

JE

Jornal dos Economistas

Nº 303 Outubro de 2014

Órgão Oficial do Corecon-RJ e Sindecon-RJ

Agências de classificação de risco: *cui bono?*



Qual é o papel e quais são os beneficiados das avaliações das agências de classificação, na visão de Adhemar Mineiro, Fernando Cardim, Adriano Benayon e Rodrigo Avila.

Escolas da Macroeconomia

Monetarismo é o tema do artigo desta edição

Prêmio de Monografia

Resumo do trabalho vencedor do concurso

Cui Bono?

Recentemente, as agências de classificação de risco voltaram às manchetes com o anúncio de que a Moody's poderia rebaixar a nota do Brasil, notícia trombeteada pela grande imprensa tupiniquim como um sinal do estado de penúria da nossa economia. Esta edição visa a discutir o papel destas agências, que, apesar da desmoralização na crise do *subprime* nos EUA, continuam a gozar da reputação de juízes inquestionáveis e imparciais da saúde econômica de países e empresas.

O bloco temático abre com artigo de Adhemar S. Mineiro, economista do Dieese-RJ e da Rebrip, cujo título emprestamos para este editorial e primeira página da edição: *Cui Bono?* (Latim para “a quem beneficia?”). O autor ressalta que as agências de classificação ganham dinheiro com o seu negócio de avaliação de risco, ou seja, jogam e apitam o jogo.

O artigo seguinte, assinado por Fernando Cardim, professor emérito do IE/UFRJ, afirma que ainda se discute se os erros das agências no processo de securitização de hipotecas *subprime* foram resultado de grosseira incompetência ou de associação ilegítima, possivelmente criminosa, com o intuito de defraudar investidores. Depois da crise, foram debatidas alternativas para as agências, mas não houve ações práticas.

Adriano Benayon, autor do livro *Globalização versus Desenvolvimento*, aponta que as agências recomendam não investir em países que adotam políticas nacionalistas. Elas agem conforme a psicologia da *self-fulfilling prophecy*, criando expectativas capazes de levar os participantes do mercado a agir conforme essas expectativas.

Rodrigo Avila, da Auditoria Cidadã da Dívida, enfatiza que as agências procuram “premiar” países que praticam políticas que viabilizam o pagamento, em primeiro lugar, da dívida financeira, em detrimento das prioridades sociais, ainda que tais dívidas possuam sérias ilegalidades comprovadas.

Fora do bloco temático, iniciamos a série de publicações de resumos dos textos vencedores do 24º Prêmio de Monografia Economista Celso Furtado com o trabalho de Vinícius Toledo Manhães, primeiro colocado no concurso.

O artigo da série Escolas de Macroeconomia, de autoria de Roberto Fendt, diretor executivo do Cebri, aborda o monetarismo, que está associado com a Escola de Chicago, sobretudo com os escritos de Milton Friedman e Anna Schwartz.

Sumário

Agências de classificação	3
<i>Adhemar S. Mineiro</i>	
Agências de Classificação de Risco: Cui Bono?	
Agências de classificação	5
<i>Fernando Cardim</i>	
Agências de rating: seis anos depois da crise, o que mudou?	
Agências de classificação	7
<i>Adriano Benayon</i>	
As agências de risco de crédito	
Agências de classificação	9
<i>Rodrigo Avila</i>	
Agências de Classificação de Risco: a serviço de uma dívida ilegítima	
Prêmio de Monografia	11
<i>Vinícius Toledo Manhães</i>	
Evolução da densidade industrial dos estados do Sudeste brasileiro: pode-se falar em desindustrialização?	
Escolas da Macroeconomia	13
<i>Roberto Fendt</i>	
Monetarismo	
Eleição para renovação do 2º Terço	16
Agenda de cursos	

O Corecon-RJ apóia e divulga o programa Faixa Livre, apresentado por Paulo Passarinho, de segunda à sexta-feira, das 9h às 10h30, na Rádio Livre, AM, do Rio, 1440 khz ou na internet: www.programafaixalivre.org.br ou www.radiolivream.com.br

Agências de Classificação de Risco: *Cui Bono?*

Adhemar S. Mineiro*

Em meados da segunda semana de setembro, fomos novamente lembrados pelas primeiras páginas dos jornais do papel das famosas “agências de classificação de risco”. A notícia, divulgada com enorme espalhamento em função do processo eleitoral em curso, apontava que a Moody’s, uma agência estadunidense de classificação de risco, havia colocado a nota do Brasil em “perspectiva negativa”, isto é, dependendo do quadro que se vier a configurar nos próximos meses, poderia rebaixar a nota de risco do Brasil, isto é, indicar de certa forma que o Brasil ficou mais arriscado para os aplicadores internacionais de capitais.

