



A IMPOSSÍVEL TRINDADE E A TAXA DE CÂMBIO

Luiz Afonso Simoens da Silva

Introdução

Nesse caminhar do Governo Lula, já lá se foram dezoito meses ou 38% dos quarenta e oito do mandato presidencial. Apesar da fragilidade política do Executivo frente a um Legislativo que beira o reacionarismo, houve avanços nada desprezíveis em várias esferas. Há números positivos indicando recuperação do crescimento econômico e melhoras no controle inflacionário, nas contas públicas, nas perspectivas de investimento e nas prioridades sociais e ambientais. Nada disso importa para as elites econômicas, para as quais o país ruma ao precipício por sua inconsequência fiscal.

Esta nota não pretende abarcar um quadro amplo da política econômica. Seu objetivo é de comentar o comportamento da taxa de câmbio do Brasil frente ao dólar norte-americano. Os comentários pretendem se contrapor ao *frisson* que atinge o *mercado*, que ecoa nas páginas da Imprensa.

Comece-se com um artigo do ex-ministro da Fazenda e professor da Fundação Getúlio Vargas (FGV), Luiz Carlos Bresser Pereira, que, do alto de seus quase noventa anos, ainda tem muito a ensinar. O título do artigo é *Europa Ocidental à Deriva* e foi publicado no jornal Valor Econômico (28.06.2024:A17). Seu objetivo foi discutir a crise “mais política que econômica” do mundo e, em especial, da Europa Ocidental. Os argumentos passaram pelo crescimento da concentração da renda, pelo impacto das imigrações e pelas importações de bens provenientes dos países em desenvolvimento, principalmente da China. Eles não serão repetidos aqui. Para o que importa, o autor entendeu que a Europa Ocidental e a América Latina são regiões semiestagnadas. Os Estados Unidos não estariam submetidos à estagnação.

Como explicar isso? A resposta está na adoção de políticas neoliberais: a abertura de suas economias se deu a partir dos anos 1980, na Europa; e a partir dos anos 1990, na América Latina. Embora a Inglaterra de Thatcher tenha tido a primazia da adoção da ortodoxia neoliberal, foi nos Estados Unidos de Reagan, país mais poderoso do mundo, que ela se estabeleceu firmemente na Academia. Segue-se que seus preceitos foram adotados na Europa e América Latina como se fossem dogmas. Curiosamente, isso não ocorreu nos Estados Unidos, onde os políticos locais nunca se deixaram levar por tal ortodoxia, já que

eles parecem ter um caráter mais pragmático e desenvolvimentista. Logo, o professor Bresser Pereira concluiu com ironia: “Faça o que digo, não o que faço”.

Um segundo tema-chave do pensamento novo desenvolvimentista do professor Bresser Pereira se encontra em sua explicação da *doença holandesa*. Esta expressão se reporta aos impactos econômicos deletérios que um produto como o petróleo pode provocar na pauta tradicional de produção e exportação de um país que, antes, era diversificado. Roncaglia (Folha SP, 28.06.2024:12) aborda esse tema ao lembrar que a pauta de exportações do Brasil é dependente em 70% de *commodities* agrícolas e minerais. “Com isso, produz uma taxa de câmbio, que equilibra as contas externas, mas inibe a inovação tecnológica de ponta”. Dito de outra forma, a taxa de câmbio do setor agrícola está em equilíbrio, mas a taxa de câmbio industrial está valorizada, o que inibe investimentos industriais. A desvalorização atual do real brasileiro pode ser útil à tentativa de reindustrialização brasileira, um tópico visto como prioritário pelo governo?

Liberalismo e Neoliberalismo

Um amigo próximo contestou minha tendência de usar seguidamente a expressão *neoliberalismo*. Para ele, bastaria falar em *liberalismo*, porque, afinal, seria tudo a mesma coisa. Ele não está errado. A palavra *neoliberalismo* está, de fato, carregada de ideologia. Por outro lado, houve grandes transformações na forma de atuação do capitalismo desde a aprovação da ordem econômica mundial no final da Segunda Guerra Mundial pelo Acordo de *Bretton Woods*, que foi funcional para o capitalismo industrial dominante. Essa ordem foi substituída pela não-ordem neoliberal desenvolvida a partir dos anos 1970, que foi funcional para o subsequente capitalismo globalizado e financeirizado. A argumentação desta seção já foi abordada por mim em textos alternativos.

