade.

Os bancos centrais, por lidarem com o equivalente geral da humanidade – a moeda – dão um corte em toda sociedade, independentemente de sua constituição e/ou estágio de desenvolvimento, afetando cada região, setor, caixas das empresas e bolsos das pessoas. Donde se deduz que o Banco Central não pode estar entregue a um só grupo, mesmo que esse grupo tenha a moeda como sua mercadoria de negócios – e apesar disto mesmo. Sua organização e administração têm que estar controladas por todos os segmentos da sociedade, tal como ocorre em qualquer sociedade desenvolvida do mundo. O modelo decisório da política monetária e seus acessórios devem trazer como atores participantes a iniciativa privada, profissionais de setores diversos, trabalhadores, sindicalistas, acadêmicos e muitos outros, de todas as regiões do país, e que as represente, efetivamente.

O real objeto de debates sobre o banco central nas sociedades modernas e seu papel no processo de desenvolvimento, deve partir de sua estrutura organizacional e administrativa, para atender efetivamente ao mandato que lhes dá as Constituições dos países. No caso brasileiro, nossa Constituição determina que “o sistema financeiro nacional será estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do país e a servir aos interesses da Coletividade”.

Por “desenvolvimento equilibrado” entenda-se a descentralização/ desconcentração territorial, organizacional, administrativa e setorial das atividades produtivas, da intermediação financeira, da distribuição das agências bancárias, do desenvolvimento tecnológico e da administração pública federal, que permita o aumento da renda nacional, sua melhor distribuição e o pleno emprego, tendo como consequência o crescimento econômico e social de forma equilibrada entre as diversas regiões do país, setores econômicos e a população. O desenvolvimento equilibrado resulta das ações do Estado e das atividades privadas no mercado.

5. A quebra do estereótipo excludente

O Banco Central Independente do Brasil é uma instituição poderosa, que decide sempre de forma

independente, sem que a sociedade organizada do país tenha qualquer participação em seu processo decisório. O discurso de independência do banco central nos países emergentes, particularmente no Brasil, feito por seus quadros, é usado como ferramenta para afastar setores responsáveis pelo desenvolvimento do país do debate, já que todos aqueles que ousam colocar em discussão o tema, são classificados de atrasados. Em termos políticos, essas acusações infundadas têm dado resultado. Embora a acusação pareça sem maiores significados, é difícil para os diversos segmentos da sociedade assumir esse risco, temendo a possibilidade de serem responsabilizados pela volta dos elevados índices inflacionários.

Para encobrir sua responsabilidade e mantendo aceso o fogo da irresponsabilidade, o Banco Central Independente do Brasil, quando tem que decidir sobre taxa de juros, procura preservar seu nome, escapando da execração pública, trocando o nome da Diretoria Colegiada, que passa a se chamar COPOM – CONSELHO DE POLÍTICA MONETÁRIA. Dessa forma, não assume publicamente, sua responsabilidade direta, diluindo-a com um órgão que **parece ter** a participação da sociedade e é apresentado como uma instituição igual a outras assemelhadas em todo o mundo desenvolvido.

O grave da questão é que o próprio Banco Central Independente do Brasil divulga que o COPOM FOI E É ESTRUTURADO TENDO COMO MODELO O FOMC-FEDERAL OPEN MARKET COMMITTEE DO FED, quando tem consciência de que isso não é verdade. No sítio do banco central pode-se ler:

O Copom foi instituído em 20 de junho de 1996, com o objetivo de estabelecer as diretrizes da política monetária e de definir a taxa de juros. A criação do Comitê buscou proporcionar maior transparência e ritual adequado ao processo decisório, a exemplo do que já era adotado pelo Federal Open Market Committee (FOMC) do Banco Central dos Estados Unidos e pelo Central Bank Council, do Banco Central da Alemanha. Em junho de 1998, o Banco da Inglaterra também instituiu o seu Monetary Policy Committee (MPC), assim como o Banco Central Europeu, desde a criação da moeda única em janeiro de 1999. Atualmente, uma vasta gama de autoridades monetárias em todo o mundo adota prática semelhante, facilitando o processo decisório, a transparência e a comunicação com o público em geral.

E mais, para contradizer todas afirmações acima:

Formalmente, os objetivos do Copom são “implementar a política monetária, definir a meta da Taxa Selic e seu eventual viés, e analisar o ‘Relatório de Inflação’”. A taxa de juros fixada na reunião do Copom é a meta para a Taxa Selic (taxa média dos financiamentos diários, com lastro em títulos federais, apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia), a qual vigora por todo o período entre reuniões ordinárias do Comitê. Se for o caso, o Copom também pode definir o viés, que é a prerrogativa

dada ao presidente do Banco Central para alterar, na direção do viés, a meta para a Taxa Selic a qualquer momento entre as reuniões ordinárias.

As reuniões ordinárias do Copom dividem-se em dois dias: a primeira sessão às terças-feiras e a segunda às quartas-feiras. Mensais desde 2000, o número de reuniões ordinárias foi reduzido para oito ao ano a partir de 2006, sendo o calendário anual divulgado até o fim de outubro do ano anterior. O Copom é composto pelos membros da Diretoria Colegiada do Banco Central do Brasil: o presidente, que tem o voto de qualidade; e os diretores de Política Monetária, Política Econômica, Estudos Especiais, Assuntos Internacionais, Normas e Organização do Sistema Financeiro, Fiscalização, Liquidações e Desestatização, e Administração. Também participam do primeiro dia da reunião os chefes dos seguintes Departamentos do Banco Central: Departamento Econômico (Depec), Departamento de Operações das Reservas Internacionais (Depin), Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos (Deban), Departamento de Operações do Mercado Aberto (Demab), Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep), além do gerente-executivo da Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin). Integram ainda a primeira sessão de trabalhos três consultores e o secretário-executivo da Diretoria, o assessor de imprensa, o assessor especial e, sempre que convocados, outros chefes de departamento convidados a discorrer sobre assuntos de suas áreas

Na verdade, o COPOM brasileiro é a própria diretoria do Banco Central Independente do Brasil travestida, e essa foi a forma estruturada para iludir uma parcela representativa da população que pensa, realmente, que o COPOM é composto de pessoas originárias de diversas atividades e regiões. O COPOM expressa o temor dos responsáveis pelas decisões do banco central brasileiro de solidificar, junto à população, a sua responsabilidade na imposição das taxas de juros, escassez de crédito e ausência de **EFETIVAS** agências bancárias, em todo território nacional, que tantas angústias e prejuízos têm trazido ao país e ao seu povo.

No caso brasileiro, a questão fundamental é, portanto, responder como estruturar um processo decisório que integre a sociedade civil organizada, seus setores produtivos e o próprio governo, em um esquema de decisão da política monetária que represente os interesses de toda a sociedade brasileira.

É preciso romper o estereótipo excludente montado no banco central, isto é, a visão simplificada de uma realidade, adotada pelo entendimento que não há saber na sociedade – fora do banco central e do sistema bancário – capaz de enriquecer o processo decisório, em termos de política monetária. É preciso que o Banco Central Independente do Brasil, entenda que há uma diferença abissal entre a indicação para compor uma diretoria do próprio, com a composição dos que lhe são superiores, já que representam a sociedade organizada e o povo

que votou. E a diretoria do BACEN não pode estar composta somente por cabeças monetaristas, desligados dos problemas econômico e sociais do País.

