

Aspectos da financeirização da economia brasileira⁸⁰

Davi Chicoski

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo - PUC-SP

Mestrando no PEPGEP da PUC/SP

E-mail: davicck@yahoo.com.br

RESUMO

O estudo trata de alguns aspectos da financeirização da economia brasileira a partir do processo de reabertura econômica do final do século XX. Apresenta uma breve contextualização histórica, sendo marcantes a abertura econômica, a globalização e a financeirização. Analisa a financeirização no mercado de *commodities*, em que o preço é formado com forte participação dos agentes que atuam no mercado de derivativos. A seguir, traz alguns elementos do mercado cambial brasileiro, no qual a arbitragem entre diferentes mercados e os bancos assumem papel de destaque. Finalmente, traça alguns comentários acerca dos juros brasileiros, em que a existência de títulos indexados à taxa SELIC torna os problemas da financeirização ainda mais complexos.

ABSTRACT

The study deals with some aspects of the financialization of the Brazilian economy from the economic reopening process in the late twentieth century. It presents a brief historical context in which is remarkable the economic liberalization, globalization and financialization. The paper analyses the financialization in commodities markets, where the price formation depends strongly on derivatives markets. Next, the work brings some elements of Brazilian foreign exchange market, where arbitrage between different markets and bank's activities perform a crucial role. Finally, the article make some comments about the brazilian interest rates, and the existence of SELIC indexed bonds, that makes the financialization a even more complex problem.

PALAVRAS-CHAVE: FINANCEIRIZAÇÃO, COMMODITIES, CÂMBIO, DERIVATIVOS – JUROS.

KEY-WORDS: FINANCIALIZATION, COMMODITIES, EXCHANGE, DERIVATIVES, INTEREST RATES.

1 INTRODUÇÃO

Neste trabalho, analisam-se aspectos do fenômeno da financeirização da economia brasileira, decorrentes da abertura econômica, notadamente aqueles relacionados aos mercados de *commodities* e câmbio, mas, ao final, procurando-se apontar que tais aspectos, no Brasil, acentuam-se por tratar-se o país de uma economia com juros elevados e franca abertura para operações de curto prazo. Essa característica de nosso quadro econômico contribui para uma excessiva volatilidade dos preços, em que o sistema, além de propício a operações de arbitragem, é guiado pelo mercado especulativo, de curto prazo, e pelo mercado de derivativos, em detrimento de avaliações e operações mais pautadas nos fundamentos do investimento de longo prazo.

Primeiramente, é trazida uma breve apresentação do processo de abertura econômica, globalização e financeirização que marcou o mundo do final do século XX,

⁸⁰ O autor agradece aos professores do PEPGEP da PUC-SP, em especial ao Prof. Antônio Corrêa de Lacerda, pelas aulas que contribuíram para a realização deste trabalho; erros são de responsabilidade do autor.

com o intuito de melhor compreender o cenário no qual se processou a financeirização da economia brasileira. Em seguida, passa-se a analisar alguns aspectos da formação do preço das *commodities*, em que o mercado financeirizado provoca sensíveis alterações, bem como uma característica mais volátil aos preços. O estudo leva em conta a formação e o desenvolvimento dos mercados de derivativos. Essa forma de abordar a questão – a partir de uma análise com os mercados de derivativos – prossegue no item seguinte, agora em relação ao câmbio. São apontados alguns elementos das operações cambiais, destacando-se o importante papel desempenhado pelo sistema financeiro, principalmente por meio da chamada “arbitragem”.

Por fim, as considerações apresentadas são relacionadas a outro componente peculiar da economia brasileira, qual seja, o juro, notadamente com a taxa SELIC – indexando títulos públicos de curtíssimo prazo –, como mais um elemento que aumenta a complexidade da economia financeirizada brasileira.

Cabe uma última observação antes de ingressar no tema: quando se estuda a financeirização, não se trata, pura e simplesmente, de defendê-la ou de criticá-la por completo. As relações financeiras fazem parte do mundo econômico, em menor ou maior grau. Aliás, é quanto a tais relações que Keynes, com o cuidado e atenção que lhes são peculiares, diz estarmos diante de um dilema⁸¹. Nesse passo, é apropriado, antes de iniciarmos, ter em mente a colocação de Minsky (2013, p. 196): “A estrutura financeira é a causa tanto da adaptabilidade quanto da instabilidade do sistema financeiro”.

2 ABERTURA ECONÔMICA: GLOBALIZAÇÃO E FINANCEIRIZAÇÃO

Ao final do século XX, no bojo de profundas mudanças econômicas e políticas no cenário mundial, o Brasil, ainda sofrendo as consequências de sua crise da dívida externa, iniciou um processo de abertura de sua economia (Lacerda, 2004, p. 61-68)⁸².

No campo econômico e político, ganhava cada vez maior hegemonia o pensamento do denominado “Consenso de Washington”, em que a abertura dos mercados, o câmbio flutuante e a desregulamentação financeira passavam a ditar o funcionamento econômico mundial⁸³. A Queda do Muro de Berlim como símbolo do fim da Guerra Fria e do triunfo do capitalismo apontava que as forças políticas contrárias à intervenção estatal e simpáticas ao “livre-mercado” ganhavam terreno em governos e parlamentos, seja em detrimento das economias planificadas dos países do bloco socialista, em colapso, seja em contraposição às próprias idéias keynesianas que, poucos anos antes, eram majoritárias nos países capitalistas, mas que, enquanto vinculadas a modelos ortodoxos (keynesianismo ortodoxo), entraram em declínio, à medida que não respondiam mais às crises econômicas, além de confrontarem-se com as cada vez mais influentes escolas monetarista e novo-clássica⁸⁴. Silva assim

⁸¹ Segundo Keynes, “a questão de saber se é desejável ter um mercado organizado para a negociação de débitos nos coloca perante um dilema: na ausência de um mercado organizado, a preferência pela liquidez devido à motivação de precaução aumentaria muito, ao passo que a existência de um mercado organizado dá azo a amplas flutuações da preferência pela liquidez em consequência da motivação especulativa” (Keynes, 2012, p. 153).

⁸² “A pressão exercida pelo quadro internacional e a instabilidade da economia brasileira criaram as pré-condições para as alterações postas em prática, de início com uma certa timidez, no final da década de 1980, e com maior ênfase a partir da década de 1990” (ibid., p. 64).

⁸³ Ver ibid., p. 61-78. Inicialmente, o Brasil adota um regime de âncora cambial e de bandas cambiais; após, a partir de 1999, um regime de câmbio flutuante.

⁸⁴ A crise do keynesianismo em sua vertente ortodoxa, baseada sobretudo no modelo IS/LM de Hicks não significa a crise do pensamento keynesiano. “*So even given that there were significant deficiencies in the*

contextualiza o momento histórico: “combinada com outros fatos históricos como a ‘queda do Muro de Berlim’ e a derrocada do regime soviético, verificou-se, a partir daí, uma guinada do ciclo político em favor dos partidos pró-capitalistas mais conservadores. Irradiada do centro, pelo “Consenso de Washington”, a onda neoliberal espalhou-se até atingir as mais distantes periferias globais, derrubando todos os tipos de barreiras aos fluxos de comércio e de capitais. O final do século XX ficou marcado assim por palavras-chave como ‘neoliberalismo’ e ‘globalização econômica’” (Silva, 2012, p. xix).

Esses elementos marcaram o chamado processo de globalização econômica, que, inobstante algumas linhas de pensamento no sentido de que o mundo já conheceria um processo de “globalização” no passado, sobretudo no período centrado na virada para o século XX, ganhou destaque e características peculiares no final desse mesmo século. Na esteira do pensamento de Lacerda (2004, p. 18), negar a singularidade da globalização do mundo de hoje é um duplo erro: primeiro porque, ao comparar-se o momento econômico atual com os movimentos ocorridos no passado, desconsideram-se os números absolutos de intercâmbio financeiro e comercial (de magnitudes inquestionáveis em nossos dias), atendo-se apenas aos valores relativos; e, o segundo, e mais importante para os fins deste estudo, porque não se leva em conta a inegável financeirização da economia global, “fio condutor desse novo processo”⁸⁵.

