

QUANDO OS ESPECULADORES TÊM A CAPACIDADE DE MANIPULAR OS MERCADOS, AS VÍTIMAS SÃO INDEFESAS.  
ESTADO DE SÃO PAULO

DIONÍSIO DIAS CARNEIRO

Com essa chamada foram anunciadas, em artigos e entrevistas, opiniões de economistas ilustres e respeitáveis, alguns com escasso conhecimento do tema, acerca da fragilidade externa da economia brasileira. Bola da vez quer dizer, na linguagem cifrada, que o autor da expressão entende que o Brasil será o próximo alvo de um ataque especulativo ou, mesmo se os especuladores não aproveitarem o conselho gratuito, que o País entrará em crise por falta de financiamento para seu déficit em conta corrente. Quando a chamada funciona, ou seja, está associada a um nome suficientemente sério para merecer uma leitura mais do que diagonal, vemos que as qualificações feitas desqualificam a chamada como

**É uma feliz coalizão  
a dos que não têm o  
que dizer com os  
que não têm  
a responsabilidade  
de fazer**

previsão útil. É claro que a imprensa pode sempre registrar mais um "alerta" para autoridades distraídas, e opositores do governo (ou no governo) utilizam logo o apoio à causa da cautela como um apoio à causa da mudança de rumo. É uma feliz coalizão a dos que não têm o que dizer com os que não têm a responsabilidade de fazer. Mas faz parte do trabalho dos que analisam o cotidiano da economia procurar ângulos novos para críticas antigas, defesas originais para ataques desgastados e tentar ver nas opiniões que circulam o que é fato, opinião ou mesmo ponto de vista novo do que é mero material reciclado no debate sobre as possibilidades da política econômica.

Para saber o que há de novo é importante ao menos ter noção do que é conhecimento da profissão sobre a questão. Ataque especulativo é um movimento de fuga à moeda nacional, em que os especuladores apostam numa desvalorização e tomam dinheiro emprestado (em moeda nacional) para comprar moeda es-

trangeira, apostando que o custo de juros pagos pelo empréstimo é menor que o ganho financeiro obtido com a desvalorização: essa diferença é o lucro da especulação. No âmbito dos ataques especulativos há duas teorias dominantes: a primeira é que ataques especulativos ocorrem quando o governo perde reservas além de certo limite crítico. Ao tentar defender a paridade cambial com vendas suficientes para adiar os ganhos esperados, aumenta o prazo (e os custos da espera) e termina fazendo com que alguns apostadores desistam da aposta, mudem de lado e vendam moeda estrangeira, contribuindo para pôr fim ao ataque. Para fazer isso, entretanto, o governo enfrenta a realidade de um déficit fiscal que precisa ser financiado pela expansão monetária. O Banco Central,

como responsável pelas possibilidades de sobrevivência da taxa de câmbio, tenta aumentar os juros para tornar mais cara a aposta contra a moeda nacional e, assim, estrangular os bancos que financiam os apostado-

res, mas tem de aumentar a oferta de moeda porque as necessidades de financiamento do governo o exigem. Quando ganha a aposta, o BC é o herói; quando perde, deixa o País em pior situação, pois entregou reservas baratas, aumentou a dívida de curto prazo em moeda estrangeira e ainda deu prejuízo a quem apostou na sua vitória. O ataque resulta da antecipação que os mercados fazem de uma crise de balanço de pagamentos que se constrói pela inconsistência da política macroeconômica, e o sucesso é apenas o resultado do timing adequado. Um segundo tipo de teoria apóia-se mais na possibilidade de enfraquecimento da confiança em políticas que poderiam até ser sustentáveis, mas se tornam inviáveis porque ondas de pessimismo financiadas por apostas do setor bancário encurtam drasticamente o prazo de

financiamento disponível para o governo, tornando inviável qualquer desequilíbrio na conta corrente do balanço de pagamentos. A desvalorização cambial torna-se, nesse caso, uma profecia auto-realizável, daí a demonologia dos especuladores audaciosos escolhendo suas vítimas. Quando os especuladores têm a capacidade também de manipular os mercados, as vítimas são indefesas.

Desnecessário dizer que todos os governos atacados acreditam, ou afirmam acreditar, estar no segundo caso, enquanto todos os especuladores decididos ao ataque creem estar no primeiro caso. O que fazer?

Uma corrente influente de economistas acredita que a excessiva liberdade nos mercados de câmbio, que se generaliza no mundo, facilita as profecias auto-realizáveis dos especuladores, e isso torna frágil a política econômica dos países importadores de capital. Essa corrente vai desde os que defendem a volta dos controles de capital do passado, com centralização administrativa das operações de câmbio, até alguns, mais moderados, que defendem a criação de um imposto generalizado que incida sobre as operações de compra e venda de moeda estrangeira, a chamada Tobin tax, em homenagem ao Prêmio Nobel James Tobin, de Yale, que propôs há 25 anos a idéia de "jogar areia nas engrenagens das finanças internacionais" para diminuir as oportunidades de arbitragem que ensejam a atividade puramente especulativa e, de passagem, ainda arrecadar alguma receita. O fato é que nos últimos dez anos as transações diárias com moeda estrangeira passaram de uma estimativa de US\$ 18,3 bilhões para cerca de US\$ 2 trilhões (excluindo operações com derivativos, isto é, futuros e opções) e o crescimento desses mercados só fará aumentar o número de profissionais e governos que defendem maior controle sobre as operações de câmbio. As instituições multilaterais, beneficiárias potenciais da receita do imposto, não conseguem esconder a excitação.

Isso é má notícia para países como os latino-americanos, que viveram uma longa e nada proveitosa tradição de controles administrativos sobre as operações cambiais, alimentados pela idéia de que a *divisa* é um recurso nacional e a compra de moeda estrangeira, *evasão*, exceto se autorizada por um burocrata zeloso. Os esforços desses países para modernizar as instituições frutificaram não como resultado de luta ideológica ou mudanças políticas, mas por crises cambiais prolongadas na década de 80, profundas e custosas em termos de restrição ao crescimento econômico e inflação desorganizadora, consequência de longa tradição de controles.

Prever crises cambiais futuras é uma atividade que pouco difere das análises que governos ou instituições multilaterais, como o FMI, têm de fazer continuamente por dever de ofício, testando os limites das políticas instituídas e analisando alternativas. Ao mesmo tempo em que os especuladores profissionais estão sempre tentando descobrir a bola da vez, os analistas de política econômica nos governos e nas instituições multilaterais estão decidindo qual é a bola da vez das políticas cambiais: mais controles ou mais transparência e atenção aos mercados? Os países asiáticos cujos mercados incipientes desmoronam há três meses já afirmaram seus pleitos por mais controles, enquanto os latino-americanos se beneficiam das diferenças cada vez mais palpáveis em termos de convicção de seus governos e sistemas políticos quanto aos rumos a seguir. A iniciativa do governo brasileiro de dar novo ânimo à tramitação das reformas institucionais de profundidade, reabrindo, em meio ao tumulto das pré-candidaturas, as discussões sobre as reformas fiscal e da Previdência, é um exemplo de como escolher a bola da vez e permitir à sociedade discutir os rumos que deseja seguir nos próximos anos.