A PRIMEIRA questão que se coloca é, portanto, inverter o atual modelo decisório hoje, *stricto sensu*, intrapares do banco central, numa redoma indevas-sável, sustentada no conceito subjetivo de notório saber. Essa visão é excludente, pois o seu pressuposto é de que esse saber somente é construído a partir do exercício de uma função no banco central, ou no setor financeiro, ou nas instituições de ensino vinculadas ao modelo monetário neoliberal. O que se exige é a instalação de um novo paradigma: como organizar uma estrutura de decisão mais ampla e abrangente e com maior participação da sociedade nas decisões de política monetária e suas ferramentas. **DECIDIR QUEM SÃO OS DECISORES**, com a transparência exigida por órgãos internacionais, como o FMI e o BIS.

A SEGUNDA questão que se coloca, do ponto de vista organizacional e administrativo, é a montagem dos mecanismos de apoio aos decisores, sabendo-se que são especialistas de diversas origens e de diferentes regiões.

No processo de formação das decisões de política monetária no mundo desenvolvido, os debates acontecem dentro da estrutura de seus bancos centrais, com a presença institucionalizada de representantes de toda a sociedade organizada, em especial aqueles das diversas regiões e do próprio poder público – federal, estaduais e municipais. Enquanto no mundo desenvolvido a decisão sobre taxa de juros é o resultado de negociações entre os poderes públicos e o setor privado – envolvendo centenas de pessoas, de origens diversas – no Brasil, o banco central coleta as informações e dados, estrutura a decisão e sua diretoria decide. Ao contrário do que acontece nos países desenvolvidos, nos quais, em todas as etapas de formação das decisões, há uma participação decisiva da sociedade.

O que é fundamental em todo esse processo é buscar uma parceria definitiva entre o setor financeiro, o setor produtivo, os poderes públicos, os representantes dos trabalhadores e a sociedade civil organizada, visando ao progresso do país. Essa parceria tem um só objetivo: o desenvolvimento econômico e social. Um exemplo simples dessa diferença de comportamentos é a verificação do montante de créditos e financiamentos que o setor financeiro aporta às atividades do setor produtivo. Enquanto no Brasil o montante desses créditos e financiamentos não passa de 30% do PIB, em alguns países desenvolvidos ele chega a ultrapassar 100% do PIB. As atividades de tesouraria, no Brasil, (principalmente em aplicações nos papéis do tesouro

nacional), ultrapassam 50% dos ativos dos bancos e representam resultados garantidos e generosos, sem riscos e sem gerar empregos e renda.

[....]

7. Um modelo decisório para administrar o Sistema Financeiro Nacional

A nova estrutura organizacional e administrativa da direção do sistema financeiro brasileiro, que aqui se propõe, se fundamenta no princípio da descentralização e da desconcentração do seu processo decisório em todas as fases de implementação das políticas monetária e financeira – formulação, execução, avaliação e controle.

O objetivo da descentralização do processo, será permitir, de forma ampla e abrangente, que pessoas das mais diversas regiões do país, dos mais diversos setores das atividades econômicas e sociais, com a mais variada formação acadêmica ou profissional, participem, dentro da estrutura do banco central, de todas as fases de formulação, implementação e controle das políticas monetária e financeira, como é a norma nos países desenvolvidos. Além do mais, deve-se institucionalizar uma parceria definitiva do poder público com as organizações e pessoas das mais diversas regiões e setores da economia – em especial a iniciativa privada e os trabalhadores - impedindo privilégios indevidos.

O objetivo primeiro e fundamental das autoridades monetárias, tal como formulado no mundo desenvolvido, será o de buscar objetivos econômicos e sociais de longo prazo, tendo por isso que estar preparados para atender às necessidades da nação e de seu povo – renda e pleno emprego. Para exercerem suas atividades, têm que exigir e demonstrar transparência nas políticas monetária e financeira. Isto significa dar a conhecer ao povo, “de forma compreensível, acessível e oportuna, os objetivos da política, o marco jurídico, institucional e econômico da mesma, as decisões de política e seus fundamentos, os dados e as informações relacionadas com as políticas monetárias e financeiras e os termos nos quais os organismos devem prestar contas”, além de uma visão do risco das instituições financeiras.

A formulação, execução, controle, coordenação, fiscalização e avaliação das políticas monetárias e financeiras do país, serão implementadas pelas seguintes instituições:

- A – CMN – CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL
- B – CPM – COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA
- C – CFISA – COMITÊ DE FISCALIZAÇÃO, CONTROLE E AVALIAÇÃO DAS POLÍTICAS MONETÁRIA E FINANCEIRA
- D – BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL

Conselho Monetário Nacional

Ao CMN caberá a função de garantir que as políticas monetária e financeira do governo atendam aos interesses sociais e econômicos do país, particularmente na geração de renda e busca do pleno emprego, considerando sempre as questões do desenvolvimento regional. Deverá ainda, “garantir a estabilidade dos preços, via estabilidade financeira e monetária e, sem prejuízo desse objetivo, apoiar a política econômica do governo, inclusive as metas de inflação, crescimento e emprego”.

O CMN será integrado pelos seguintes membros:

- Ministro da Fazenda, que será seu presidente;
- Ministro do Trabalho, que será seu secretário geral;
- Ministro da Indústria e Comércio;
- Ministro da Agricultura;
- Presidente do Banco Central do Brasil;
- 20 Conselheiros Não-Executivos:
 - cinco (05) representantes do comércio, indústria, serviços e agropecuária, um de cada uma das cinco regiões geo-econômicas do país;
 - cinco (05) representantes do setor financeiro, um de cada uma das cinco regiões geo-econômicas do país;
 - cinco (05) representantes dos acadêmicos e/ou pessoas de notório saber, um de cada uma das cinco regiões geo-econômicas do país.
 - cinco (05) representantes das classes trabalhadoras, organizadas em sindicatos, um de cada uma das cinco regiões geo- econômicas do país.
 - o mandato dos membros do CMN será, no caso de membros do poder executivo, coincidente com suas funções;
 - o mandato dos 20 Conselheiros não-executivos, será de 05 anos, podendo ser reconduzidos uma só vez.

Comitê de Política Monetária

O CPM se reunirá oito (08) vezes por ano, por pelo menos três (03) dias, visando analisar a situação econômica, social e financeira do país, recebendo informações e dados da estrutura organizacional do Banco Central – inclusive suas agências regionais – do CMN, do IBGE e de quaisquer outras organizações, públicas ou privadas aos quais o seu Plenário julgue necessário recorrer. Suas próprias análises serão estruturadas de forma a permitir a tomada de decisões relativas às taxas de juros dos títulos federais, à fixação da política de crédito e de abertura de agências e seu funcionamento, em todos os municípios brasileiros e, em sendo necessário, regular e interferir na securitização de títulos pelo sistema bancário. Terá sempre

como uma de suas obrigações principais, a verificação dos processos de securitização das instituições financeiras e suas atividades operacionais, inclusive de caixa e câmbio.

O governo federal, através de seu representante no CPM, comunicará ao plenário do comitê, a política monetária pretendida, inclusive taxa de juros. No caso de haver divergência inegociável entre o comitê e o governo federal, o governo federal determinará ao BACEN o cumprimento de decisões pontuais e obrigatórias a serem cumpridas durante período predeterminado e poderá, ou não, promover a mudança de todo o Conselho ou de parte dos seus membros.