A ordem liberal do pós-Segunda Guerra buscou desenvolver um sistema o mais próximo possível da estabilidade. Keynes, um de seus mentores, disse algo parecido com: *a especulação só deve ser aceita se ela for uma gota d'água num oceano de estabilidade*. Por isso, os objetivos de Bretton Woods foram a retomada do comércio internacional, abalado pela Primeira Guerra Mundial e pela crise de 1929, e o fortalecimento dos Estados Nacionais. Os pilares básicos foram a determinação de taxas de câmbio administradas, taxas de juros fixas e controle dos fluxos financeiros internacionais de curto prazo. Os instrumentos foram a criação do Fundo Monetário Internacional (FMI), voltado à correção dos desequilíbrios dos balanços de pagamentos dos países-membros, e do Banco Mundial (BIRD), que se destinava à reconstrução da Europa e do Japão.

Em suma, para abrir as portas do comércio a todo o mundo e enterrar os resquícios dos privilégios coloniais, era preciso um Estado Nacional forte, taxas de câmbio administradas pelo FMI e taxas fixas de juros nos empréstimos internacionais. O combate a toda forma de especulação no comércio se dava pelo controle dos fluxos financeiros internacionais de curto prazo. O capitalismo é instável, por sua própria essência, mas esse acordo histórico diminuiu sua volatilidade, a ponto de ter permitido um período de forte crescimento e de desconcentração de renda a favor do trabalhador, que ficou conhecido como *Os Trinta Anos Dourados*, que vigorou de 1945 até por volta de 1973.

Quem tentou iniciar a destruição do Estado Nacional e substituí-lo por organismos internacionais como a Organização Mundial do Comércio (OMC), o FMI e o Banco Mundial, num ambiente de globalização, foi o governo Nixon. Foi ele quem acabou com o câmbio fixo do dólar, entre 1971/73, dando início a um processo em que todas as taxas

de câmbio se tornaram flutuantes. As taxas de juros fixas também foram abandonadas como resultado das crises de 1973 e 1979 nos preços do petróleo, enchendo os cofres dos países exportadores do produto. Mais para o final dos anos 1990, o FMI e o Banco Mundial passaram a diminuir seus empréstimos sob a desculpa que os mercados financeiros internacionais estavam muito líquidos e abriram suas comportas para os países em desenvolvimento e os mercados emergentes. Desde então, as negociações por aporte de novos recursos destas instituições não apresentam aumentos apreciáveis e os empréstimos aos países em crise penam sob condicionalidades excessivas.

É de se perguntar: ainda resta alguma coisa da ordem de Bretton Woods? É claro que o FMI e o Banco Mundial ainda existem, mas não são nem uma sombra do que foram no passado. O acordo liberal de Estados fortes foi substituído por flexibilizações neoliberais de câmbio, juros e fluxos internacionais. Fluxos que são em mais de 90% dos casos oriundos de economias avançadas. E as necessidades de recursos dos emergentes continuaram a sofrer restrições, sob a forma de condicionalidades pesadas. Ou seja, as próprias *irmãs de Bretton Woods*, passaram a defender a flexibilização de todas as variáveis macroeconômicas básicas e não se mostraram mais tão dispostas de apoiar países em crise de balanço de pagamentos. O mundo que resultou da implantação da não-ordem neoliberal voltou a se tornar altamente inseguro. Incerteza é o nome do jogo.

As consequências da não-ordem econômica

1. A Impossível Trindade

A mudança violenta de orientação macroeconômica, que se deu a partir dos últimos vinte anos do século XX, ficou conhecida como *Consenso de Washington*, que incluiu, dentre outras variáveis, a prevalência de fluxos livres de capital e taxas flutuantes de câmbio. Estas deveriam promover uma integração financeira sistemática onde prevaleceria um sistema monetário policêntrico, em que coexistissem grandes regiões de cooperação monetária. Aglietta (2010 “a” e “b”) foi ao ponto quando indicou a contradição evidente entre, de um lado, um mundo de fluxos livres de capital e de taxas flutuantes de câmbio e, de outro, a manutenção de políticas monetárias nacionais. A insistência em manter o controle monetário levou a que a crise asiática de 1997 se manifestasse como perda da estabilidade financeira. Por isso, essa configuração conflitante ficou conhecida como “impossível trindade”. A expressão significa que um país pode ter duas dessas situações, nunca três. Pode-se ter fluxos livres de capital e câmbio flutuante, mas, com isso, perde-se o controle da política monetária. Se o objetivo for manter controle sobre as taxas de juros, a abertura externa terá de ser sacrificada.