Evidentemente que, independente da análise das informações sobre o país, no quadro eleitoral em curso, que acaba turvando o debate mais sensato sobre os resultados positivos e os grandes problemas da política econômica em curso, os órgãos da grande imprensa queriam aproveitar a situação para produzir manchetes com as combinações de palavras como risco, perspectiva negativa e, especialmente, de grande conotação esportiva no momento, a possibilidade de rebaixamento.

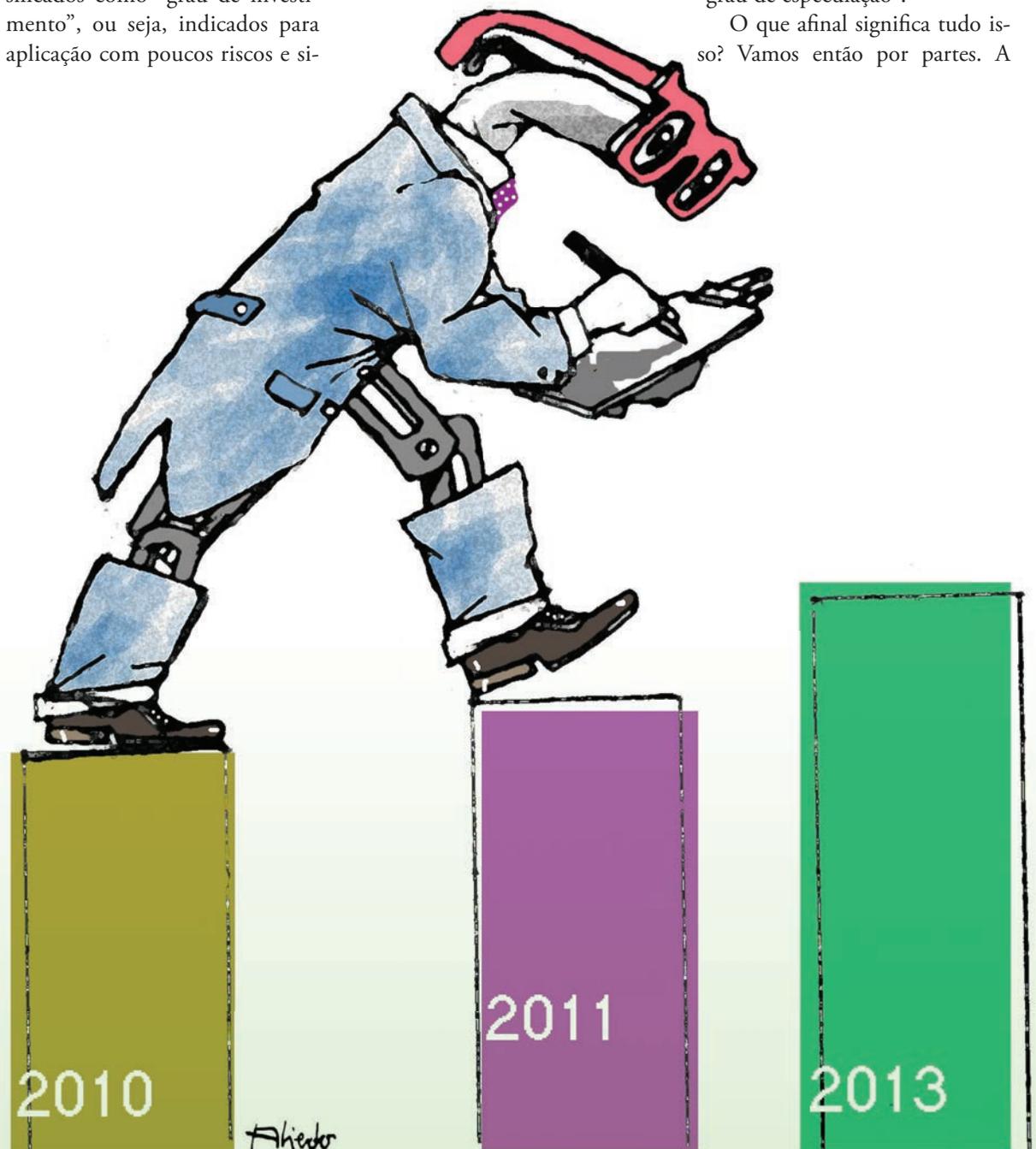
De fato, a informação era toda dada no condicional no corpo das matérias, para além das manchetes. Tudo dependeria da evolução da situação no próximo período, e além do mais, avaliando esta evolução, a Moody’s podria piorar a avaliação sobre o