Os países latino-americanos, ainda às voltas com suas crises de dívida e alimentando-se cada vez mais de um discurso (neo)liberal, que rotulava como ineficientes e ultrapassadas as tentativas de desenvolvimento econômico por meio de planejamento e presença direta do Estado, acabaram por inserir-se, ao longo sobretudo da década de 1990, de forma passiva nesse processo de globalização financeira⁸⁶.

orthodox Keynesian framework that required new thinking, the issues that concerned Keynes have not disappeared” (Snowdon e Vane, 2005, p. 147). A vertente do keynesianismo ortodoxo começou a mostrar-se insuficiente à solução dos problemas econômicos sobretudo a partir da estagflação após o primeiro choque do petróleo, corroborando para o prestígio, inicialmente, do Monetarismo e, após, da Escola Novo-clássica. “*Undoubtedly the influence of Friedman’s (1968a) paper was greatly enhanced because he anticipated the acceleration of inflation that occurred during the 1970s as a consequence of the repeated use of expansionary monetary policy geared to an over-optimistic employment target. The failure of inflation to slow down in both the US and UK economies in 1970-1971, despite rising unemployment and the subsequent simultaneous existence of high unemployment and high inflation (so-called stagflation) in many countries, following the first adverse OPEC oil price (supply) shock in 1973-4, destroyed the idea that there might be a permanent long-run trade-off between inflation and unemployment*” (ibid., p. 182). Para uma visão crítica tanto ao keynesianismo ortodoxo quanto ao monetarismo, v. Minsky, 2013, p. 127-153 e 287-301.

⁸⁵ Ainda segundo o autor, “o processo de financeirização e rentismo das economias capitalistas extrapolou as fronteiras geográficas dos países, configurando-se num fenômeno internacional, que foi ampliado pela liberalização dos mercados cambiais e pela desregulamentação dos fluxos de capitais” (ibid., p. 9). De acordo com Piketty (2014), “de maneira geral, desde os anos 1970-1980, assiste-se a um potente movimento de financeirização da economia e da estrutura dos patrimônios. Isto é, o volume de ativos e passivos financeiros detidos pelos diferentes setores (famílias, firmas, governo) se expandiu ainda mais intensamente do que o valor líquido dos patrimônios. O total dos ativos e passivos financeiros não superava quatro a cinco anos da renda nacional na maioria dos países no início da década de 1970. No começo dos anos 2010, eles passaram para dez a quinze anos da renda nacional com uma frequência cada vez maior (sobretudo nos Estados Unidos, no Japão, na Alemanha e na França), e até mais de vinte anos no Reino Unido, um recorde absoluto. Isso reflete a evolução sem precedentes das participações cruzadas entre empresas financeiras e não financeiras de um mesmo país (e, em particular, um inchaço considerável dos balanços bancários, sem qualquer relação com o crescimento das posições proprietárias ou ‘fundos próprios’), bem como da participação cruzada entre países” (p. 191).

⁸⁶ Nesse sentido, diferente dos países asiáticos, cuja inserção foi ativa. Nessa linha, é a abordagem de Carneiro (2012, p. 11-12), para quem: “A América Latina, como foi referido, optou por uma estratégia de rápida abertura e integração passiva que conduziu a uma re-especialização da sua estrutura produtiva com

Um elemento de fundamental importância para analisar as economias financeirizadas é a formação e desenvolvimento dos mercados de derivativos, em que não se negociam propriamente os ativos reais no mercado à vista, mas os direitos de compra ou de venda desses ativos num momento futuro. Tal descolamento entre o preço presente (à vista ou *spot*) e o preço futuro demonstra, a propósito, uma das características das economias monetárias e financeiras, nas quais se negociam títulos, independentemente da propriedade do bem físico. São, enfim, contratos bilaterais em que os participantes, assumindo quer a posição de compradores quer a de vendedores, assumem direitos ou obrigações futuras, seja de adquirir ou de alienar determinado ativo, a um certo preço, em um momento futuro. Em rigor, os derivativos subdividem-se em: (i) contratos futuros – em que a liquidação futura sofre ajustes diários até o prazo final (reduzindo, de modo geral, o risco dos participantes); (ii) contratos a termo – em que a liquidação se dá integralmente numa data futura estipulada⁸⁷; (iii) opções – em que o agente comprador assume um direito e o vendedor (ou lançador) uma obrigação, quanto ao exercício de uma posição em momento futuro; e (iv) *swaps* – em que são transacionados os indexadores dos contratos cujo vencimento ocorrerá no futuro⁸⁸. Entretanto, para fins específicos de exposição neste trabalho, adotaremos a expressão mercado “de derivativos” ou mercado “futuro” (em sentido amplo) como sinônimos, no sentido básico e de uso corrente, com o simples propósito de diferenciá-lo do mercado à vista (ou *spot*)⁸⁹.

É nesse cenário, portanto, com características tanto de sua própria condição de economia inserida nos dilemas latino-americanos, quanto de abertura a um mundo em transformação política e econômica, que o Brasil passa a permitir, cada vez mais, o ingresso de capital financeiro em seus mercados. Esse processo, conforme passamos a expor nos tópicos seguintes, originou mercados de *commodities* e de câmbio cujas características de volume, liquidez e operacionalização são indispensáveis para compreender a financeirização de nossa economia.

3 FINANCEIRIZAÇÃO NO MERCADO DE *COMMODITIES*

Com a abertura econômica e as transformações no mercado daí decorrentes, o preço das *commodities*, antes submetido a maior intervenção de políticas de proteção, passa a flutuar de forma mais intensa, apresentando características cada vez mais próximas dos preços dos ativos estritamente financeiros e, em certos momentos, apresentando comportamentos até mais voláteis que muitos ativos financeiros (Carneiro, 2012, p. 21-24).

base em setores de alto conteúdo de recursos naturais e, em menor escala de trabalho, como no caso do México onde avançou a industrialização por *maquilas*. Enquanto na Ásia em desenvolvimento a manufatura mantinha o seu peso no PIB, crescendo, portanto, a taxas elevadas, na América Latina, cujas taxas de crescimento foram medíocres, a manufatura ainda perdeu participação no PIB em cerca de 10 pontos percentuais” (ibid., p. 12).

⁸⁷ “Os contratos a termo têm sobre os contratos futuros a vantagem de não serem ajustados diariamente, como o são os futuros, visto que as partes liquidarão a operação ou pela entrega física ou pela própria liquidação financeira na data de entrega acertada. Têm, entretanto, em relação a estes, a desvantagem de menor liquidez” (Fortuna, 2013, p. 726).

⁸⁸ “É interessante ressaltar que os agentes trocam indexadores das operações de captação ou aplicação de recursos, sem interferir sobre o principal” (Assaf Neto, 2011, p. 301).

⁸⁹ Mas, é interessante pontuar que, na prática e via de regra, é o mercado futuro em sentido estrito o de maior liquidez e volatilidade, dados seus ajustes diários. Informações quantitativas acerca dos mercados de derivativos são disponibilizadas no *site* da BM&FBovespa. Para uma visão aprofundada dos conceitos e instrumentos dos mercados de derivativos ver: Fortuna, 2013, p. 681-782; Assaf Neto, 2011, p. 282-303.

A fim de que se possa compreender melhor o fenômeno de financeirização e volatilidade do preço das *commodities*, num ambiente de mercado “livre” – com participação, além dos próprios produtores, de agentes especuladores e arbitradores, bem como com a existência de um mercado futuro –, é fundamental expor como tal preço se forma por mecanismos diversos daqueles de um mercado apenas com transações à vista de bens.