O Comitê de Política Monetária será composto por 11 membros, assim distribuídos:

- 1 – O presidente do Banco Central que será seu Presidente;
- 2 – Dois diretores do Banco Central, escolhidos por sua diretoria;
- 3 – Um representante do sistema financeiro nacional, escolhido por seus pares;
- 4 – Um representante das entidades de representação nacional, do comércio, indústria, serviços e agropecuária, escolhidos por seus pares;
- 5 – Cinco representantes das regiões geoeconômicas do país, um por região, escolhidos por voto dos governadores de cada estado, componentes de cada região;
- 6 – um representante com notório saber no setor, acadêmico ou não, observadas as restrições legais;
- 7 – O governo federal, para cada reunião do CPM, indicará um representante seu, que participará das reuniões, sem direito a voto, devendo expressar ao plenário a política traçada pelo governo.
- 8 – O quorum mínimo para tomar decisões no CPM, será de sete representantes com direito a voto;

Comitê de fiscalização e avaliação das políticas monetária e financeira – CFISA

O CFISA será formado pelos 15 representantes não-executivos das regiões geoeconômicas do país e terá como objetivo principal manter permanente fiscalização sobre a performance do Banco Central: transparência efetiva em suas decisões, seus resultados operacionais, audiência dos interesses regionais, relacionamento com o tesouro nacional, política cambial, política de crédito, política de abertura de novas agências, política de acompanhamento e acompanhamento efetivo das atividades operacionais de todo mercado financeiro/capitais e tudo mais que for necessário ao bom e fiel cumprimento de seus objetivos institucionais. Os trabalhos permanentes

de auditoria externa do banco central serão contratados, em licitação pública, pelo CFISA. O CFISA se reunirá pelo menos uma vez por mês em Brasília e, durante todo o ano, os três representantes de cada região formarão um subcomitê funcionando permanentemente, em uma das agências do banco central, dentro de sua região geoeconômica. Durante o exercício de suas atividades, os conselheiros não-executivos, não poderão desenvolver qualquer outra atividade remunerada, nem interferir, formal ou informalmente, nas atividades administrativas da agência local do Banco Central. Os membros do CFISA receberão honorários iguais aos dos diretores do Banco Central. O governo federal indicará o presidente do CFISA e manterá, em cada reunião mensal, um representante, sem direito a voto. De sua reunião mensal, o CFISA emitirá um relatório de natureza confidencial, que será remetido ao CMN e ao Presidente do Banco Central.

BANCO CENTRAL DO BRASIL

O Banco Central do Brasil – BACEN terá uma diretoria formada por até 11 diretores, inclusive seu presidente.

Além de participar permanentemente da formulação e avaliação das políticas monetária e financeira, será também o responsável pela sua execução e controle. Sua subordinação direta será ao Ministro da Fazenda – entendido como o responsável pelas finanças nacionais. Ele será o principal garantidor da estabilidade monetária (estabilidade de preços) e financeira (garantir o equilíbrio do sistema, contra o risco sistêmico).

O banco central deverá manter contacto permanente com as outras instituições que compõem o sistema financeiro nacional – apresentando aos mesmos relatórios mensais de suas atividades e estado do mercado.

Duas vezes ao ano o Presidente do Banco Central, em presença do Ministro da Fazenda, apresentará relatório amplo da situação econômico, financeira e monetária do País, em sessão pública do Senado Federal.

O Departamento de Fiscalização Bancária não pertencerá à estrutura e funcionamento do Banco Central. Deverá se constituir numa autarquia, subordinada ao Ministro do Planejamento e terá sua organização e funcionamento estabelecida pelo Ministério do Planejamento.

Para exercer qualquer cargo na Diretoria do Banco Central, o pretendente deverá preencher pelo menos as seguintes condições:

- ser brasileira ou brasileiro nato;
- não ser membro do Poder Executivo, Judiciário e Legislativo: federal, estadual ou municipal, exceto no caso de Secretaria das Finanças e/ou membro da Diretoria de Banco com controle acionário do Estado;

- salvo autorização prévia em Lei do Congresso Nacional, específica para cada caso, nenhum cargo da diretoria do Banco Central, exceto o especificado nessa lei, poderá ser ocupado por administrador, associado, dirigente, empregado, acionista ou cotista de qualquer instituição dos sistemas financeiro, mercado de capitais e segurador.
- os membros da Diretoria do Banco Central serão obrigatoriamente escolhidos da seguinte forma:
 - 2 funcionários de carreira do Banco Central;
 - 3 representantes do comércio, indústria, serviços e agricultura;
 - 2 representantes do Conselho Federal de Administradores, escolhidos pela sua diretoria em conjunto com todos os presidentes dos Conselhos Regionais de Administradores;
 - 1 representante da OAB – Ordem dos Advogados do Brasil;
 - 2 representantes dos Bancos Comerciais, de Investimento e associações de crédito imobiliário;
 - 1 representante do órgão nacional, representativo dos bancários, que ocupará, obrigatoriamente, a Diretoria de Fiscalização das atividades bancárias.

Todos os membros da Diretoria do Banco Central serão indicados pelo Presidente da República e aprovados pelo Senado Federal, para um mandato de 4 anos, coincidindo com o do Presidente da República.

Os representantes dos setores financeiro/bancário/segurador não poderão ocupar o cargo de Presidente e/ou Vice-Presidente do Banco Central.



Luiz Fernando Victor

O professor Luiz Fernando Victor (1938-2015) foi professor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da UnB. Veio para Brasília com Darcy Ribeiro em 1961, participou da inauguração da UnB em 1962. Sofreu perseguição política nos anos de ditadura, retornando à UnB nos anos 1980, onde ficou até a aposentadoria. Foi um dos maiores especialistas sobre sistema financeiro, presidiu o BRB (Banco Regional de Brasília) e o Banestes (Banco do Estado do Espírito Santo).

ARTIGO

A Crise Econômica Brasileira de 2015 e 2016

José Luiz Pagnussat

setembro/desembro de 2015
janeiro/abril de 2016

45

A crise econômica atual resulta fundamentalmente da opção de política econômica de combate à inflação, adotada em 2015, e da desorganização institucional e política provocada pelos escândalos de corrupção, divulgados a partir da “Operação Lava Jato” da Polícia Federal.

A forte elevação da taxa de juros e o aperto fiscal de 2015 foram ineficiente para reverter o crescimento da inflação e a tendência de elevação da dívida pública, mas frearam a economia e elevaram os custos do setor produtivo.

De outro lado, a competente atuação da Polícia Federal revelou o enraizamento da corrupção em todos os níveis de governo e poderes públicos, desnudando a crise institucional e política do País. O problema é que o instituto da “delação premiada”, massivamente utilizado, vem consagrando o ditado popular de que “merda no ventilador respinga em todo mundo” e provoca o acirramento do embate político e social. Soma-se ainda uma certa tolerância aos descuidos jurídicos dos operadores do processo, com vazamentos pontuais de informações, empresários e pessoas públicas sendo presas sem o devido processo legal e amplo direito de defesa, e sem a avaliação dos impactos econômicos, sociais e políticos de tais ações.

Nesse contexto, cresce a insegurança jurídica no País e agrava-se o caos institucional e político, resultando em um ambiente econômico de risco e incerteza, que amplia a crise econômica. Os dados da economia indicam um quadro de recessão grave com riscos de depressão¹. A previsão para 2016 é de nova queda acentuada do Produto Interno Bruto (PIB), acima de 3,5% (em 2015, foi de 3,8%). O desemprego praticamente dobrou em 2015 e houve forte queda do poder de compra dos trabalhadores. Os indicadores de confiança dos agentes econômicos mostram o elevado pessimismo dos consumidores, indústria, comércio e serviços. A dívida pública assumiu uma trajetória preocupante e a inflação não responde às políticas de contenção da demanda.

Este artigo analisa o comportamento dos principais indicadores econômicos brasileiros em 2015 e início de

2016, e avalia o cenário prospectivo e a necessidade de mudança na política econômica.

1. A queda do PIB

O Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) divulgou no início de março o resultado do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro em 2015. O PIB teve queda de 3,8% em relação a 2014, maior queda registrada desde 1990.

