

Opinião



Jornal econômico de circulação nacional, publicado desde 2 de maio de 2000 pela Valor Econômico S.A.

Diretora de Redação: Vera Brandimarte
Diretora Adjunta de Redação: Claudia Safatle
Conselho Editorial: Aluizio Maranhão Gomes da Silva, Antonio Manuel Teixeira Mendes, Celso Pinto, João Roberto Marinho, Luiz Frias, Nicolino Spina, Otávio Frias Filho, Roberto Irineu Marinho e Vera Brandimarte

Crédito vai crescer, mas custo do dinheiro tem que baixar

Grandes bancos brasileiros anunciaram nas últimas semanas um reforço substancial do crédito nos próximos meses. Nada indica, porém, que o aumento da oferta de recursos será acompanhado pela queda no custo do dinheiro, questão que também é da maior importância para a expansão da economia e a saúde das empresas.

A expectativa de alta da taxa Selic no próximo ano está sustentando em níveis elevados os juros no mercado futuro, que servem de parâmetro para o custo do crédito. Pesquisa Focus divulgada pelo Banco Central (BC) nesta semana mostrou que o mercado financeiro novamente aumentou a meta da taxa Selic esperada para 2010 para 10,50% ao ano. Há um mês, a taxa projetada era de 9,25%.

Uma corrente do mercado acredita que a Selic só vai subir depois das eleições, no fim de 2010. Por isso, para conter a inflação alimentada pelo previsto descolamento entre a oferta e a demanda, causado pela recuperação econômica, o Banco Central lançará mão da reconstrução da teia de compulsórios, parcialmente desmontada no auge da crise internacional. Foram liberados cerca de R\$ 100 bilhões em compulsório para irrigar o mercado e evitar o esmagamento dos pequenos bancos. Mudanças no compulsório têm repercussão direta no custo do crédito.

Há poucos dias o Banco Central alterou as regras do compulsório sobre depósitos a prazo, indicando que esse caminho deverá ser trilhado. Antes, as instituições financeiras podiam abater do compulsório recolhido em espécie os ativos adquiridos de bancos com até R\$ 7 bilhões de patrimônio; agora, o benefício abrange apenas as operações feitas com bancos com até R\$ 2,5 bilhões de patrimônio.

A persistente estabilidade da inadimplência contribui também para desvanecer a expectativa de redução do custo do dinheiro. As operações em atraso acima de 90 dias estacionaram em 5,9% do crédito total em julho e agosto. O projeto de criação do cadastro positivo, que poderia quebrar esse impasse, está empacado no Congresso.

Por conta disso, o spread bancário resiste a ceder para níveis internacionais. O spread

médio calculado pelo Banco Central era de 26,3 pontos percentuais em agosto, o mais alto desde setembro de 2008, quando a crise internacional estourou.

Enquanto isso, quatro dos cinco maiores bancos — Banco do Brasil, Bradesco, Santander e Caixa Econômica Federal — lançaram mão de emissão de ações, vendas de bônus no mercado internacional e injeção do governo para amearhar um reforço no capital de nada menos que R\$ 24 bilhões. Isso representa o aumento de 18% no patrimônio que essas instituições contabilizavam em junho.

Como o capital pode ser alavancado várias vezes, a expansão da oferta de crédito foi calculada em R\$ 190 bilhões (Valor 16/10/2009), o que significa o aumento de um terço da carteira desses bancos em junho. O crescimento não será linear. Santander e Caixa vão ampliar as carteiras de crédito em cerca de 70%, enquanto o Banco do Brasil e o Bradesco, que já são maiores, em pouco mais de 10%. O Santander foi alavancado pela maior emissão de ações feita até agora neste ano, que reforçou seu capital em R\$ 14 bilhões. A Caixa Federal receberá uma injeção de R\$ 6 bilhões feita pelo seu acionista, o Tesouro. O BB e Bradesco captaram com emissões no exterior.

Está em estudo o sinal verde do governo para que bancos emitam debêntures, o que vai reforçar o caixa de outras instituições. Enquanto a autorização não sai, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) estuda uma captação com esse mecanismo, por meio de sua subsidiária, a BNDESPar.

Em outra frente, o dinheiro promete chegar também às pequenas empresas depois que o BC reduziu pela metade as exigências de capital dos bancos nas concessões de crédito que tenham o respaldo do Fundo Garantidor de Operações (FGO), operado pelo Banco do Brasil. A expectativa é que os bancos poderão dobrar o volume de crédito com garantia emprestado às pequenas empresas.

A retomada do crédito é um sinal positivo para a economia após a freada do início do ano e reflete a expectativa de recuperação dos negócios. A pesquisa Focus sinaliza aumento de 4,8% do PIB em 2010. Mas o dinheiro tem que ficar mais barato.