Brasil. O que, no quadro de códigos da Moody’s, poderia significar passar o Brasil da classificação “Baa2” para “Baa3”, continuando dentro do bloco de países classificados como “grau de investimento”, ou seja, indicados para aplicação com poucos riscos e si-

nalização de pagador razoavelmente, ao contrário da classificação “grau especulativo”, para países com maior possibilidade de ter problemas de pagamento.

Vale lembrar ainda que, na classificação da Moody’s, o Brasil se encontra na categoria “grau de investimento” desde 2009, e antes disso estava classificado como “grau de especulação”.

O que afinal significa tudo isso? Vamos então por partes. A



Moody's forma, junto com a Standard & Poor's e a Fitch, um trio conhecida como "as três grandes". Elas conjuntamente controlam cerca de 95% do mercado de avaliação de créditos no mundo. As duas primeiras, que são estadunidenses, controlam cerca de 80% do mercado, dividido aproximadamente meio a meio entre elas. A Fitch, que tem sedes em Nova Iorque e Londres e é controlada por um grupo francês, o FIMALAC, e pelo grupo estadunidense Hearst Corporation, oriundo da área de mídia, tem os restantes 15%.

Essas companhias têm o poder de orientar a aplicação de recursos de fundos de aplicação por todo o mundo, através de suas avaliações. Possibilidades de aplicações em dívidas soberanas de países, empresas públicas e empresas privadas nacionais dos países acabam regidas pelas notas de risco atribuídas por essas agências – que, dessa forma, incidem sobre os custos de rolagem de dívidas ou os custos de captação das empresas, afetando o chamado "mundo real". Nos EUA, as avaliações de risco das "três grandes" são utilizadas inclusive para fins regulatórios de agências públicas dos EUA, já que elas são reconhecidas oficialmente. No período recente, essa utilização também passou a acontecer para a Europa.

E o que são essas agências? São empresas, isto é, ganham dinheiro com o seu negócio de avaliação de risco. A Moody's é uma empresa de capital aberto, negociada em bolsa nos EUA, e controlada pela Moody's Corporation – que, pela descrição da NYSE, a Bolsa de Nova Iorque, se dedica a fornecer classificações de crédito, pesquisas relacionadas a crédito e economia, dados e ferramentas de

análise, software de gestão de riscos e medidas quantitativas de risco de crédito, soluções de gestão de carteiras de crédito e serviços de treinamento. "Soluções de gestão de carteiras de crédito" – ou seja, a Moody's joga e apita o jogo. Curioso, não?

A Standard & Poor's, oficialmente Standard & Poor's Financial Services, ou S&P para os mais chegados, é uma divisão da empresa McGraw Hill Financial, empresa também negociada em bolsa nos EUA. De acordo com a descrição da mesma NYSE, é uma empresa de informação financeira e educação/publicações, que oferece informações sobre mercado de capitais, mercado de commodities e serviços comerciais. A McGraw Hill tem uma filial na área de construções e uma associação com a empresa indiana Tata, um conglomerado amplo na Índia que se transnacionalizou.

A Fitch, oficialmente Fitch Ratings, é controlada pelo grupo francês FIMALAC, que além de avaliar riscos de crédito, faz gerenciamento de risco para companhias, e gerencia fundos de *private equity* através de sua subsidiária Fimalac Développement – de novo, uma empresa que joga e apita o jogo – e pela Hearst Corporation, uma empresa oriunda da área de mídia nos EUA, fundada por William Randolph Hearst, figura que inspira o famoso filme de Orson Welles *Cidadão Kane*.