Nesse aspecto, o primeiro ponto a destacar diz respeito à transformação das *commodities*, de “meros” bens físicos e até certo ponto ilíquidos ou de pouca liquidez, em objetos de um contrato financeiro líquido, amplamente negociável entre os agentes econômicos. Em mercados financeiros, dentro dos quais a transação de bens físicos perde espaço para a transação de ativos financeiros (ainda que, de alguma forma, lastreados em bens físicos), no sentido de que se separa, de um lado, o bem econômico em si (e sua propriedade) e, de outro, seus direitos de negociação via sobretudo contratos para liquidação em momento futuro, a *commodity*, assim como qualquer outro ativo, ainda que em princípio real e de pouca liquidez, transmuda-se em um ativo financeiro líquido – um contrato no qual cada agente econômico assume um dos pólos (comprador ou vendedor) – passível de ser negociado no mercado, e, mais do que isso, passível de ser transferido ilimitadamente a terceiros (“passado para frente”, para usar o jargão), sem que a cada operação imponha-se como necessário entregar o bem físico. Aliás, mesmo no momento do vencimento desse contrato, não se estabelece qualquer dever de liquidação física, bastando o ajuste pela diferença entre o preço do momento da negociação e da liquidação. Ou seja, caso o ativo “A”, que no momento “t” valia o equivalente a “x”, passe a valer, no momento “t+1”, o equivalente a “x+1”, basta o pólo vendedor do contrato – que se obrigara a vender por “x” – entregar a quantia monetária de “1” ao agente que se encontra na posição compradora. Este último, no momento da liquidação, caracteriza-se, no mundo virtual das finanças, como um mero agente que, ao “comprar o direito de comprar por x” e liquidar a posição no momento em que o ativo vale “x+1”, obtém o rendimento de 1. O vendedor, por seu turno, apenas é o personagem que, ao obrigar-se a vender por “x” o que hoje vale “x+1”, perde a quantia monetária de 1. Teoricamente, enquanto a engrenagem girar, o ativo-objeto “A”, em rigor, sequer precisa existir! Basta que se convencie, e que haja credibilidade suficiente no sistema, de que o “vendedor” (ou quem opera “vendido”, na linguagem do mercado), ao final, entregará em moeda corrente a quantia de “1” ao “comprador” (quem está “comprado”) – e vice-versa, caso o valor do ativo objeto decresça ao invés de aumentar.

Nenhum desses agentes precisa, dentro do mundo financeiro, preocupar-se em deter o ativo físico para honrar seu compromisso.⁹⁰ Aliás, na prática, enquanto agentes financeiros, ainda que em busca de proteção (“*hedge*”), eles não costumam apresentar interesse algum em receber o bem físico (e pouco líquido) de sua contraparte financeira. Mesmo que se trate desse hipotético agente em busca de proteção (esse “*hedger*”), comprador ou vendedor também do bem no mercado real – físico – da *commodity*, as operações que tal agente mantém no mercado financeiro significam apenas o contraponto contábil à sua operação física – e, frise-se, independente – realizada no mundo real. Por exemplo, como forma de ilustrar, tomemos o produtor que busca antecipar a venda de seu café, visando a proteger-se contra futura queda no preço. Ele fará duas operações. Uma estará vinculada à economia real, em que entregará a seu comprador (a empresa de beneficiamento ou a cooperativa da região, digamos) as sacas

⁹⁰ Interessante lembrar excerto do pensamento de Minsky: “Do ponto de vista de Wall Street, os ativos de capital são valiosos não pelo fato de serem produtivos, no sentido físico, mas porque propiciam lucros” (Minsky, 2013, p. 229).

de café, no futuro e pelo preço no futuro. A segunda, estritamente financeira, em que ele se coloca como vendedor no mercado futuro da mesma quantidade de café, tendo como contraparte um outro operador do mercado (provavelmente anônimo, assumindo-se que se trate de uma operação em Bolsa), e na qual se compromete, desde já, a “vender” (na verdade, ajustar, financeiramente) pela *cotação atual do preço futuro*⁹¹, essa mesma quantidade de café. Chegando o momento “+1”, e confirmando-se a queda no preço do produto, o produtor sofre perda ao entregar suas sacas de café ao seu comprador “real” e obter um preço inferior ao vigente no momento em que iniciou sua produção, mas, noutro plano, com o vencimento do contrato futuro em que é parte na bolsa de valores, recebe em dinheiro, em outra rubrica de sua contabilidade, o ajuste de sua contraparte no mercado financeiro. Trata-se, enfim da cisão entre mercado físico e mercado de derivativos, sendo que este, numa economia aberta a tal tipo de operação, passa a funcionar de modo muito mais líquido, dinâmico e rápido do que a própria produção e comercialização física dos bens.

Ocorre que, conquanto se trate de um mercado de derivativos, no que concerne às *commodities*, a característica de o ativo-objeto ser físico implica peculiaridades em relação a mercados de derivativos cujos objetos são por si mesmo também financeiros (como o mercado de juros ou de alguns índices, por exemplo). Com efeito, em termos práticos, além de a diferença entre o preço no presente – preço *spot* (Ps) – e o preço no futuro (Pf) sofrer a determinação da taxa de juros, ou de desconto (r)⁹², tal como ocorre com os demais ativos, o preço das *commodities*, por serem bens físicos, refletirá também os impactos decorrentes, de um lado, dos custos de estocagem e carregamento e, de outro, da vantagem de possuir esse dado bem na forma física, para entrega imediata, em comparação com aquele agente que apenas dispõe de um contrato para negociação futura desse mesmo bem.

Quando se forma e se desenvolve um mercado de derivativos de *commodities*, tal como se deu no Brasil com algumas mercadorias, abre-se margem a uma constante avaliação e reavaliação entre os preços do mercado futuro e do mercado à vista, em que a atuação de agentes arbitradores e especuladores assume papel significativamente importante. O mercado futuro, dada sua liquidez, chega ao ponto de exercer profunda

⁹¹ Convém lembrar que “preço futuro” não é, de modo algum, o efetivo preço no futuro. O “preço futuro” é apenas o preço que, na data presente, se projeta, se espera, seja o preço futuro; a propósito, v. Rossi, 2011, p. 23.

⁹² Aqui, estamos definindo essa taxa de juros ou de desconto (r) simplesmente como a diferença entre o preço à vista e o preço futuro que integra (faz parte) e que referencia, via de regra, todos os ativos (ou seja, a taxa de juro monetária), excluídos os fatores que se aplicam aos ativos reais (custo de estocagem, carregamento, *convenience yield*, e eventuais outros). Trata-se da perspectiva de Carneiro (2012, p. 25), que embasa, em certos pontos, este estudo: “r é a taxa de juros corrente”, na expressão usada pelo autor (ibid., p. 25), ou, para simplificar, a taxa monetária de juros. Entretanto, cumpre esclarecer que os juros podem ser definidos de uma forma mais abrangente, na qual já estão embutidos os próprios elementos específicos que determinam a variação entre o preço à vista e o preço futuro de um dado ativo (no caso das *commodities*, ou outros bens reais, o custo de estocagem, carregamento, *convenience yield* etc). Essa “taxa de juros” seria uma taxa própria para cada bem da economia, e não a taxa de juro do dinheiro (monetária) que estamos habituados a considerar. É interessante expor, nas palavras de Keynes (2012), a definição: “A taxa monetária de juro, recordemos ao leitor, não é mais do que o excedente, em porcentagem, de uma soma de dinheiro contratada para entrega futura, por exemplo, no prazo de um ano, sobre o que podemos chamar o preço *spot* ou à vista da referida soma objeto do contrato” (p. 201). Já quanto à taxa de juro específica de qualquer ativo, expõe Keynes: “Daqui deduzimos que a retribuição total que se espera da propriedade de um ativo, durante certo período, é igual ao seu rendimento *menos* o seu custo de manutenção *mais o seu prêmio de liquidez*, ou seja, a q [rendimento] – c [custo] + l [prêmio de liquidez]. Em outras palavras, $q - c + l$, em que q , c e l são medidos em unidades do próprio ativo, é a taxa de juro específica de qualquer ativo” (p. 205). Esses elementos serão detalhados no prosseguimento do texto.

influência sobre o próprio mercado à vista, numa espécie de causalidade inversa, na qual o mercado essencialmente financeiro e virtual dos derivativos assume predominância frente ao mercado à vista de *commodities* (o que se dirá, então, do “mundo real” e alheio às especulações incessantes do mercado financeiro, no qual estão inseridos os verdadeiros agentes produtores?⁹³). Nas palavras de Carneiro, “uma vez determinados os preços futuros, os preços à vista se determinam por arbitragem” (Carneiro, 2012, p. 214).⁹⁴

Na linha da abordagem de Carneiro (2012, p. 24-25), as etapas de determinação do preço ocorrem de acordo com a seguinte esquematização:

a) determina-se o preço da *commodity* no mercado futuro (Pf) – com base nas expectativas e apostas dos agentes;

b) assim, num dado momento, temos a “base”, que é a relação entre o preço futuro (Pf) e o preço à vista ou *spot* (Ps); quando $Pf > Ps$, a base é maior que um e denomina-se mercado em posição *contango*⁹⁵; quando $Pf < Ps$, a base é menor que um e diz-se que o mercado está em *backwardation*;

c) uma vez estabelecido o preço futuro (Pf), o preço à vista (Ps) é determinado por arbitragem, valendo-se da seguinte paridade:

$$Ps = \frac{Pf}{(1 + r)}$$

Em que “r” é a taxa de juros corrente (taxa de juros monetária)⁹⁶.