Política cambial e a quermesse do dr. Geninho

Saída é a constituição de um fundo de estabilização do câmbio. Por José Luís Oreiro e Luiz Fernando de Paula

Dr. Geninho é um personagem que frequentemente povoa os meios de comunicação na área de Economia e Negócios. Com uma retórica agressiva e arrogante sua missão é desqualificar qualquer argumentação que fuja aos cânones da “sabedoria convencional” (leia-se visão ortodoxo-liberal da economia). Afinal essa é a única fonte da verdade absoluta e qualquer coisa que fuja a ela é pura quermesse.

Uma avaliação mais aprofundada permite desvendar o que está por detrás da “rationale” do dr. Geninho. A estrutura de pensamento pode ser entendida por analogia ao que nas ciências naturais se denomina de “sistemas fechados”: sistema completo e inalterável, domínio auto-contido, não afetado por forças externas. Um sistema fechado tem em si toda informação necessária para derivar o comportamento do sistema, seus componentes são separáveis e as relações entre as variáveis podem ser previamente conhecidas.

Aplicado à Economia, um sistema fechado é aquele em que os agentes reagem passivamente aos estímulos externos e nunca são criativos nem (ou quase nunca) erráticos. Agentes são racionais — otimizadores de uma função lucro ou utilidade — e agem como indivíduos atomizados; mecanismos de mercado produzem resultados eficientes se fricções e falhas podem ser abstraídas — isto é, a “mão invisível” produz resultados ótimos para a sociedade. Nessa perspectiva, a Economia é ciência isenta de valores e julgamentos, se aproximando das ciências exatas — sendo assim a “rainha” das ciências sociais.

Contudo, as condições de fechamento são raras no domínio econômico-social. Este é altamente interconectado, orgânico e dinâmico. Mais apropriado para entender o domínio econômico-social é usar a analogia de “sistemas abertos”, em que não é possível saber com certeza se todas as variáveis relevantes foram identificadas, há interação entre agentes e estas podem mudar ao longo do tempo (os agentes podem aprender). Trata-se, assim, de um sistema cuja evolução depende da trajetória.

Nesta perspectiva, a economia pode ser vista como algo próximo de sistemas complexos e dinâmicos, onde as interações dos planos dos agentes podem produzir resultados surpreendentes, consequências inesperadas das ações dos agentes. Assim, o vínculo entre o plano microeconômico e o plano macroeconômico — na visão convencional o macro é resultado direto do comportamento individual agregado — é condenado a ser am-

bíguo. Um exemplo é o problema da “falácia da composição”, entendido como um argumento errôneo do ponto de vista lógico que atribui uma característica das partes (e sua simples soma) ao todo.

Voltemos agora nossa atenção sobre a questão do que é possível fazer face a recente tendência à apreciação da taxa de câmbio no Brasil, ilustrativa do debate acima. Temos defendido (Valor, 8/10/2009) a constituição de um fundo de estabilização cambial, financiado com recursos do Tesouro, para que o governo possa intervir na taxa de câmbio, em uma espécie de regime de câmbio flutuante administrado. A “rationale” por detrás de tal política é constatação empírica de que a taxa de câmbio real efetiva pode se desviar por longos períodos da taxa de câmbio de equilíbrio, e que esses desvios têm efeito negativo sobre o crescimento de longo prazo. A constituição desse fundo deveria ser precedida de um aumento na meta de superávit primário como proporção do PIB, e possivelmente da implementação de controles abrangentes a entrada de capitais, para ajudar a reduzir a intensidade dos fluxos de capitais para o País.

fiscais — as avaliações de risco por parte dos investidores externos se reduziriam e os fluxos de capitais, em contrapartida, aumentariam. A taxa nominal de câmbio se apreciaria fortemente — e devido à inércia inflacionária — levaria algum tempo para taxa de inflação doméstica cair em função da contração da demanda agregada. Assim, a taxa real de câmbio se apreciaria, distanciando-se ainda mais da taxa de câmbio de equilíbrio, com efeitos nefastos sobre o equilíbrio intertemporal do balanço de pagamentos e a indústria brasileira. Portanto, o ajuste fiscal é condição necessária mas não suficiente para se afetar a taxa de câmbio, sendo por isso necessário criar mecanismos de intervenção no mercado de câmbio.

Quanto ao argumento de que controles de capitais simplesmente não funcionam, a avaliação das experiências internacionais mostram que esses para serem eficazes precisam ser abrangentes em seu alcance e dinâmicos, de modo a evitar a possibilidade de redenominação artificial de operações com o fim específico de evitar as restrições existentes. Sugerimos, a propósito, a leitura do relatório feito por economistas do FMI (Ariyoshi et al, 2000).