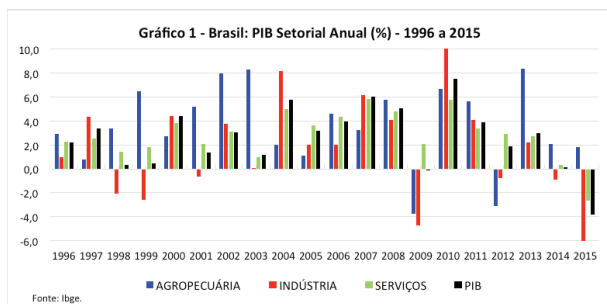
Pela Ótica da Oferta, apenas o setor agropecuário apresentou crescimento no ano de 2015 (1,8%). O resultado foi menor do que o de 2014, quando o setor cresceu 2,1% e de 2013 (8,4%), mas completa o terceiro ano de crescimento consecutivo, apesar da queda dos preços das *commodities* no mercado internacional.

A Indústria teve retração de 6,2%. Entre os diversos setores da indústria a maior queda foi da indústria de transformação (-9,7%), superando inclusive o recuo registrado na crise de 2009 (-9,3%). Os resultados foram ruins em todos os ramos de atividades da Indústria de Transformação no ano de 2015. A Construção Civil também teve queda acentuada no ano (-7,6%), após já ter recuado (-0,9%) em 2014. Os Serviços de Utilidade Pública (SIUP) tiveram queda de 1,4% no ano. O único resultado positivo foi da Indústria Extrativa, com crescimento anual de 4,9%.

O setor de Serviços teve queda de 2,7%. As maiores quedas dos subsetores de Serviços foram no comércio (-8,9%) e transporte, armazenagem e correio (-6,5%), que são diretamente relacionados com o comportamento da atividade econômica e refletem a queda na produção, a alta no desemprego, a queda real dos salários e do crédito.

O Gráfico 1 apresenta os dados do PIB setorial (ótica da oferta) para o período de 1996 a 2015. Os dados mostram a primeira queda do setor serviços, desde 1996, e o pior desempenho anual da indústria e do PIB no período. Nem a crise do final dos anos 1990, com a fuga de capitais e a insolvência externa do país, e nem o impacto da crise internacional em 2009 foram tão severos quanto a crise econômica atual.

¹ A depressão econômica é mais severa que a recessão. A depressão consiste numa prolongada recessão de três ou quatro anos, com queda acentuada no PIB, que leva a numerosas falências de empresas, grande crescimento do desemprego, pessimismo generalizado, baixos níveis de investimento, queda acentuada no comércio, alta volatilidade no mercado acionário, câmbio, preços, etc.

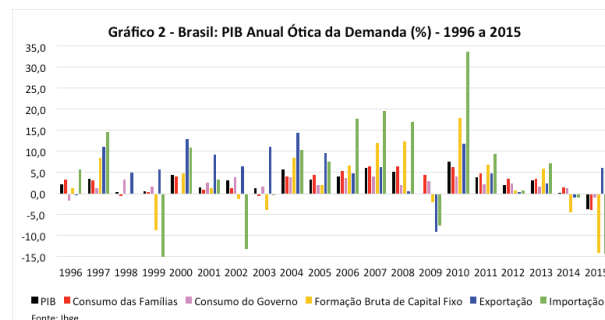


Pela Ótica da Demanda, o pior resultado foi da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), que teve o maior declínio anual (-14,1%) desde 1996, conforme ilustrado pelo Gráfico 2, ficando bem abaixo da queda observada em 1999 (-8,9%). A queda na demanda de máquinas, equipamentos, instalações e obras da construção civil reflete o quadro de incerteza e pessimismo do setor produtivo e a elevada capacidade ociosa com a recessão econômica, que inibe o investimento. A despesa de Consumo das famílias, principal componente do PIB, pela ótica da demanda, apresentou queda de 4,0% em 2015. O último resultado negativo do consumo das famílias foi em 2003 (-0,5%). Outra queda havia sido observada na crise de 1999 (-0,7%). Ambas menos severas que a observada neste ano. A retração histórica da demanda das famílias reflete a queda no poder de compra - com o aumento do desemprego e a redução do salário real dos trabalhadores -, o elevado pessimismo dos consumidores e a elevação das taxas de juros e redução do crédito para consumo. A despesa de Consumo da Administração Pública caiu 1,0% em 2015, resultado do esforço fiscal do governo, num contexto de crescimento do desemprego e de ampliação da demanda pela ação pública, com a crise na saúde, o desequilíbrio fiscal dos estados e a pressão da sociedade por serviços públicos de melhor qualidade.

O único resultado positivo no PIB calculado pela ótica da demanda foi do setor externo. As Exportações tiveram crescimento de 6,1% e as Importações registraram queda de 14,3% no ano. Ambas exerceram impacto positivo na formação do PIB de 2015.

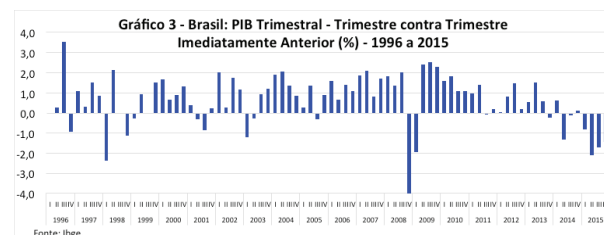
O Gráfico 2 apresenta os dados do PIB por componente da demanda (ótica da demanda) para o período de 1996 a 2015. Os dados mostram que o ano de 2015 foi o único que a maioria dos componentes da demanda foram negativos e mostra os piores resultados para a FBCF e consumo do governo. O consumo do Governo só havia sido negativo em três anos nesse período: 1996 (-1,8%); 2000 (-0,2%); e agora em 2015 (-1,0%). A FBCF foi negativa em oito anos no período, mas sempre com quedas relativamente pequenas. As exceções foram os anos de 2015 (-14,1%); 2009 (-8,9%); 2014 (-4,5%); e 2003

(4,0%), o que revela grande retração de investimentos em anos de mudança econômica ou política. O consumo das famílias foi negativo em apenas três anos no período, conforme já destacado, e o PIB só havia retraído em 2009 (-0,1%) no período até 2014.



O quadro recessivo atual é o pior que a economia brasileira enfrentou desde 1990. A crise nos setores industriais e de serviços é a maior dos últimos 25 anos. As projeções de queda acentuada do PIB neste ano de 2016, se confirmada, transforma a crise atual numa das piores crises da história brasileira. O setor externo e a agropecuária são os únicos vetores positivos, mas não são suficientes para reverter o quadro de elevado pessimismo, tanto dos consumidores quanto dos setores produtivos e do comércio. É urgente a inversão da política econômica, para conter a tendência à depressão econômica. Se impõe, também, a necessidade de uma solução urgente para a crise política atual. É preciso criar condições de governabilidade, qualquer que seja o governo, e de respeito às instituições, para que se restabeleça um ambiente de tranquilidade, de menor incerteza, no sentido de viabilizar a retomada dos investimentos e do crescimento econômico.

Os dados trimestrais do PIB no período 1996 a 2015, apresentados no Gráfico 3, ilustram bem a gravidade da crise, com quatro trimestres de queda no PIB, fato nunca observado nos últimos 20 anos, apesar das sucessivas crises internacionais e desajustes em fundamentos básicos da economia.



Em síntese, o quadro recessivo atual se encaminha para ser o maior da história brasileira, sem um motivo econômico consistente. Não há razão para um período tão longo de queda do PIB trimestral, considerando os bons fundamentos macroeconômicos pré-existentes até

2014. O Brasil, no final de 2014, se encontrava no pleno emprego, com taxa de desemprego de 4,3% em dezembro (menor taxa da série). A inflação dentro do intervalo da meta (6,41%). A dívida pública estável, com menor crescimento no pós-crise, em comparação com a maioria dos países. No período 2007 a 2014, a dívida bruta do setor público brasileiro havia crescido apenas 1,4 pontos % do PIB, enquanto no G20 o crescimento médio da dívida pública foi de 34,9 pontos % do PIB; a média mundial (33 pontos) e EUA (40,8 pontos). As reservas internacionais brasileiras continuavam elevadas (US\$ 369 bilhões no final do ano de 2015) e o país recebia grande entrada de Investimento Estrangeiro Direto (US\$ 97 bilhões).