Fundamental esclarecer que a operação de arbitragem, por si só, é apenas a forma de transmissão entre o preço do mercado futuro e o preço à vista e não uma forma de tendência de preço. As tendências são ditadas principalmente por agentes especuladores que, diante da oportunidade de atuar em um mercado extremamente líquido e volátil, como é o mercado futuro, podem acabar, na prática, por impactar o próprio mercado à vista, na medida em que os agentes arbitradores, por sua vez, atuarão na transmissão dos efeitos dessa oscilação do mercado de derivativos para os demais mercados.

Porém, fosse a dinâmica de determinação do preço de *commodities* estabelecida apenas pelas etapas acima, não haveria, em verdade, diferença significativa quando comparada aos mecanismos de transmissão de preços de outros ativos financeiros, cujas negociações também ocorrem em mais de um mercado (*spot* e futuro,

⁹³ Perspicaz, quanto a esse questionamento, trecho da explanação de Keynes: “Na ausência de bolsa de valores não faz sentido procurar reavaliar com frequência os investimentos com que nos comprometemos. Mas a bolsa de valores reavalia todos os dias muitos investimentos e estas reavaliações proporcionam a cada indivíduo (embora não à comunidade como um todo) a oportunidade freqüente de rever as suas aplicações. É como se um agricultor, tendo consultado o barômetro após o desjejum, pudesse decidir retirar o seu capital da atividade agrícola entre as dez e as 11 da manhã, reconsiderando mais tarde, durante a semana, se deverá voltar a ela” (Keynes, 2012, p. 135).

⁹⁴ “De um ponto de vista mais geral, para os anos recentes pode-se postular uma aproximação entre a determinação dos preços das *commodities* e a dos outros ativos financeiros, obviamente com algumas especificidades para as primeiras. A semelhança residiria na importância dos mercados futuros na determinação dos preços exatamente por terem o atributo da maior liquidez. Uma vez determinados os preços futuros, os preços à vista se determinariam por arbitragem. A diferença com os mercados financeiros residiria na existência de um mercado à vista no qual se transacionam bens físicos e não apenas valores” (Carneiro, 2012, p. 24). Ver, *ibid.*, p. 24-26.

⁹⁵ Em geral, é a posição que se verifica na prática, em relação aos ativos financeiros; isto é, a percepção do preço futuro costuma ser maior do que a do preço à vista, até porque naquele está embutida a taxa monetária de juros do período.

⁹⁶ Nesse sentido, na linha da exposição de Carneiro (2012, p. 26): “Por características específicas dos mercados de *commodities*, o preço à vista será igual ao preço futuro descontado à taxa de juros corrente apenas quando o *convenience yield* menos o custo de estocagem for igual a zero ($y - k = 0$)”. Esses fatores específicos do mercado de *commodities* serão descritos no prosseguimento do texto.

no caso). As operações nos mercados de *commodities*, entretanto, dada a característica física desses bens, apresentam outras variáveis, que tornam a fixação do preço ainda mais complexa. São elas: a) custos (c) – essencialmente o custo de estocagem e o custo de carregamento; b) *convenience yield* ou prêmio de liquidez (l).

a) O custo de carregamento, em linhas gerais, é a despesa de manter-se em carteira (ou em estoque) um determinado ativo, sobretudo quando considerada uma referência. Essa referência, a depender do caso de cada agente, poderá ser uma taxa de juros livre de risco, p. ex., ou, num caso comum ao mercado brasileiro, a taxa DI; ou, em determinados casos, poderia ser esse *benchmark* a própria taxa de retorno da empresa, se tais recursos puderem ser incluídos em seu processo produtivo (taxa interna de retorno – TIR)⁹⁷. Equivale, em certo sentido, ao custo de oportunidade perdido em manter-se a *commodity* em estoque, tendo em vista sobretudo períodos em que a taxa de juros do mercado aumenta⁹⁸. A esse custo de carregamento soma-se o custo de estocagem em si – ou seja, o custo com armazenamento, seguros, etc. O custo de carregamento somado ao custo de estocagem é, nessa linha de análise, o custo total (c) de deter-se o bem na forma física.

b) O fator que se contrapõe aos custos (c) é o *convenience yield*, isto é, o prêmio pela posse do bem físico, para entrega imediata; o prêmio de liquidez (l). Quanto maior o estoque detido pelo agente, menor o *convenience yield* (ou prêmio de liquidez). Em síntese, o que diferencia um cenário de mercado “*contango*” de um cenário de “*backwardation*” é a possibilidade de exaustão dos estoques. Conforme Carneiro:

“Mais precisamente, num mercado em *backwardation*, com o preço futuro menor do que o preço *spot*, uma variação negativa dos estoques aumentará desproporcionalmente o *convenience yield*. Isso porque as expectativas levam necessariamente à perspectiva de exaustão desses estoques por falta de interesse em carregá-los. Na situação contrária, um aumento dos estoques levará à queda desproporcional do *convenience yield*.

Num mercado *contango* – preços futuros maiores do que os preços *spot* – o *convenience yield* é muito menos sensível às variações dos estoques porque não há como no caso anterior a probabilidade de exaustão, pois o seu nível deverá aumentar diante das expectativas do mercado. Assim, o *convenience yield* relaciona preços à vista e nível dos estoques mediado pela situação do mercado futuro. Numa situação de *backwardation*, o *convenience yield* será muito sensível ao nível dos estoques, ou um possível desequilíbrio entre oferta e demanda, pois haverá baixa disposição para formar estoques” (ibid., p. 26).

Enfim, com todos esses fatores por si só complexos, aliados à contínua instabilidade entre mercados futuro e à vista, não é de se estranhar a crescente

⁹⁷ Há toda uma discussão no campo das finanças corporativas no que concerne a quando utilizar o critério da TIR (taxa interna de retorno) ou o VPL (valor presente líquido). A TIR desconta o investimento à própria taxa de retorno, ao passo que o VPL é calculado mediante a utilização de uma taxa como “custo de oportunidade” (para maiores detalhes, v. Damodaran, 2004, p. 266-267). De acordo com Minsky: “Se, em algum período do contrato, a taxa de juros do mercado for diferente da estabelecida inicialmente, o valor dos pagamentos restantes capitalizados a essa nova taxa irá diferir do principal contratado. Será maior caso os juros de mercado fiquem mais baixos do que os do contrato, e vice-versa. Essa relação inversa entre as taxas de juros de mercado e os valores presentes descontados dos retornos contratuais futuros é fundamental para a compreensão das finanças capitalistas” (Minsky, 2013, p. 226).

⁹⁸ Para Carneiro (ibid, p. 23), “como os estoques físicos têm um custo de carregamento, associados às taxas de juros de curto prazo, a maior variabilidade dessas últimas implica em flutuações do montante dos estoques, da demanda e dos preços”.

volatilidade observada no mercado de *commodities*. Tal volatilidade, cujos elementos quantitativos são expostos por Carneiro (ibid., p. 21-24), exacerbou-se no Brasil ao longo dos anos 2000, à medida que os investimentos meramente especulativos no mercado futuro de *commodities* se intensificaram. Em que pese haver autores que sustentam apenas os pontos positivos dessa financeirização, decorrentes do oferecimento de maior liquidez aos agentes produtivos, Carneiro destaca que há elementos não levados em conta pela visão favorável ao mercado financeirizado, os quais tem, efetivamente, exagerado o comportamento volátil dos preços. O primeiro desses elementos é o crescimento do número de *players* essencialmente especulativos no mercado de *commodities*. O segundo, a criação de novos instrumentos financeiros que substituem os papéis de mercadorias específicas por ativos vinculados a índices de várias mercadorias agregadas. “O especulador financeiro investe em índice e sua principal motivação não é o conhecimento do mercado, mas o fato de que esses índices não estão correlacionados com a evolução dos preços de outros ativos” (ibid., p. 27).