Nesse contexto, a introdução recente de uma alíquota de IOF de 2% sobre as aplicações em renda fixa e variável por parte de não-residentes é um primeiro passo na direção de diminuir a intensidade da entrada de fluxos de capitais — ainda que tímida. Para ter alguma eficácia, o governo deverá fazer um monitoramento atento das transações financeiras para detectar quaisquer movimentos de desface dos fluxos de capitais para renda fixa e ações em “investimento externo direto”. A vigilância permanente é o preço a ser pago pela reintrodução dos controles de capitais na economia brasileira.

Concluindo, acreditamos que o debate econômico deva ser feito de forma qualificada, partindo do ponto de vista de que a economia não é um sistema fechado e estático, e, como um domínio social, está sujeito a interpretações diversas, necessariamente imbuídas de valores e julgamentos. Argumentos simplistas e desqualificadores não ajudam o debate e, tal como a estratégia agressiva de Mike Tyson, acabam por se revelar frágeis.

José Luís Oreiro é professor do Departamento de Economia da UnB e Diretor da Associação Keynesiana Brasileira (AKB). E-mail: joreiro@unb.br.

Luiz Fernando de Paula é professor da Faculdade de Ciências Econômicas da UERJ e Presidente da AKB E-mail: luizfpaula@terra.com.br

Valor Econômico S.A. Av. Jaguaré, 1485, 1º andar — São Paulo — SP — CEP 05346-000 Telefone 0 xx 11 3767 1000
Departamentos de Publicidade SP 0xx113767 1285, RJ 0xx21 3717 1414, DF 0xx61 3717 3333.
Redação 0 xx 11 3767 1000 Fax 0 xx 11 3767 1348 **Endereço eletrônico** www.valoronline.com.br

Para venda de assinaturas e atendimento ao assinante ligue: (11)2199-2199 (Grande São Paulo) ou 0800 7018888 (demais localidades) de segunda a sexta das 07h às 19h30.
assinaturas@valor.com.br - atendimento@valor.com.br. Para assinaturas corporativas e-mail: **corporate@valor.com.br.**

Conselho de Administração

Antonio Manuel Teixeira Mendes
 Luiz Frias
 Paulo César Pereira Novis
 Roberto Irineu Marinho
Diretor-presidente
 Nicolino Spina
 (nicolino@valor.com.br)

Diretor Financeiro

Carlos Alberto Arroyo Ponce de Leon
 (carlos.ponce@valor.com.br)

Diretora de Publicidade Noticiário

Selma Souto
 (selma.souto@valor.com.br)

Diretora de Publicidade Legal

Andréa Flores
 (andrea.flores@valor.com.br)

Diretor de TI

Márcio Ribeiro
 (marcio.ribeiro@valor.com.br)

Diretora de Assuntos Jurídicos e RH

Daphne Murahoschi Sancovsky
 (daphne@valor.com.br)

Diretor de Circulação e Marketing

Edúardo Guterman
 (eduardo.guterman@valor.com.br)

Diretora de Redação

Vera Brandimarte
 (vera.brandimarte@valor.com.br)

Diretora de Projetos Editoriais

Rosylla Sauresig Luzzo
 (rosylla.luzzo@valor.com.br)

Editor de Arte/Fotografia

Silas Botelho Neto
 (silas.botelho@valor.com.br)

Editor-assistente de Arte

Renato Brandão
 (renato.brandao@valor.com.br)

Editora Valor Online

Paula Cieto
 (paula.cieto@valor.com.br)

Diretora de Redação Adjunta

Claudia Safatle
 (claudia.safatle@valor.com.br)

Chefe da Redação em Brasília

Rosângela Bitar
 (rosangela.bitar@valor.com.br)

Chefe da Redação no Rio de Janeiro

Heloisa Magalhães
 (heloisa.magalhaes@valor.com.br)

Repórteres Especiais

Cristiano Romero (Brasília)
 (cristiano.romero@valor.com.br)

Monica Izaguirre (Brasília)
 (monica.izaguirre@valor.com.br)

Raquel Balarin (São Paulo)
 (raquel.balarin@valor.com.br)

Raymundo Costa (Brasília)
 (raymundo.costa@valor.com.br)

Sérgio Leo (Brasília)
 (sergio.leo@valor.com.br)

Vera Saavedra Durão (Rio de Janeiro)
 (vera.durao@valor.com.br)

Maria Inês Nassif (maria.nassif@valor.com.br)

Editora de Finanças

Maria Christina Carvalho
 (maria.carvalho@valor.com.br)

Editor-assistente de Finanças

José Mauro Arbes
 (mauro.arbes@valor.com.br)

Editor de Empresas

Cynthia Malta
 (cynthia.malta@valor.com.br)