2. A perda de estabilidade financeira

No caso da crise asiática de 1997, a ruptura se traduziu por explosão caótica da volatilidade das taxas de câmbio *vis-à-vis* o dólar. Como resultado dessas crises, alguns analistas acreditavam ser possível estabilizar as taxas de câmbio. Aglietta (idem), ao contrário, defendia a tese de que o sistema continuaria sujeito a desordens estruturais, ao combinar amplas variações entre as moedas flutuantes e desequilíbrios de pagamentos entre os países. Naqueles momentos de crise que abriram o novo século, sua expectativa era realista: a transição para um novo sistema monetário não seria tranquila, porque sua gestão se tornaria um problema de governança mundial, que só poderia ser enfrentado em termos geopolíticos. Tentando pensar um compromisso em termos de criação de zonas

regionais de cooperação monetária, já lhe parecia que só os Estados Unidos, a Zona do Euro e a China poderiam gerir as relações monetárias entre as três grandes zonas econômicas mundiais.

Não foram necessários muitos anos para se perceber que, já na década de vinte do século XXI, falar em cooperação monetária parece bem pouco realista. A Europa não parece representar um problema por estar subjugada à ortodoxia comandada pelos Estados Unidos. Mal para ela, que perdeu competitividade frente à produção chinesa e tenta conter os fluxos de imigrantes, que pressionam seus salários para baixo. Não será por essa frente de batalha que a extrema direita francesa busca o caminho do poder na França? E quanto à China? É razoável pensar que qualquer tipo de acordo seja feito pelos Estados Unidos e Europa com a China? Exatamente quando eles estão erigindo barreiras econômicas e políticas que parecem apontar para a reconstrução dos muros da Guerra Fria?

3. A busca por soluções alternativas

Pode-se, em sã consciência, reprovar que os países em desenvolvimento e os mercados emergentes comecem a se mexer em busca de novos portos seguros? E eles estão surgindo na Ásia, na Europa e até no BRICS, uma instituição não regional. Serão uma solução? Não se sabe. Só se sabe que, como se diz por aí, a política não gosta de vazios. Quem se retira, abre as portas para um substituto.

Na esfera unilateral, aqueles que puderam, começaram a acumular reservas internacionais como forma de ganhar graus de autonomia com relação ao apoio decrescente dos organismos internacionais. O Brasil tem o que dizer quanto a isso por ter acumulado reservas internacionais da ordem de US\$ 350 bilhões. O preço desse seguro, no entanto, tem sido muito alto. Vale a pena citar Troster (Folha SP, 20.06.2024:A3):

Em números redondos, as reservas correspondem a 18% do PIB e 24% da dívida bruta do governo. Como o diferencial de juros entre a rentabilidade das reservas e o custo de rolar a dívida interna é de 6% ao ano, a manutenção das reservas custa mais de R\$ 100 bilhões por ano e o total de juros para rolar a dívida pública mais de R\$ 400 bilhões por ano. O Brasil gasta mais em juros do que em educação, Judiciário e saúde somados.

4. A situação atual do Brasil

Freire (Folha de SP, 03.07.2024:3) lembra que a cotação do dólar estava em R\$ 4,98, em 12.03.24. Em 02.07.24, ela atingiu um recorde ao bater em R\$ 5,70 e fechou o dia a R\$ 5,6652, cerca de 14% maior que a cotação de março. O jornal Valor Econômico falou de dia tenso e atribuiu a culpa ao presidente Lula em suas falas sobre câmbio e em suas críticas a Campos Neto. Aliás, o tipo de análises a que estamos expostos há algum tempo é aquele que destaca o nível de irritação hormonal do Presidente. Alguns poucos, mais serenos, entendem que nada explica esse nível muito elevado da cotação do dólar, que seria fruto de um *overshoot* do mercado. Para estes, as coisas se acalmarão. Bem, nada é gratuito. A despeito das vozes consequentes, *especialistas* reforçam o diagnóstico de que o enfraquecimento do real é resultado de crescente desequilíbrio fiscal. E desequilíbrio fiscal se combate com... aumento das taxas de juros!

Vejam só, até dias atrás, a política do Banco Central era a de diminuir a SELIC em 0,5 pontos percentuais a cada mês. Logo em seguida, fortes pressões do mercado exigiram a parada na queda. E com unanimidade de votos do COPOM! Agora, com a sempre

prestimosa contribuição de *especialistas* atentos e patriotas, parece já ter entrado na pauta a volta do aumento da taxa básica de juros da economia. Haja!