Aliás, é interessante lembrar os pontos fracos, isto é, as precariedades das decisões especulativas baseadas na convenção, conforme expõe Keynes, principalmente as quatro primeiras, que dizem respeito à própria confiança dos especuladores: 1) os investidores especulativos não detêm conhecimento real, por sequer participarem da gestão real dos ativos; 2) flutuações cotidianas, sem muito significado no mundo real, exercem influência excessiva no mercado; 3) há alterações violentas nos preços por conta da opinião das massas, que sequer dispõem de fundamentos para avaliar o rendimento prospectivo de um investimento – ou seja, ondas de euforia e pânico; 4) os profissionais do mercado, ainda que com mais conhecimento, tampouco estão interessados nos fundamentos de longo prazo do investimento; ao contrário adaptam-se ao comportamento do mercado financeiro simplesmente para prever com pequena antecedência as mudanças da base convencional desse mercado (v., para maiores detalhes, Keynes, 2012, p. 137-138).

Portanto, verifica-se, no Brasil, notadamente diante da liquidez do nosso mercado futuro, uma forte volatilidade e participação de agentes financeiros especuladores e arbitradores, que são, afinal, aspectos marcantes da financeirização de nossa economia.

4 FINANCEIRIZAÇÃO NO MERCADO DE CÂMBIO

Não é somente no mercado de *commodities* que estão presentes os elementos de uma economia financeirizada. No Brasil, as regras e comportamentos que vêm definindo as operações de câmbio também implicam um mercado fortemente financeirizado, em que predominam agentes especuladores e arbitradores, muitas vezes descolado dos fundamentos das operações produtivas de importação e exportação de bens e serviços.

Para melhor entender o mercado de câmbio brasileiro, a primeira regra que se deve ter em mente diz respeito a que, em princípio, nosso sistema não permite operações em moeda estrangeira, devendo os agentes que transacionam com o exterior celebrar contratos de câmbio, a fim de transformar em moeda nacional, via sistema financeiro, as divisas obtidas do exterior, bem como, de outra parte, também por meio das instituições financeiras, transformar em moeda estrangeira os valores remetidos ao exterior. Dessas operações *contratadas* decorre nosso mercado primário de câmbio e nossa definição de fluxo cambial. “O conjunto de contratos de câmbio realizados entre residentes e não residentes compõe o *mercado primário de câmbio* e, em um dado

período, esses contratos definem o conceito de *fluxo cambial contratado*” (Rossi, 2011, p. 4).

Para que o sistema seja alimentado, fornecendo-se moeda estrangeira ao importador e moeda nacional ao exportador, bem como suprindo as necessidades de outros agentes que porventura recebam do exterior ou para lá remetam recursos, assumem papel fundamental, no modelo brasileiro, os bancos. São os bancos agentes privilegiados em nosso mercado de câmbio. Via de regra, somente a eles se confere a prerrogativa de acumular posições de câmbio (sem “zerá-las”), que vêm a ser a “posição que cada banco autorizado a operar em câmbio mantém em moeda estrangeira, apurada após todas as negociações efetuadas pela instituição (exportações, importações, remessas e ingressos financeiros). A posição de câmbio de uma instituição pode assumir os seguintes resultados: - nivelada: quando o total de compras é igual ao total de vendas; - comprada: quando o total de compras é maior que o total de vendas; - vendida: quando o total de compras é menor que o total de vendas” (BCB, 2015).

E, o que é fundamental destacar, tal prerrogativa dos bancos não se esgota na manutenção de posições de câmbio em aberto; na medida em que se lhes permite realizar operações não contratadas (isto é, não contratadas da maneira convencional – via contrato de câmbio registrado no Banco Central), as chamadas operações de linha.

“As *operações de linha* são canais de financiamento em dólar dos bancos domésticos com bancos no exterior, geralmente sucursais. O saque e o pagamento dessas linhas não envolvem conversão de recursos entre reais e dólares e são as únicas operações de câmbio entre residentes e não residentes que não exigem contrato de câmbio, logo não constam no fluxo cambial. Os recursos captados pelas linhas só alteram a posição de câmbio dos bancos quando são convertidos em reais, ou seja, são vendidos no mercado primário ou para o Banco Central. Da mesma forma, a compra de divisas pelos bancos no mercado primário (que impacta negativamente o fluxo cambial e positivamente a posição dos bancos) é aplicada em contas no exterior, sem a necessidade de outro contrato de câmbio, portanto, sem passar novamente pelo fluxo cambial. Nesse sentido, no que se refere ao câmbio contratado, os bancos podem “vender câmbio” sem antes “comprar câmbio”, e vice-versa, e assim acumular posições compradas ou vendidas” (Rossi, 2011, p. 6).

Cabe lembrar que esse papel desempenhado pelos bancos vai além de mero intermediário entre recursos de residentes e não residentes. Na medida em que o sistema financeiro goza do privilégio de abrir posições sem de antemão dispor de recursos na posição contrária, evidencia-se seu papel ativo no processo econômico⁹⁹. Os bancos não se utilizam desse “poder de vender câmbio antes de comprá-lo”, e vice-versa, com o propósito puro e simples de oferecer moeda (nacional ou estrangeira) aos setores produtivos da economia. Conforme passamos a expor, tais operações de câmbio exercidas pelos agentes financeiros decorrem também de seu interesse em obter ganhos financeiros entre os mercados.

Além de operar câmbio nos moldes acima descritos (notadamente via operações de linha), os bancos também podem buscar ajustar suas posições, conforme lhes for mais conveniente, no mercado interbancário (no mercado secundário), com

⁹⁹ É interessante lembrar, em que pese de um ponto de vista macroeconômico e mais abstrato, atrelado ao poder de concessão de crédito em geral (e não especificamente do câmbio), o papel ativo dos bancos, ou do sistema financeiro, em “criar” moeda endógena por meio da concessão de empréstimos, o que vai além de apenas intermediar fundos entre indivíduos. Nesse sentido: Lavoie, 2014, p. 188.

outros bancos residentes. Vale dizer, seguindo Rossi, “que a posição de câmbio pode ser ajustada entre cada banco individualmente, mas não para o agregado do sistema bancário” (Rossi, 2011, p. 9). E, ainda conforme Rossi, “a posição dos bancos, assim como os fluxos de divisas, pode ser extremamente relevante para a formação da taxa de câmbio” (ibid. p. 10). Portanto, são dois aspectos que definem a cotação do câmbio e suas variações:

- 1) No que concerne ao primeiro deles, ao *fluxo cambial* líquido, trata-se do comportamento “passivo” dos bancos, determinado pela regra da oferta-e-demanda decorrente das relações comerciais e financeiras dos demais agentes da economia;
- 2) Mas, no que diz respeito ao segundo aspecto, temos a *posição cambial dos bancos* – a vontade própria dos bancos em manter ou variar sua posição cambial, ou seja, o comportamento “ativo” dos bancos como também um fator determinante e de extrema importância na fixação da taxa de câmbio.

Esse segundo aspecto, o papel ativo e decorrente da vontade dos próprios bancos, é que por vezes parece negligenciado do debate sobre a taxa de câmbio brasileira. Entretanto, é fundamental levá-lo em conta, pois, conforme Rossi:

“Pode haver situações em que a entrada líquida de dólares é importante, mas o real se deprecia já que os bancos querem aumentar a posição comprada em dólares. Ou seja, os dólares do mercado são disputados pelos bancos que oferecem preços melhores pela moeda americana para os agentes primários e no interbancário, o que deprecia o real. A situação oposta ocorre quando não há fluxo positivo de divisas, mas os bancos querem se livrar de posições compradas em dólar ou aumentar sua posição vendida. Nesse caso, seguindo raciocínio homólogo, a taxa de câmbio do real se aprecia. O ponto relevante – e por vezes não identificado em análises econômicas – é que o movimento da taxa de câmbio não está necessariamente ligado ao fluxo de câmbio” (ibid., p. 10-11).

Porém, para compreender esse papel ativo dos bancos, temos que sair da discussão apenas em torno do mercado à vista e passar a observar também o mercado futuro. Fosse tão-somente o mercado regulado por operações à vista, não haveria propriamente um comportamento ativo dos bancos ao formar sua posição cambial. Esta seria em grande parte reflexo da oferta e demanda da moeda estrangeira por seus clientes (v. Rossi, 2011, p. 12) – além das operações no mercado secundário que, entretanto, não teriam o poder de alterar a posição do sistema financeiro como um todo¹⁰⁰.