A acelerada deterioração do quadro econômico brasileiro, observado desde o início de 2015, decorre da opção de política econômica. Se deve fundamentalmente à política de elevação da taxa de juros, que potencializou o agravamento da crise política do país e estancou a economia (herança Levy). Os resultados negativos do PIB dos setores industrial e de serviços refletem fortemente a política monetária adotada em 2015.

Neste início de 2016, o PIB continua caindo, acelerando a deterioração dos fundamentos da economia, o que impõe a necessidade de mudança urgente na política econômica, em especial a política monetária. Nesse campo o Brasil está na contramão do mundo, como se verá mais adiante.

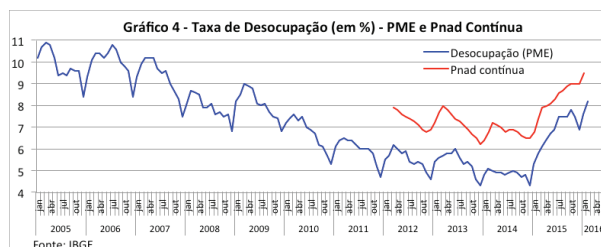
2. Desemprego e queda da renda do trabalhador

O trabalhador é o que paga o custo da crise econômica. A queda da renda nacional (PIB) significa queda na renda do trabalhador, tanto pelo aumento do desemprego como pela redução do salário real. Os bancos comemoram o aumento dos seus lucros, os rentistas festejam os juros altos e os empresários se protegem aumentando os preços dos seus produtos. Sobra a conta para o trabalhador.

O rendimento médio real do trabalhador caiu 7,8% e a massa de rendimentos das pessoas ocupadas caiu 13,9%, entre dezembro de 2014 e fevereiro de 2015, nas seis regiões metropolitanas da Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do IBGE. A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua, que abrange mais de 3.500 municípios, também mostra queda na massa de rendimento real do trabalho, de 3,1%, na comparação entre o trimestre de nov-dez-jan de 2015 e nov-dez-jan de 2016. No mesmo período o rendimento médio real do trabalhador caiu 2,5%, por essa pesquisa.

A taxa de desemprego inverteu a tendência de queda observada desde 2005 até 2014 para uma trajetória de crescimento explosivo, a partir de 2015. O Gráfico 4 apresenta a evolução da taxa de desemprego das seis regiões

metropolitanas pesquisadas pela PME (Recife, Salvador, Belo Horizonte, Rio de Janeiro, São Paulo e Porto Alegre), e a taxa de desemprego média móvel trimestral da Pnad Contínua que abrange mais regiões, cerca de 3.500 municípios e mais de 15.000 setores.



O Gráfico 4 mostra 10 anos de contínua redução da taxa de desemprego no Brasil, passando do pico de 10,9% (mar/05) para a menor taxa da série (4,3%) em dezembro de 2014. Esse ganho de redução do desemprego, entre 2005 e o final de 2014, foi praticamente neutralizado em pouco mais de um ano.

Entre dezembro de 2014 e fevereiro de 2016, a taxa de desemprego das regiões metropolitanas (PME) cresceu 90,7%, passando de 4,3% para 8,2%, e a taxa medida pela Pnad Contínua cresceu 46,2%, passando de 6,5%, em dezembro de 2015, para 9,5%, em janeiro de 2016. Ressalta-se que o crescimento acelerado da taxa de desemprego se deve tanto às perdas de postos de trabalho como ao crescimento da procura por emprego de pessoas que estavam fora do mercado de trabalho. A redução da renda das famílias e o retrocesso nas políticas públicas que propiciavam ocupação, como o FIES (Fundo de Financiamento Estudantil), recolocou no mercado um grande número de trabalhadores, que passaram a procurar emprego.

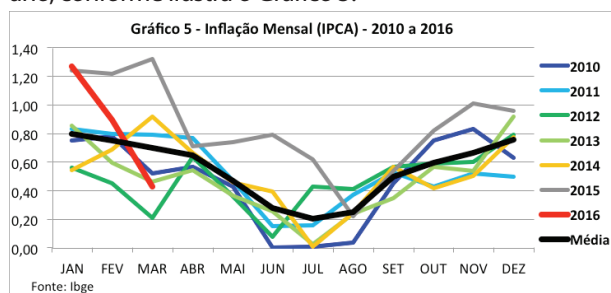
Os dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED) do Ministério do Trabalho mostram que, no ano de 2015, foram fechadas 1.542.371 vagas de emprego no país em todos os setores. Tal resultado representa uma queda de 3,74% no nível de emprego. Este foi o único resultado negativo desde o início da série em 2002. Entre 2002 e 2014, a média anual de vagas de trabalho criadas foi de 1,5 milhões, com pico de 2,63 milhões de vagas criadas, em 2010, e em apenas dois anos (2003 e 2014) o número de vagas de trabalho criadas foi inferior a um milhão.

Nos primeiros dois meses de 2016 já foram fechadas 205 mil empregos e o cenário é de continuidade de fechamento de postos formais de trabalho, no decorrer do ano, e de persistente elevação do desemprego, além da redução dos salários. O quadro que se apresenta é de desalento no mercado de trabalho e de crescentes riscos de acirramento da mobilização grevista dos trabalhadores.

3. A inflação em queda

A boa notícia é que o Brasil voltou a ter uma inflação de um dígito, em março, no acumulado de doze meses (9,39%). O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) assumiu trajetória de declínio acentuado em fevereiro e março de 2016 e caminha para deflação mensal no meio do ano. O recuo do IPCA foi puxado pela inflexão dos preços administrados, a suavização dos preços dos serviços e deflação no grupo da habitação.

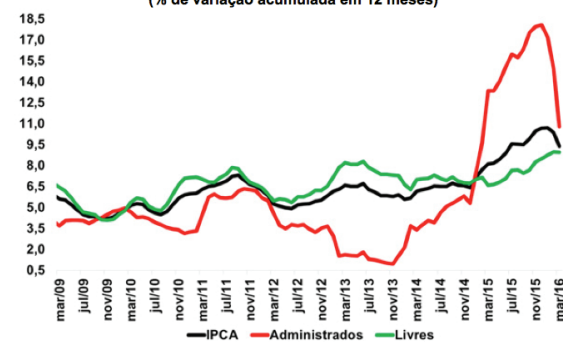
A inflação dos alimentos continua elevada, com os problemas climáticos na produção de hortaliças e no desenvolvimento da safra de verão de alguns alimentos e matérias primas, em especial o feijão, arroz e o milho. Os preços desses produtos tendem a cair nos próximos meses com o avanço da colheita da safra de verão e com a normalização do clima para a produção de hortaliças, refletindo o movimento sazonal dos preços desses produtos. O comportamento sazonal da inflação mostra historicamente índices substancialmente menores nos meses de junho e julho e maiores no primeiro trimestre de cada ano, conforme ilustra o Gráfico 5.



A inflação de março de 2016 já é uma das menores taxas da era do real (0,43%). A queda acentuada do índice de inflação nos últimos dois meses não é resultado da política econômica de juros altos, mas sim do fim do ajuste dos preços administrados e do recuo do câmbio.

O Gráfico 6 mostra a inflexão dos preços administrados em 2016, com queda acentuada desses preços, após um ano de crescimento muito acima da inflação, resultado da política de ajuste da maioria dos preços controlados pelo governo e da elevação dos custos na produção de energia, com a crise hídrica.