Ivo Ribeiro
 (ivo.ribeiro@valor.com.br)

Nelson Niero
 (nelson.niero@valor.com.br)

Editor-assistente de Empresas

Carlos Prieto
 (carlos.prieto@valor.com.br)

Ilton Caldeira
 (ilton.caldeira@valor.com.br)

Editor de Agronegócios

Fernando Lopes
 (fernando.lopes@valor.com.br)

Editora-assistente de Agronegócios

Alda do Amaral Rocha
 (alda.rocha@valor.com.br)

Editor de Investimentos Pessoais/Carreiras

Angelo Pavini
 (angelo.pavini@valor.com.br)

Editora-assistente de Carreiras

Stela Campos
 (stela.campos@valor.com.br)

Editora-assistente de Investimento

Luciana Monteiro
 (luciana.monteiro@valor.com.br)

Editora de Consumo

Angela Klinké
 (angela.klinke@valor.com.br)

Editora de Projetos Especiais

Célia Rosenthal
 (celia.rosenthal@valor.com.br)

Editora de Legislação e Tributos

Cristine Prestes
 (cristine.prestes@valor.com.br)

Editor de Arte/Fotografia

Silas Botelho Neto
 (silas.botelho@valor.com.br)

Editor-assistente de Arte

Renato Brandão
 (renato.brandao@valor.com.br)

Editora Valor Online

Paula Cieto
 (paula.cieto@valor.com.br)

Diretora de Redação Adjunta

Claudia Safatle
 (claudia.safatle@valor.com.br)

Chefe da Redação em Brasília

Rosângela Bitar
 (rosangela.bitar@valor.com.br)

Chefe da Redação no Rio de Janeiro

Heloisa Magalhães
 (heloisa.magalhaes@valor.com.br)

Repórteres Especiais

Cristiano Romero (Brasília)
 (cristiano.romero@valor.com.br)

Monica Izaguirre (Brasília)
 (monica.izaguirre@valor.com.br)

Raquel Balarin (São Paulo)
 (raquel.balarin@valor.com.br)

Raymundo Costa (Brasília)
 (raymundo.costa@valor.com.br)

Sérgio Leo (Brasília)
 (sergio.leo@valor.com.br)

Vera Saavedra Durão (Rio de Janeiro)
 (vera.durao@valor.com.br)

Correspondentes internacionais

Assis Moreira (Genebra)
 (assis.moreira@valor.com.br)

James Rocha (Buenos Aires)
 (james.rocha@valor.com.br)

Ricardo Balhazar (Washington)
 (ricardo.balhazar@valor.com.br)

Correspondentes nacionais

Mari Lima (Curitiba)
 (mari.lima@valor.com.br)

Sérgio Bueno (Porto Alegre)
 (sergio.bueno@valor.com.br)

Vanessa Jungferfeld (Florianópolis)
 (vanessa.jungferfeld@valor.com.br)

Sucursal de Brasília

SRTVN Quadra 701 - Módulo C
 Centro Empresarial Norte - sala 801 - Bloco B
 CEP 70719-900

Sucursal do Rio de Janeiro

Rua Irineu Marinho, 35 - Mezanino
 CEP 20230-023

Publicidade - Outros Estados:

BA/SE - Canal Chetco Comun. e Representação
 Tel./Fax: (71) 2102-2670

Interior de SP

M Mardegan Representações Com
 Tel.: (19) 3284-4691/9635-5606/9251-7817
 Campinas e Vale do Paraíba

CE/PI/MA - Dialogar Propaganda & Marketing
 Tel./Fax: (85) 3264-7342

MG/ES - Sat Propaganda

Tel./Fax: (31) 3264-5463/3264-5441

PE/PR/RN/AL - Viabiliza Representações Ltda

Tel./Fax: (41) 9954-3831/3227-4474/3071-1794

PR - SEC - Soluções Estratégicas em Comercialização

Tel./Fax: (41) 3019-3717

RS - HRM Representações

Tel./Fax: (51) 3231-6237/3239-4613

SC - Marcucci&Gondran Associados

Tel./Fax: (48) 3333-8497/3333-8497

EUA - Multimídiausa, Inc.

Tel./Fax: 1-407-903-5000/1-407-363-9809

US Toll Free: 1-800-985-8588

Aviso

O assinante que quiser a suspensão da entrega de seu jornal deve fazer esse pedido à central de atendimento com 48 horas de antecedência.

Preço de Assinaturas		
Para todo o Território Nacional (R\$)		
18 Meses	12 Meses	6 Meses
1.134,00	756,00	378,00

O Valor oferece preços especiais para assinaturas no segmento "Corporate".

FILIAÇÃO AO: IVC (Instituto Verificador de Circulação) e **ANJ** (Associação Nacional de Jornais)