Mais uma vez, tal como ocorre com as *commodities*, é no mercado de derivativos que os agentes (neste caso, os bancos) encontrarão um ambiente de extrema liquidez para alterar suas posições da forma que repute mais conveniente. Inicialmente, os bancos podem buscar o mercado futuro simplesmente como forma de proteção (*hedge*) a fim de não ficarem expostos à posição cambial, ativa ou passiva, na qual se vêem imersos após suas operações junto aos mercados primário e secundário.

¹⁰⁰ Quem acaba também atuando muitas vezes no mercado secundário, aí sim podendo alterar o mercado, é o próprio Banco Central, quando entende necessária sua intervenção em prol da política cambial.

Porém, assim como já havíamos assinalado quanto ao mercado de *commodities*, o mercado de derivativos brasileiro, também no que concerne às operações de câmbio, é muito mais líquido e dinâmico que o mercado *spot*. Uma das características do mercado futuro de câmbio brasileiro que lhe confere essa característica é a ausência de contratos de câmbio padrão, na medida em que apenas são negociados os contratos futuros com liquidação pelo ajuste em reais brasileiros, sem qualquer movimentação de divisas. Ora, não é difícil conceber que tal característica se traduz em forte atrativo para a participação de agentes econômicos nesse ambiente, seja em busca de *hedge* seja para fins especulativos ou de arbitragem. Aliás, há forte presença de não residentes tais como fundo de investimentos estrangeiros (Rossi, 2011, p. 14).

A vantagem das instituições bancárias brasileiras, que gozam do privilégio de estarem presentes em todos esses diferentes mercados – à vista e futuro, nacional e estrangeiro –, confere-lhes o inegável poder de atuar como grandes arbitradores entre os diversos mercados, auferindo ganhos seguros sempre que observam a disparidade de preços entre eles.

Essa arbitragem, na prática brasileira, costuma se concretizar por meio da comparação entre as taxas de juros do nosso mercado de reais e a taxa do cupom cambial (taxa de juros que remunera os dólares no nosso mercado)¹⁰¹. Essa aferição é fundamental para as operações de arbitragem – usualmente praticadas pelos bancos – entre nosso mercado interno e o mercado externo, via operações de *carry trade*. Sempre que o cupom cambial for maior que o custo de captação externa, haverá incentivo para que os bancos tomem emprestado no exterior, em dólares, e apliquem esses recursos em nosso mercado brasileiro de dólares (isto é, no cupom cambial), e vice-versa. A operação consiste basicamente em tomar empréstimos no exterior a juros menores, trocar as divisas por moeda doméstica no mercado à vista e aplicar tais recursos no Brasil a juros mais elevados; simultaneamente, compra-se dólar no mercado futuro, a fim de garantir a cobertura cambial do passivo externo.

Note-se, aqui, que o fato de as instituições financeiras gozarem muitas vezes de presença internacional e de atuarem com grande ganho de escala, reduz seus custos adicionais para a captação externa (ou, de outro lado, aplicação externa), de tal sorte que seus ganhos com arbitragem se mostram sensivelmente atrativos – sobretudo quando comparado aos demais agentes “comuns” da nossa economia, que seriam obrigados a contratar operações de câmbio e teriam custos muito maiores com a operação.¹⁰²

Via de regra, sempre que os agentes especuladores e *hedgers* ingressarem em uma das pontas do nosso mercado de derivativos, isso causará alteração no preço futuro (depreciação ou apreciação do cupom cambial) e os bancos, na função de agentes arbitradores, se aproveitarão dessa situação para ingressarem na ponta contrária dos demais agentes no mercado futuro e, *simultaneamente*, posicionarem-se no mercado externo à vista.

¹⁰¹ A discussão acerca do cupom cambial e da paridade dos juros é certamente mais complexa, mas extrapola os objetivos deste trabalho (v. Rossi, *ibidem*, p. 28/29).

¹⁰² Conquanto não se refira especialmente ao mercado de câmbio, mas aos ativos de capital, é válido citar excerto da exposição de Minsky quanto às instituições financeiras modernas: “As instituições financeiras modernas e suas práticas são tais que o financiamento disponível para o investimento e posse de ativos de capital está dentro de limites significativos determinados pelas decisões de portfólio de banqueiros ávidos por lucros. A existência de uma ampla variedade de instrumentos financeiros por meio dos quais se pode levantar dinheiro significa que eles são capazes de financiar a posse de ativos e investimentos sempre que a estrutura dos preços dos ativos e das taxas de juros mostrar que as operações serão lucrativas” (Minsky, 2013, p. 237)

Convém destacar essa exigência da *simultaneidade* para que a operação de arbitragem ocorra adequadamente. Caso contrário, há sensíveis riscos de mercado, decorrentes de uma alteração nos preços. Mais uma vez, frise-se que o papel desempenhado pelos agentes do sistema financeiro, que contam, digamos assim, com uma qualidade de onipresença ou ubiquidade, é privilegiado.

Conforme análise de Rossi, numa dada situação:

“a abundante oferta de dólares futuro nesse mercado pressiona para baixo a cotação da taxa de câmbio futura, essa pressão aumenta o cupom cambial e abre espaços para a arbitragem dos bancos que comprem esses dólares futuros baratos – logo assumem a ponta comprada no mercado futuro – e, simultaneamente, tomam empréstimos no exterior para vender dólares no mercado à vista. Essa operação de arbitragem tem como impactos o aumento do fluxo cambial ou da posição vendida à vista dos bancos, um aumento da posição comprada dos bancos no mercado futuro, e a valorização do real no mercado à vista” (ibid., p. 33-34).

Ou seja, em linha de conclusão, é mais uma vez sensível, num mercado financeirizado como é o caso do mercado de câmbio brasileiro, a forte interação entre os preços futuros e os preços à vista, em que tanto a liquidez quanto a dinâmica própria do mercado futuro acabam ditando a formação dos preços no mercado à vista, muitas vezes de forma independente dos fundamentos deste último¹⁰³.

5 OS JUROS BRASILEIROS: ATRATIVO ÀS OPERAÇÕES DE ARBITRAGEM E AO CAPITAL ESPECULATIVO VOLÁTIL

Com base no que apresentamos até agora, revela-se de modo até intuitivo que os juros monetários praticados em nosso ambiente doméstico se configuram como um elemento essencial nas operações nos mercados e entre os mercados. Conforme observado, seja entre mercado futuro e *spot*, ou entre mercado doméstico e externo, a disparidade entre os juros e, além disso, a constante oscilação destes se traduzem em fortes propulsores da especulação e dos ganhos com arbitragem. De outro lado, os agentes produtivos da economia, interessados em tentar minimamente prever o cenário futuro para exercer suas atividades – agrícolas, comerciais, industriais etc. – encontram-se envoltos numa situação de permanente instabilidade, à mercê das constantes alterações no ambiente financeirizado da economia.

Sendo assim, também volta à mente até de forma espontânea a grande discussão quanto aos juros na economia brasileira. Com efeito, nossa estrutura, singular dentre o conjunto das economias mundiais, decorrente de nossa história econômica e de uma determinada visão de política monetária, apresenta um quadro de juros elevados relativamente aos demais países¹⁰⁴ e, além disso, uma taxa básica de juros da economia,

¹⁰³ “Nesse sentido, os resultados apresentados são compatíveis com a hipótese de que os estrangeiros e investidores institucionais formam tendências no mercado de câmbio com objetivo de obter ganhos especulativos e que os bancos atuam no mercado para realizar ganhos de arbitragem transmitindo a pressão especulativa oriunda do mercado futuro para o mercado à vista” (Rossi, *ibidem*, p. 44). Vale aqui lembrar a mesma lição de Keynes acerca das precariedades das decisões especulativas, conforme visto no item anterior, acerca das *commodities*.

¹⁰⁴ Salvo breve momento a partir de 2011, em que o BC tentou reduzir os juros, o Brasil segue persistentemente com taxas reais elevadas em relação aos demais países, muito elevadas sobretudo quando comparamos com demais países emergentes ou do nosso porte econômico. Nesse sentido:

de curtíssimo prazo, que é utilizada também como indexador para a emissão de títulos públicos, os quais, por seu turno, apresentam liquidez imediata e grau de risco muito baixo. Trata-se dos títulos públicos atrelados à taxa SELIC (as Letras Financeiras do Tesouro - LFTs).

