

# Especulação e Arbitragem

DIONÍSIO DIAS CARNEIRO\*

A redução das taxas de juros, a queda da taxa de câmbio e as perspectivas de recuperação do nível de atividade econômica são as boas notícias do início do segundo trimestre de 1999, depois de dois trimestres negros. Haverá risco de excesso de otimismo, ajudado pela volta do capital de curto prazo, especulativo, que aos primeiros sinais desfavoráveis deixarão novamente a economia exposta a um novo ciclo de políticas recessivas?

A palavra especulação deriva-se do latim *speculari*, cuja acepção é indagar sobre o futuro, sobre a origem das coisas e a causa dos fenômenos. A atividade especulativa é, assim, mais antiga no comportamento humano do que os ganhos "especulativos", que decorrem da compensação devida à antecipação correta do que estava por vir. Na vida econômica, dos indivíduos como dos países, todas as ações visam o futuro e portanto nada pode ser feito sem alguma imagem do futuro, ou "especulação"; desde o ato de escolher uma profissão ao ato de adquirir um bem durável. De certa forma, portanto, todo capital que entrar no país por conta da melhoria dos cenários futuros é "especulativo". Quando falta a confiança, é inevitável a saída de financiamentos. Uma

parte da perda de reservas que ocorreu nos dois trimestres passados foi devida a um encolhimento da disponibilidade de um capital considerado nada "especulativo", que são as linhas de crédito interbancário, destinadas ao financiamento do comércio exterior.

Poderá a volta da confiança ser considerada um fenômeno duradouro? Com a diminuição dos juros, faltará financiamento para o crescimento econômico futuro?

A resposta à primeira pergunta refere-se ao grau de fragilidade resultante da mudança do regime cambial. Para respondê-la, é bom lembrar que a crise de confiança, que se abateu sobre a economia brasileira depois do colapso da Rússia, atingiu seu auge quando generalizaram-se os temores de que as elevações sucessivas de juros eram insuficientes para impedir a queda das reservas internacionais, e apenas aumentavam a probabilidade de um cenário de moratória. A manutenção da confiança requer assim uma desvalorização bem sucedida, com baixa inflação e equilíbrio nas contas públicas.

A correção do exagero dà taxa de câmbio significa que as necessidades de financiamento externo do país a médio prazo podem ser reduzidas de forma menos traumática em termos da combinação desconfortável de recessão e inflação. Quanto mais rapidamente puder ser removido o cenário de de-

sorganização, maior a "especulação favorável ao Brasil". E isso atrai capitais de todas as origens, inclusive os destinados a investimentos de longo prazo e, principalmente, os capitais de residentes que fugiram com medo da moratória. Com financiamento mais abundante, é possível impor custos à movimentação excessiva de capitais, premiando, via impostos, aplicações menos líquidas. Esses instrumento costumam ser confundidos com "restrições ao capital especulativo", quando na realidade são desestímulos à movimentação de curto prazo. Nesse contexto, proibições são apenas um meio de incentivar a burla e a arbitragem.

A segunda pergunta diz respeito ao grau de exposição do balanço de pagamentos aos ganhos de arbitragem oferecidos pelo excesso dos juros internos sobre os juros externos, somando-se a desvalorização esperada. As quedas de juros diminuem essa diferença, diminuindo as entradas por ganhos de arbitragem. O desafio agora é baixar os juros sem gerar expectativas de que uma recuperação rápida da produção e do consumo possa trazer problemas de balanço de pagamentos. Se isso ocorrer, voltará a especulação desfavorável e ficará caríssimo, mais uma vez, depender do capital de arbitragem.