Gráfico 6 – Evolução dos Preços Livres e Administrados – mar/09 a mar/16 (% de variação acumulada em 12 meses)



O descontrole da inflação em 2015 mostra a ineficiência da política de juros altos adotada pelo Banco Central. O IPCA descolou do teto da meta e alcançou o pico de 10,71% anual, em janeiro de 2016, ou seja, 138% acima da meta e 64,8% acima do teto. O governo via juros combate inflação de demanda, mas não há excesso de demanda num contexto de economia estagnada e queda acentuada do consumo das famílias e do investimento. O aumento dos juros elevou os custos de produção, aumentando a pressão inflacionária em sua componente de custos, que é uma das causas primárias da inflação, ao lado do excesso de demanda.

O fato é que em 2015 a inflação brasileira tinha múltiplas causas e as pressões de custos estavam entre as principais, enquanto que as pressões de demanda estavam pontualmente localizadas e eram pouco significativas para explicar a elevação dos preços. Por outro lado, as pressões de custos exacerbaram em 2015 com o aumento dos preços dos insumos, alterações no câmbio e aumento significativo do risco, que elevou substancialmente os custos de oportunidade nos investimentos e também nas decisões de produção. Os custos dos insumos foram pressionados pelos reajustes dos preços administrados - a energia elétrica, por exemplo, é um importante componente de custos de produção da maioria dos setores. A elevação do câmbio também impactou nos insumos importados e nos preços das matérias primas nacionais, elevando os custos de produção. Em síntese, não havia pressão de demanda, mas sim de custos, e juros é um componente de custos na produção. Nesse contexto, a elevação dos juros pressiona a inflação via aumento dos custos, além de estrangular a economia, ampliando os riscos.

Na história da inflação brasileira certamente o descontrole monetário e o excesso de demanda estão entre as principais causas, entretanto no pós-real, em que a inflação se manteve num patamar relativamente baixo, para os padrões brasileiros, essa inflação residual tende a ter uma multiplicidade de causas, além das duas já apontadas (custos e demanda). Entre as causas se incluem os choques de oferta, a volatilidade dos preços internacionais e do câmbio, o alto grau de indexação dos preços de alguns setores (inflação inercial) e o acirrado conflito distributivo, além dos preços administrados pelo governo.

Por outro lado, a inflação dos diversos setores tem dinâmica e causas específicas. A inflação dos alimentos deriva-se basicamente de choques de oferta (problemas climáticos), da elevação dos preços internacionais das *commodities* agrícolas e do comportamento do câmbio. A inflação dos serviços, nos últimos anos, teve impacto importante da política de reajuste real do Salário Mínimo, que elevou os custos desses setores, além de ampliar a

demanda de alguns ramos de serviços, como foi o caso dos serviços pessoais. A indústria, com elevado poder de mercado, dado o alto grau de oligopolização, tende a alterar seus preços com base no comportamento dos custos de produção, mas sofre fortemente o impacto do câmbio e da concorrência internacional. Neste contexto, a âncora cambial foi a grande responsável pelo controle da inflação desde 1994, mas teve como consequência um forte processo de desindustrialização no País, desde então.

Em síntese, a capacidade do Banco Central de controlar a inflação dos alimentos, dos serviços e da indústria via política monetária é pequena na história recente da inflação brasileira e ineficaz na crise atual, que além dos fatores econômicos é também uma crise política e de confiança.

4. Política Econômica

A prioridade no combate à inflação adotada desde o início de 2015, com o Ministro Levy na Fazenda, se mostrou desastrosa. A opção de frear a economia via aumento dos juros, num contexto de ampla redução da atividade econômica, provocou forte piora da maioria dos indicadores econômicos.

Conforme já foi apresentado, o lado real da economia teve um retrocesso histórico, com grande queda no PIB, salto no desemprego e a indústria e serviços se afundaram. O estrago foi grande também no setor público, com a queda na arrecadação, desequilíbrio primário e com o aumento estrondoso do gasto com juros. Nesse contexto, a dívida pública assumiu trajetória de forte risco de insolvência no médio prazo.

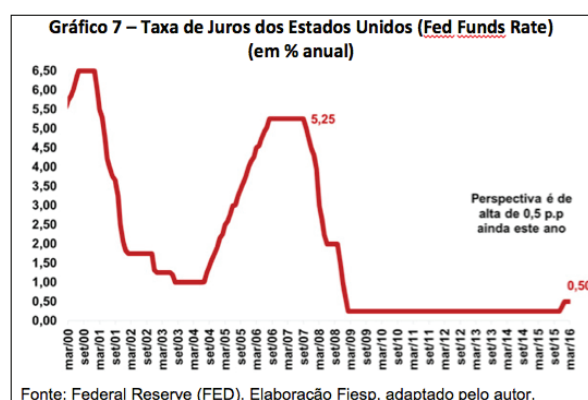
A reversão desse quadro de deterioração econômica só é possível com a retomada do desenvolvimento, e para isso é necessário destravar a economia, ou seja, a mudança na política monetária.

A experiência americana no pós-crise e da Zona do Euro nos anos recentes de "afrouxamento monetário" ou "flexibilização quantitativa" (*Quantitative easing*) foi bem sucedida. Os bancos centrais implementaram uma programação de compras de grandes quantidades de títulos públicos, ampliando fortemente a disponibilidade de moeda no sistema bancário, provocando forte redução nas taxas de juros e a ampliação do crédito. O objetivo é estimular a economia. Os resultados foram consistentes, considerando a retomada do crescimento de forma persistente dessas economias. A ação dos bancos centrais reverteu um quadro de crise que tenderia a levar a economia mundial a uma grande depressão.

A eficiência da política monetária frouxa pode ser comprovada também pelas baixas taxas de inflação nesses países, mesmo com elevado crescimento do emprego. Nos EUA o desemprego caiu do pico

de 10,0% em novembro de 2009 para 4,9% em fevereiro de 2016, com a inflação abaixo do teto da meta (meta de 2% anual). Em fevereiro o Índice de Preços ao Consumidor (CPI) americano foi de 1%, em 12 meses. O PIB americano cresceu a taxa média acima de 2% ao ano desde 2010, sendo 2,4% nos últimos dois anos.

O Federal Reserve (Banco Central Americano – FED) manteve a taxa de juros entre 0 e 0,25% desde 2009, até o final de 2015. Só no final de 2015 o COPOM americano (*Federal Open Market Committee - FOMC*) decidiu elevar a taxa de juros para 0,5% ao ano e, desde então, a taxa de juros (federal funds rate) permanece no intervalo entre 0,25% e 0,50%, conforme ilustra o Gráfico 7

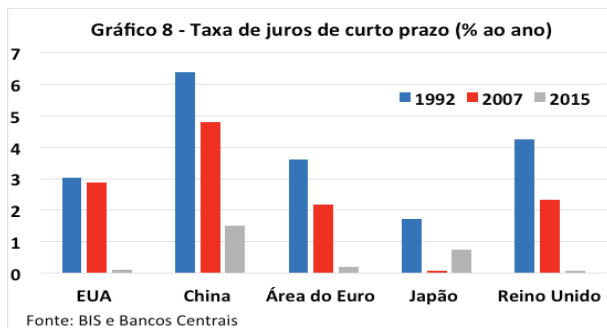


As decisões do FOMC não consideram apenas a inflação, mas também os objetivos de crescimento econômico. Na reunião realizada em março a decisão foi de cautela na normalização da política monetária, considerando as perspectivas de menor crescimento econômico internacional, dada a crise brasileira e a possibilidade de menor crescimento da China.