Essa especificidade da economia brasileira acarreta uma dinâmica muito complexa da condução de nossa política econômica, tendo em vista que as decisões com base na política monetária (isto é, as decisões do Conselho de Política Monetária do Banco Central – COPOM) impactam também diretamente nossa política fiscal. Ou seja, a fixação da taxa-meta SELIC para a orientação dos juros monetários de curto prazo, implica *pari passu*, uma substancial alteração do quadro fiscal de nossa economia¹⁰⁵.

O ponto de vista de Minsky (1992) deve ser destacado, por demonstrar o problema que tal prática envolve:

“As políticas financeiras do governo não são tipicamente forças iniciadoras da instabilidade, a qual é devida às forças de mercado. Mas as unidades do governo podem administrar mal seus negócios e, individualmente, ficarem com problemas. Em particular, as unidades governamentais com grandes dívidas flutuantes (de curto termo) podem experimentar uma elevação no custo de manutenção das dívidas relativamente aos tributos líquidos das despesas correntes, disponíveis para o serviço da dívida. Altas taxas de juros podem transformar as unidades governamentais em unidades Ponzi” (Minsky, 1992, p. 26)¹⁰⁶

Veja-se, a propósito, que não se trata apenas de um impacto indireto, por meio do qual a alteração da taxa de juros de curto prazo modifica a estrutura a termo de dívidas de maturidades maiores. Aliás, a peculiaridade dos títulos públicos indexados à taxa SELIC inviabiliza a própria existência de uma estrutura a termo, de longo prazo, dos juros no Brasil.¹⁰⁷ Com efeito, ao contrário do que é praxe nos demais países, no

Lacerda, 2013, p. 9; Campedelli e Lacerda, 2014, p. 15-17. Dados acerca dos juros reais podem ser obtidas no *site do Banco Mundial*: <http://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.RINR>.

¹⁰⁵ A respeito do tema, e da inter-relação entre as políticas cambial, monetária e fiscal, Lacerda enfatiza os problemas dos juros elevados brasileiros: “como a diferença entre o juro internacional e o doméstico permaneceu elevada, continuou havendo amplo espaço para as operações de arbitragem (*carry trade*) no Brasil, o que torna quase inócuo o efeito das medidas tomadas [medidas cambiais adotadas pelo Governo brasileiro nos últimos anos – já no mandato de Dilma Rousseff]. A questão da sobrevalorização cambial no Brasil exige uma nova configuração de política cambial, *algo que pressupõe a combinação das políticas monetária e fiscal*” (Lacerda, 2013, p. 9, g.n.). Também é interessante notar que a própria política monetária tem seu campo de atuação reduzido ante a existência de títulos públicos indexados à SELIC. Do ponto de vista da política monetária, aduz Oliveira que “a existência de títulos públicos de curtíssimo prazo (...) impede que o aumento da taxa básica de juros se traduza em termos de redução do valor de mercado destes ativos, não provocando uma diminuição na riqueza dos detentores de títulos públicos. A indexação financeira, assim, reduz o grau de efetividade da política monetária, particularmente mediante o canal de ativos” (Oliveira, 2010, p. 20-21). Já ponto de vista fiscal, interessante mencionar que, segundo Gobetti, “o principal problema da LRF [Lei de Responsabilidade Fiscal] é, por um lado, sua ineficácia para limitar os gastos e a dívida mobiliária na esfera federal” (Gobetti, 2014, p. 30, g.n.).

¹⁰⁶ Minsky apresenta uma distinção entre unidades econômicas *hedge*, especulativa e ponzi, cujas definições são diferentes dos termos (*hedge* e especulativo) que foram usados neste trabalho. As unidades do governo seriam “especulativas”, mas, conforme defende o autor, podem se tornar “ponzi”, ou seja, “os compromissos de pagamento de juros não são cobertos pela porção da renda proveniente do hiato esperado de receitas (...)” (p. 21). Cf. *ibid*, p. 15-23.

¹⁰⁷ No Brasil, sob esse aspecto, é importante a participação dos bancos de desenvolvimento públicos, notadamente o BNDES, sob pena de não ser suprida essa incongruência, em que os investimentos de

Brasil os aplicadores de recursos gozam da alternativa de aplicar seus recursos em títulos públicos atrelados à taxa SELIC. Sempre que o fazem, mantêm à disposição seus recursos em um ativo remunerado a taxas elevadas, com liquidez imediata e risco muito baixo (pois se trata de títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional).

Diante dessa possibilidade, torna-se clara a percepção de que a cada decisão acerca da taxa-meta SELIC a ser tomada pelo COPOM, uma série de discussões, não só técnicas como também políticas, assume preponderância no ambiente econômico brasileiro. É assim que, muitas vezes a pretexto de combater a inflação, agentes econômicos que obtêm ganhos com o aumento da taxa básica de juros – na medida em que sua remuneração é sobretudo decorrente dos direitos sobre esses títulos públicos, que lhes conferem renda certa e segura – lutam pelo aumento da SELIC. Por outro lado, agentes que possuem dívidas, que dependem de crédito ou que simplesmente pretendem manter sua atividade produtiva, e mesmo os trabalhadores assalariados, esforçam-se para reduzi-la.

Não se pode perder de vista que a inflação – sem deixar de decorrer de aspectos ligados à demanda, como enfatizam os ortodoxos, e de outras causas ligadas à oferta, como demonstram os heterodoxos¹⁰⁸ – é, estruturalmente, a exteriorização de um embate político entre os agentes econômicos. Portanto, qualquer mudança entre os níveis de preços de uma economia – e mesmo dos juros – é também, além de uma questão de técnica econômica, uma questão política, cujos elementos estruturais e inerciais também devem estar presentes na análise¹⁰⁹.

Em termos teóricos, estamos diante da questão da eficiência marginal do capital que (de forma marcante no caso brasileiro) cai facilmente ao nível ou abaixo da taxa de juros, ensejando as crises e intempéries na economia¹¹⁰. Enfim, a decisão quanto aos juros “não é uma medida neutra, assim como não há decisão de política econômica que não represente custos. Ao elevar a taxa real de juros e mantê-la elevada por muito tempo, há uma transferência de renda de toda a sociedade, via pagamento de impostos, para os credores da dívida pública” (Campedelli e Lacerda, 2014, p. 21). Nesse ponto, convém expor pensamento de Piketty, em crítica à hipótese de “agente representativo”:

“Desde os anos 1970-1980, as análises da dívida pública sofrem com o fato de que as análises dos economistas se baseiam demais na hipótese dos modelos de ‘agente representativo’, isto é, modelos nos quais cada agente supostamente dispõe da mesma renda e da mesma riqueza (e, portanto, da mesma quantidade

longo prazo sequer atraem o mercado financeiro, ante a atração que os títulos de curto prazo exercem sobre a economia. Quanto ao papel do BNDES, v.: Couto e Trintim, 2012; Ferraz e al., 2013.

¹⁰⁸ Quanto aos componentes de demanda e de oferta da inflação, ver Campedelli e Lacerda, 2014, p. 8-15.

¹⁰⁹ De acordo com Celso Furtado, “a inflação é fundamentalmente uma luta entre grupos pela redistribuição da renda real e (...) a elevação do nível de preços é apenas uma manifestação exterior desse fenômeno” (Furtado, 2007, p. 317). Ou, conforme Carvalho, “a inflação é um dos traços mais profundos da realidade econômica brasileira e resulta de um impasse social quanto à repartição do produto nacional (Bacha, 1987), o qual se transmuta em conflito distributivo” (Carvalho, 2014, p. 266).