In(conclusões)

O capitalismo pode ser sempre o mesmo, mas ele tem a capacidade de se transformar de tal forma, que parece que ele mudou, de fato. Na passagem do capitalismo industrial ao financeiro, a impressão que ele passa foi a de ter multiplicado por “menos um” tudo que o caracterizava até então. Ao final da Segunda Guerra, os Estados Unidos eram suficientemente poderosos para impor suas regras de Estados Nacionais fortes e comércio mundial livre. Trinta anos depois, sua hegemonia começou a ser reduzida, com a reconstrução de velhas potências destruídas na guerra. A saída foi virar as costas à própria ordem econômica que eles haviam criado e partir para uma desregulamentação global. Para os outros, Europa Ocidental e a América Latina, é claro, segundo Bresser Pereira.

As consequências evidentes foram que os mercados emergentes buscaram novas parcerias (BRICS, por exemplo) e, também, tomaram medidas unilaterais (acumulação de reservas) para enfrentar as recorrentes crises financeiras. Infelizmente, a um custo muito alto.

No que diz respeito ao Brasil, a causa estrutural do enfraquecimento atual do real tem a ver com a adoção de políticas preconizadas pelos defensores do neoliberalismo, que envolvem fluxos livres de capital, taxa flutuante de câmbio e meta inflacionária, que são, no conjunto, incompatíveis com política monetária independente e crescimento maior. No plano conjuntural, a desvalorização atual deriva de sua “subordinação” à política monetária dos Estados Unidos, o que nada tem a ver com inconsequência fiscal.

Com base em dados do Tesouro Nacional (dez.2023; anexos 2 e 6), creio ser possível afirmar que há um pequeno problema fiscal no Brasil (déficit primário de R\$ 230,5 bilhões) e um grande problema financeiro (déficit nominal de R\$ 785,6 bilhões). Como a diferença entre esses dois conceitos de resultado orçamentário é explicada pelos juros líquidos (juros e encargos ativos menos passivos), cuja conta final mostrou um déficit de R\$ 556,1 bilhões ou 17,7% da despesa total (R\$ 3.140 bilhões). Apenas para que se tenha uma dimensão mais clara do que se fala, esse déficit na conta de juros de 2023, foi da mesma ordem que as dotações orçamentárias atualizadas dos seguintes itens: saúde (R\$ 185,5 bilhões), educação (R\$ 152,1), trabalho (R\$ 98,5), agricultura (R\$ 34,9), administração (R\$ 30,6), transportes (R\$ 24,1), segurança pública (R\$ 17,0) e ciência e tecnologia (R\$ 14,6). A dotação total destes oito itens alcança R\$ 557,3 bilhões, que se equipara ao total de juros e encargos líquidos (R\$ 556,1 bilhões).

Um tema para uma boa discussão acerca do futuro do país seria: a desvalorização do câmbio é má, à luz da busca de reconstrução da indústria nos termos de uma política desenvolvimentista *à la* Bresser Pereira e André Roncaglia? Ela não pode propiciar um incentivo para encontrar a taxa de câmbio de equilíbrio industrial?

Outro tema muito importante seria colocar na mesa uma série de novas políticas a serem adotadas pela Autoridade Monetária, como meu velho amigo e técnico respeitado, Carlos Augusto Dias de Carvalho, também aposentado pelo Banco Central, costuma mencionar, em linha com reflexões recentes de André Lara Resende. São suas as palavras a seguir:

“ampliação do uso de depósitos voluntários remunerados no Banco Central (BC); atuação do BC na fixação das taxas de juros de longo prazo; e revisão do uso das Letras Financeiras do Tesouro (LFT) na administração da Dívida Pública, um título que neutraliza o efeito riqueza, à medida em que não produz quedas no patrimônio de seus detentores, quando ocorre elevação das taxas de juros. Vale registrar que tal efeito ocorre nas Reservas Internacionais do Brasil diante da subida dos juros nos Estados Unidos”.

Referência bibliográficas

Aglietta, M. *Le Dollar, le Yuan et le systeme monetaire International*. L'Economie Politique, nº 45, jan.2010 (a).

_____. *Quelle reforme du systeme monetaire international? Alternatives economiques hors-série*, nº 84, fev. 2010 (b)b.

Bresser Pereira, L.C. *Europa Ocidental à deriva*. Jornal Valor Econômico, 28.06.2024, p.A17.

Freire, V.T. *Lula descontrolado*. Folha de São Paulo, 03.07.2024, p.3.

Roncaglia, A. *Doença holandesa e produtividade*. Folha de São Paulo, 28.06.2024, p.12.

Tesouro Nacional. *Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO)*. Anexo 2 - Demonstrativo da execução das despesas por função e subfunção e Anexo 6 - Demonstrativo dos resultados primário e nominal). Brasília, dezembro de 2023.

Valor Econômico. *Em dia tenso, dólar bate em R\$ 5,70, após declarações de Lula sobre câmbio e BC*.03.07.2024, p. A1