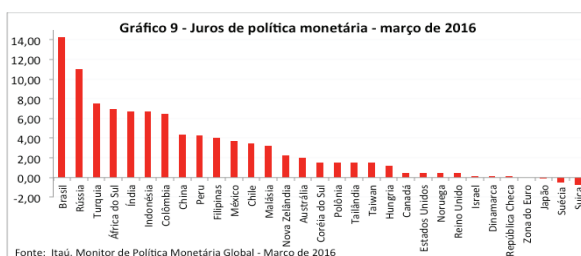
Aqui, na sua reunião de março, o Comitê de Política Monetária do Banco Central Brasil (Copom) manteve a taxa Selic em 14,25% ao ano, com o PIB em queda de 3,8% em 2015 e projeção de queda de 3,5% em 2016, além da explosão do desemprego.

Os países europeus e em especial a Zona do Euro também mantêm o juro próximo de zero e uma política monetária frouxa. O Banco Central Europeu (BCE) na sua reunião de março sinalizou que pode intensificar os estímulos monetários, caso seja necessário. O BCE aprovou nessa reunião maior afrouxamento monetário, ampliando as compras mensais de títulos soberanos para 80 bilhões de euros, além de reduzir todas as taxas de juros de referência e as taxas de empréstimos para os bancos.

Essa política monetária ultra expansionista que se espalhou pelo mundo nos últimos anos, além de estimular o crescimento econômico, não tem impactado na inflação global, que se mantém baixa, e vem mantendo as taxas de juros de curto prazo em patamares extremamente baixos, como ilustra o Gráfico 8.

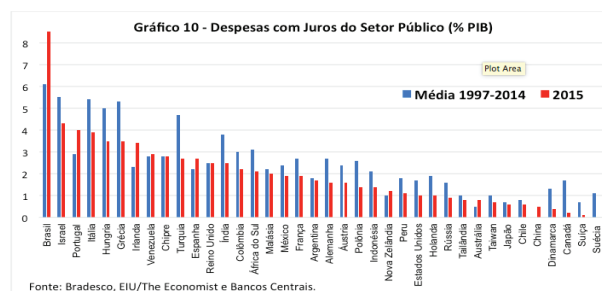


As taxas de juros definidas pelos bancos centrais no âmbito da política monetária estão historicamente baixas. Em alguns países as taxas são negativas e em um grande número de países as taxas estão próximas de zero. O Gráfico 9 traz uma amostra das taxas de juros praticadas no final de março em 30 países. Apenas o Brasil (14,25%) e a Rússia (11%) têm taxas de juros básicas acima de 10% ao ano.



A política monetária brasileira está na contramão do mundo e o Brasil foi ainda um dos países mais conservadores na sua política fiscal, com a manutenção de superávit na maioria dos anos pós-crise de 2008 e com pequena elevação na sua dívida pública.

A maioria dos países teve elevado crescimento de suas dívidas e estão com patamares de endividamento muito superiores ao do Brasil. Apesar de ter dívida muito menor o Brasil é o país que mais aumentou seus gastos com juros da dívida pública. O Gráfico 10 traz os dados de 39 países, com o Brasil se destacando negativamente como o país que gasta mais com juros e que teve maior aumento desse gasto em 2015, quando comparado com anos anteriores. O Gráfico compara os gastos de 2015 com a média de gastos entre 1997 e 2014. Por esse indicador a moda foi de grande redução dos gastos com juros, apesar do substancial aumento do endividamento da maioria dos países.



Foram poucos os países que aumentaram os seus gastos com juros. O Brasil lidera acompanhado dos PIIGS (exceto Itália), da Venezuela, que teve pequeno aumento, e dos países da Oceania.

Parece evidente que a política monetária brasileira não tem consistência, não está alinhada com as políticas monetárias dos demais países, não é eficiente para controlar a inflação, provoca danos elevados nas contas públicas, além dos impactos já analisados sobre o emprego e o PIB.

Conclusão

Os dados analisados apontam claramente para a necessidade de mudança na política econômica, em especial na política monetária. Nenhum país do mundo está adotando política monetária tão restritiva e taxas de juros tão elevadas e não é razoável e nem tal política é eficiente para combater a inflação, num contexto de economia em recessão e desemprego elevado.

Parece recomendável uma mudança radical na política monetária, com substancial redução da taxa de juros e um afrouxamento monetário. Não há evidências que impeçam a adoção de políticas alinhadas com as adotadas pelos EUA e países europeus, nem há razões para suportar pressões de demanda com a adoção de um afrouxamento monetário (QE), considerando a elevada capacidade ociosa da indústria, os baixos índices de confiança dos consumidores e dos setores produtivos e os recordes de safra agrícola.

Tal mudança na política econômica induziria a retomada do crescimento econômico, além de reduzir os gastos públicos e reverter o quadro de desequilíbrio fiscal.

A atual crise brasileira que assume várias dimensões, além da econômica, só pode ser superada de forma consistente com a retomada do crescimento econômico. Sem crescimento não é possível reverter o quadro de desequilíbrio fiscal federal, estadual e municipal, nem o acirramento político e social atual.

Referências bibliográficas

BRADESCO. **Destaque Depec** (vários números), 2016.

FIESP, Macro Visão, **Informativo eletrônico** (várias edições). São Paulo: Fiesp-Ciesp, 2016.

ITAÚ, **Monitor de Política Monetária Global**. Março de 2016

PAGNUSSAT, José Luiz, "A estagflação continua forte em 2015". **Revista de Conjuntura**, Ano XIV, nº 53, jan./abr. 2015.

PAGNUSSAT, José Luiz, "Eleições e Economia". **Revista Economistas**, nº 15, dezembro de 2014. Brasília: Cofecon. p. 42-48.



José Luiz Pagnussat
jose.pagnussat@enap.gov.br

Economista, professor universitário há 30 anos, atualmente na ENAP e UDF. Foi presidente dos Conselhos Regional e Federal de Economia e da Associação Nacional dos Cursos de Graduação em Economia - ANGE

ARTIGO

Flexibilização da Taxa de Juros com Persistência Inflacionária !?

Eduardo Velho
Geraldo Góes

setembro/desembro de 2015
janeiro/abril de 2016

51

A Lei de Okun - a relação inversa entre a taxa de crescimento do produto e a do desemprego - , a Curva de Phillips - o trade-off de curto prazo entre as taxas de inflação e desemprego - e a versão dinâmica da Demanda Agregada (que aponta que taxa de crescimento do produto é dada pelo excesso da taxa nominal de expansão monetária sobre a inflação) são três fatos estilizados que fazem parte do arcabouço lógico dos economistas.

O fato é que essas três relações envolvendo inflação, desemprego e produto formam um sistema determinante que permite uma análise de curto prazo do desempenho de uma economia. Por exemplo , numa situação de curto prazo, uma redução da oferta monetária da economia , deslocará a curva LM para esquerda aumentando a taxa de juros e reduzindo o nível do produto e teremos então o seguinte encadeamento: (i) ocorrerá um deslocamento da curva de demanda agregada para a esquerda e para baixo, reduzindo o nível geral de preços e o produto, (ii) pela Lei de Okun a redução do produto aumentará o desemprego e (iii) finalmente, pela Curva de Phillips, um maior desemprego resultará em menor inflação. Portanto esse sistema formado pelas três relações descritas contribui para descrever a dinâmica do crescimento monetário, da inflação e do crescimento do produto. Esse artigo visa apontar que esse arcabouço lógico de análise, na prática, seria mais complexo.

Os últimos índices de preços apontam desaceleração da inflação no curtíssimo prazo, com a taxa de inflação medida pelo IPCA recuando para uma faixa inferior a 10%, mas por outro lado, o recente Relatório Trimestral de Inflação apontou um cenário desafiador para o Bacen, pelo menos no curtíssimo prazo: (i) a autoridade monetária ressaltou que está trabalhando com o cenário mais provável de estouro do teto - de 6,5% - da meta de 2016; (ii) afirmou que "as atuais condições da economia não permitem flexibilização monetária"; (iii) a continuidade da deterioração das projeções de inflação (IPCA) para 2017, a despeito

do hiato da atividade econômica, tanto no cenário de referência como de mercado, de 4,8% para 4,9% e de 4,9% para 5,4% , respectivamente e (iv) a importância da contribuição do hiato deflacionário da atividade nas futuras decisões de política monetária, o que deverá potencializar no segundo semestre alguma flexibilização da taxa básica de juros.