¹¹⁰ Tratando da polêmica dos juros e do Regime de Metas de Inflação (RMI) no Brasil, Campedelli e Lacerda sustentam que: “Um dos efeitos mais prejudiciais do RMI é em relação às influências negativas que este gera no investimento. Quando ocorrem pressões inflacionárias, o Banco Central eleva a taxa de juros visando uma redução da demanda. Neste cenário é necessário que exista uma eficiência marginal do capital maior para que o investimento seja vantajoso ao empresário. Existe uma consequência ainda mais grave ao investimento. Sendo que o empresário leva em conta a eficiência marginal do capital, sempre que houver pressões inflacionárias, ou elevações substanciais de demanda, este já sabe que o Banco Central irá intervir com uma elevação da taxa de juros, o que fará como que a eficiência marginal do capital fique reduzida, gerando um cenário de desestímulo ao investimento constante” (Campedelli e Lacerda, 2014, p. 4).

de dívida pública). Tal simplificação do mundo real às vezes pode ser útil, a fim de isolar relações lógicas difíceis de analisar nos modelos mais complexos. Porém, ao ignorarem por completo a questão da desigualdade na distribuição da renda e da riqueza, esses modelos costumam chegar a conclusões extremas e pouco realistas e são, assim, mais fonte de confusão que de clareza. No caso da dívida pública, os modelos de agente representativo podem conduzir à conclusão de uma completa neutralidade da dívida pública, não somente no que concerne ao nível do capital nacional, mas no que diz respeito à repartição dos custos fiscais. Essa reinterpretação radical da equivalência ricardiana (...) não leva em conta que uma grande parcela da dívida pública (...) é detida, na prática, por uma minoria da população, de modo que a dívida alimenta redistribuições importantes no interior do país, tanto no caso em que ela é saldada quanto no caso em que não é” (Piketty, 2014, p. 136)

Pois bem, voltando ao Brasil, é nesse ambiente propenso a medidas de cunho mais conjuntural do que estrutural, em que a dinâmica de curto prazo da economia afeta substancialmente as decisões de longo prazo e a própria dívida pública, e no qual, portanto, imperam temas não só técnicos como sobretudo políticos, que se forma e se modifica taxa de juros brasileira.

Em conclusão, retomando o tema dos itens anteriores, a formação do preço, seja das *commodities* seja do câmbio, tal como visto, seja, enfim de demais bens ou ativos, notadamente diante do processo de financeirização, submete-se a um problema estrutural de nossa economia, relacionado às especificidades de nossa taxa de juros. Enfim, o sistema econômico financeirizado brasileiro é excessivamente guiado pelo mercado especulativo, de curto prazo, e propício a operações de arbitragem, em detrimento de avaliações e operações mais pautados nos fundamentos do investimento de longo prazo.

6 CONCLUSÃO

A partir do final do século XX, com mais intensidade nos anos 1990, o Brasil sofreu um processo de abertura econômica e financeirização de sua economia, no bojo de profundas transformações políticas e econômicas que se verificavam no cenário mundial. No caso dos países latino-americanos como o Brasil, essa inserção, sobretudo diante de um modelo que se encontrava em crise (crise da dívida externa, dentre outros aspectos), ocorreu de forma passiva, sem um prévio planejamento econômico. Disso se verificou uma intensa financeirização de nossa economia em que os mercados de derivativos ganharam destaque.

Quanto às *commodities*, houve um forte incremento dos mercados futuros, em que agentes especuladores e arbitradores atuam de forma cada vez mais intensa. A robustez desse mercado futuro, que permite uma constante avaliação e reavaliação dos ativos, de forma descolada dos fundamentos da economia real, acaba por afetar e até mesmo determinar o mercado à vista. Este último, sobretudo por força de suas peculiaridades, que envolvem custos de carregamento, estocagem e *convenience yield*, torna-se mais volátil e suscetível a alterações decorrentes de decisões preponderantemente especulativas.

No que concerne ao mercado de câmbio, além dos fatores determinados pelo fluxo cambial das operações contratadas pelos agentes econômicos, apresenta-se como fator importante na formação do preço a posição cambial dos bancos. Estes, além de exercer uma postura estritamente passiva, como meros intermediários das relações

econômicas, adotam postura ativa no mercado, notadamente para realizar ganhos de arbitragem. A qualidade específica dos agentes do sistema financeiro, aptos a atuar simultaneamente em vários mercados (à vista e futuro, interno e externo, organizado ou de balcão), confere-lhes papel privilegiado na dinâmica de formação do preço. O volume e a liquidez do mercado futuro financeirizado, aliados ao poder dos bancos em exercer operações de arbitragem, interferem sobremaneira na valorização e desvalorização do real frente ao dólar.

Como componente essencial da financeirização temos os juros monetários, cujas características próprias apresentadas no Brasil intensificam as operações de arbitragem e atraem o capital financeiro volátil. Nosso sistema mantém taxas de juros de curto prazo elevadas e, além disso, remunera os títulos públicos com base nessa taxa (SELIC). Forma-se toda uma relação complexa e instável entre as políticas monetária, fiscal e cambial. Não se pode perder de vista que aspectos políticos atuam significativamente na fixação dos juros de nossa economia, que não é somente uma decisão técnica e neutra. Há uma disputa inquestionável pela distribuição da renda. O sistema econômico, financeirizado, acaba por sofrer influência excessiva das operações especulativas e de curto prazo, em detrimento de avaliações e fundamentos de longo prazo.

REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, A. Mercado Financeiro. 10ª ed. São Paulo: Atlas, 2011.
- BCB. Glossário completo. In: <http://www.bcb.gov.br/GlossarioLista.asp?idioma=P&idpai=GLOSSARIO>. Acesso em 19/05/2015.
- CAMPEDELLI, A. L.; LACERDA, A. C. Uma crítica pós-keynesiana ao regime de metas de inflação (RMI) no Brasil. *Pesquisa & Debate*. São Paulo, p. 01-22, vol. 25, jul/dez, 2014.
- CARNEIRO, R. M. *Commodities, choques externos e crescimento: reflexões sobre a América Latina*. Santiago: CEPAL, 2012.
- CARVALHO, A. R. *A persistência da indexação no Brasil pós-Real*. Revista de Economia Política, vol. 34, n° 2 (135), pp. 266-283, abr./jun. 2014.
- COUTO, A. C. L.; TRINTIM, J. G. *O papel do BNDES no financiamento da economia brasileira*. Departamento de Economia da UEM, 2012.
- DAMODARAN, A. *Finanças Corporativas: teoria e prática*. 2ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.
- FERRAZ, J. C. *Et Al. A contribuição dos bancos de desenvolvimento para o financiamento de longo prazo*. Revista do BNDES 40, p. 5-42, dez./2013.
- FORTUNA, E. *Mercado Financeiro: produtos e serviços*. 19ª ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2013.
- FURTADO, C. *Formação Econômica do Brasil*. São Paulo: Companhia das Letras, 2007.
- GOBETTI, S. W. *Regras Fiscais no Brasil e na Europa: um estudo comparativo e propositivo*. Rio de Janeiro: IPEA, 2014.
- KEYNES, J. M. *Teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. Tradução de Manuel Resende. São Paulo: Saraiva, 2012.
- LACERDA, A. C., *Globalização e Investimento Estrangeiro no Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2004.

___ A Crise Internacional e a Estrutura Produtiva Brasileira. *Revista Economia & Tecnologia (RET)*. Curitiba, UFPR, p. 05-18, jan/mar 2013.

LAVOIE, M. *Post-Keynesian Economics: new foundations*. Cheltenham, UK, Northampton, MS, USA: Edward Elgar, 2014.

MINSKY, H. *Estabilizando uma Economia Instável*. Tradução de José Maria Alves da Silva. Osasco-SP: Novo Século, 2013.

___ Financiamento e lucros: a mudança de natureza dos ciclos de negócios da economia americana. Trad. de Rogério Sobreira, João Sicsú e Victor Schultz. Cadernos ANGE. Textos didáticos, n° 2, 1992.

OLIVEIRA, G. C. Moeda indexada, indexação financeira e as peculiaridades da estabilidade monetária no Brasil. *Revista Economia Ensaios*, Uberlândia, 24 (2), p. 07-26, jan/jun 2010.

PIKETTY, T. *O Capital no Século XXI*. Tradução de Monica Baumgarten de Bolle. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2012.

ROSSI, P. Taxa de Câmbio no Brasil: dinâmicas da arbitragem e da especulação. *Observatório da Economia Global. Textos Avulsos*. Campinas, UNICAMP, n° 7, Set/2011

SILVA, J. M. A., Prefácio à Edição Brasileira. In: MINSKY, H. *Estabilizando uma Economia Instável*. Tradução de José Maria Alves da Silva. Osasco-SP: Novo Século, 2013.

SNOWDOW, B.; VANE, H. R.. *Modern Macroeconomics: it's origin, development and current state*. Cheltenham, UK, Northampton, MS, USA: Edward Elgar, 2005.