As projeções do mercado para a recessão na economia brasileira mostram uma tendência de aprofundamento , com a mediana da taxa real do PIB pela últimas pesquisas do mercado (focus) registrando uma retração mais próxima de - 4,0% em 2016 , o que evidencia um desvio mais elevado entre produto potencial e efetivo. De fato, na ótica da demanda, a inflação tem condicionantes de desaceleração dos preços com aumento da taxa de desemprego e queda do rendimento médio, mas, pelo lado da oferta, a inflação ainda continua elevada, com impacto do realinhamento dos preços administrados, da transmissão da desvalorização acumulada do real ante ao dólar entre 2014 e 2015 e de componentes inerciais.

No período 2011-2014, a inflação média permaneceu elevada em 6% ao ano, próxima do teto da meta, mesmo com a defasagem dos preços administrados e das atuações do Bacen no mercado cambial (através de swaps e/ou leilões de linha que visaram conter as pressões de alta da taxa de câmbio). A desaceleração da economia chinesa mudou essa realidade e a retomada do dólar no exterior como ativo alinhado com o crescimento da economia norte-americana, sinalizam que a âncora de preços pela revalorização do real e da demanda externa tinha se revertido. Uma política mais prudente naquele momento teria sido a aceleração dos ajustes e reformas estruturais para recuperar as taxas de poupança e de investimento, contudo o que se constatou foi a persistência da expansão do consumo sem a contrapartida de aumento da oferta e da produtividade dos fatores de produção. O combate à inflação poderia ter sido priorizado com mais intensidade da mesma forma que alguma preservação das contas

¹ A depressão econômica é mais severa que a recessão. A depressão consiste numa prolongada recessão de três ou quatro anos, com queda acentuada no PIB, que leva a numerosas falências de empresas, grande crescimento do desemprego, pessimismo generalizado, baixos níveis de investimento, queda acentuada no comércio, alta volatilidade no mercado acionário, câmbio, preços, etc.

públicas, o que se refletiu nos rebaixamentos da nota de crédito do Brasil para grau especulativo “junk” pelas agências internacionais de classificação de risco e na desvalorização robusta do real entre 2014 e 2015.

A percepção generalizada do mercado é que a economia brasileira opera na prática com um regime de metas de inflação de médio prazo sem um horizonte definido para o seu cumprimento. Com os descumprimentos da meta central, esse regime tende a sancionar incertezas e volatilidade adicional no mercado de juros. Não é prudente correr o risco de relativizar a deterioração das contas públicas e a persistência de uma inflação mensal elevada com o risco de alimentar a indexação e a disseminação dos reajustes, um fato que já convivemos em um passado não muito distante.

Os testes econométricos apontam que o grau de persistência inflacionária tem aumentado nos últimos anos, o que aponta a necessidade de ajustes estruturais e de recuperação da credibilidade da política econômica. Esse movimento foi captado pela elevação do descolamento das expectativas de inflação. As medianas apuradas no mercado para a inflação (IPCA) para 2016 estaria na faixa de 7,3%, superior ao teto da meta e somente próximo da meta central em 2018. A divergência de votos de alguns diretores nas últimas decisões de política monetária sinaliza as preocupações em relação ao descolamento do IPCA ao teto da meta e à credibilidade do regime. O BACEN está perseguindo o centro da meta de 4,5% ao longo do tempo ou agora, prefere uma nova meta “tolerável” do IPCA, de 6,5%? Vai perseguir somente o recuo da inflação em relação ao ano anterior com as expectativas ancoradas para a meta central no biênio 2017-2018? Essas respostas são cruciais para a previsibilidade do regime de metas. Observando a estrutura a termo dos juros, parece que, na prática, o teto da meta virou piso para os agentes econômicos, a despeito da dinâmica do setor real, que tende a continuar frágil nos próximos meses.

O recuo mais consistente das expectativas de inflação dependeria de uma nova configuração da política fiscal em relação aos ajustes da Selic, mas sobretudo do grau de confiança com a gestão da política macro e microeconômica. De fato, com a atual inércia inflacionária, as estimativas econométricas apontam que a elevação da taxa de juros teria impacto significativamente reduzido para reverter os níveis da inflação no curto prazo. Considerando todas as alternativas e os sacrifícios envolvidos, o controle da inflação parece ser mais prioritário, mas sem ajuste fiscal e a incerteza na trajetória do resultado primário, a transmissão da política monetária sobre os preços de curto prazo via

Selic será mais limitada, além do fato que uma parcela relevante do crédito doméstico não é afetada diretamente pela Selic.

Na Ata de política monetária de março, ao excluir as citações restritivas “..determinação e perseverança..” e “...que o balanço de riscos ainda é desfavorável..”, o mercado futuro de juros já teria precificado a elevação da probabilidade da redução da taxa básica de juros no segundo semestre. A contribuição do hiato deflacionário também será mais intensa em relação às expectativas originais o que reforça o cenário da autoridade monetária. A persistência inflacionária, ou seja, a inércia não será removida com prolongamento de uma taxa real de juros elevada, mas com reformas pelo lado da oferta.



Geraldo Góes

geraldosgoes@gmail.com

Graduado em Engenharia Eletrônica pela UERJ. Especialista em Economia Matemática pelo Instituto de Matemática Pura Aplicada (IMPA), em 1991. Pós-graduado em Economia pela FGV-RJ (1994). Doutor em Economia pela UnB (2006). É EPPGG do MPOG. Atualmente é lotado no MMA. É professor das seguintes disciplinas: Economia; Microeconomia; Macroeconomia; Economia do Setor Público; Estatística; Econometria; Matemática Financeira; Finanças Públicas; Finanças Empresariais; Sistema Financeiro Nacional; Comércio Internacional.



Eduardo Velho

velho@invxglobal.com

Atualmente é Sócio e Economista-Chefe da INVX Global Capital Asset. Professor de Gestão de Renda Fixa, Econometria Aplicada e Cenários Econômicos. Gestor de Investimentos credenciado pela Comissão de Valores Mobiliários. Mestre pela EPGE/FGV e Doutor em economia pela UnB. Foi Membro da equipe econômica na Assessoria do Ministro do Planejamento no Brasil e consultor do Governador do Banco Nacional de Angola e do Ministro da Economia em Angola. Foi Diretor de Investimentos do Banco Valor e Sócio da Mandarin Asset. Economista-Chefe do Banco BBM e do Banco Fonte de Investimentos.



XXI PRÊMIO TESOURO NACIONAL 2016

Concurso de Monografia em Finanças Públicas

Temas 
Política Fiscal
Contabilidade Pública

Prazo de inscrições
12 de setembro de 2016

Regulamento
esaf.fazenda.gov.br

Informações

premio-stn.df.esaf@fazenda.gov.br
(61) 3412-6286 | 3412-6018

Premiação

- 1° R\$ 30.000,00
- 2° R\$ 20.000,00
- 3° R\$ 15.000,00
- 4° R\$ 10.000,00
- 5° R\$ 5.000,00



REUNIÃO DO GRUPO DE CONJUNTURA

A Comissão de Política Econômica (CPE)
convida para encontros mensais do
Grupo de Conjuntura sobre temas atualizados.



Acesse e saiba mais:
corecondf.org.br

Contato: (61) 3223-1429
corecondf@corecondf.org.br