Durante a crise econômica aguda em 2008-2009, as agências de risco estiveram sob fogo cruzado. Nesse sentido, vale a pena, para quem for mais formal, dar uma olhada no documento final da comissão parlamentar criada no Congresso dos EUA para a avaliação da crise financeira (dis-

ponível em http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_conclusions.pdf). Na página 11, os parlamentares estadunidenses que avaliaram profundamente a crise financeira dizem textualmente, para quem quiser ler: "Nós concluímos que os erros das agências de classificação de risco foram engrenagens essenciais na roda da destruição financeira". Para quem for menos formal, basta assistir de novo o documentário *Inside Job*, sobre a crise na Islândia, e ver as belíssimas classificações de risco tanto da Islândia quanto especialmente dos bancos islandeses naquele período, e como a riqueza financeira hiperbólica criada a partir disso por megaspeculadores e agentes financeiros gananciosos (ou a ganância faz parte do dia a dia dos operadores financeiros?) gerou uma crise de proporções vulcânicas no pequeno país do Atlântico Norte.

Destas constatações resultou a pressão para o incentivo à expansão de companhias nacionais de avaliação de risco, como é o caso da China Chengxin Credit Rating Group, empresa chinesa que deslançou seu crescimento a partir da crise internacional. A União Europeia chegou a discutir a possibilidade de criação de uma agência pública de avaliação de risco, frente ao rebaixamento da avaliação de vários países europeus desde a eclosão da crise e o crescimento do custo associado ao pagamento de títulos das dívidas soberanas desses países, como Irlanda, Portugal, Grécia, Itália, Espanha, Chipre e outros. E mesmo o G-20, grupo de países importantes, estruturado como um fórum de líderes políticos (chefes de Estado e/

ou de Governo) desses vinte países (África do Sul, Arábia Saudita, Argentina, Austrália, Brasil, Canadá, China, Coreia do Sul, EUA, França, Alemanha, Índia, Indonésia, Itália, Japão, México, Reino Unido, Rússia, Turquia, mais a União Europeia, que não é propriamente um país em si) chegou a propor em sua cúpula de 2009, em Londres, "estender a supervisão regulatória e registro às agências classificadoras de risco, a fim de assegurar que cumpram o Código Internacional de Boas Práticas, particularmente quanto à prevenção de conflitos de interesse inaceitáveis." (Declaração do G20, Londres, 2009).

Desta maneira, apesar de toda a pressão do momento da crise, e dos fatos que são do conhecimento de todos, as agências de classificação de risco seguem usufruindo na grande imprensa e nos grandes meios de comunicação de uma aura de juízes imparciais a avaliar países e empresas, e a sinalizar para quem e a que custos podem ser disponibilizados recursos de aplicação, sejam empresas ou países. Vão adiante seguindo seus próprios negócios, e buscando enquadrar empresas e/ou países aos cânones de avaliação dos interesses financeiros (rentabilidade de curto prazo, liquidez, liberdade de movimentação de capitais, restrições ao gasto, e limites à regulação pública sobre o mundo financeiro), e sem até aqui a supervisão regulatória sinalizada pelo G20 em 2009 – até o próximo Lehman Brothers ou a próxima Islândia.

* É economista, técnico do Dieese-RJ e assessor da Rebrip (Rede Brasileira pela Integração dos Povos).

Agências de *rating*: seis anos depois da crise, o que mudou?

Fernando Cardim*

Muito pouco. As agências de *rating* de crédito tiveram um papel fundamental na gestação da crise financeira iniciada nos Estados Unidos em 2007, e transformada em crise financeira internacional no ano seguinte, especialmente após a quebra do banco de investimentos Lehman Brothers, em setembro de 2008. O papel das agências consistiu em atestar a alta qualidade dos créditos representados pelos papéis resultantes da securitização de hipotecas conhecidas nos Estados Unidos como *subprime*. Isso permitiu que investidores institucionais, cujos investimentos são controlados por regulação financeira, aplicassem recursos de seus participantes em papéis que, depois de a crise ter se explicitado, provaram ser “lixo tóxico”. Esse atestado permitiu ainda a instituições financeiras cumprir normas prudenciais criadas para garantir a solidez de seus balanços, acumulando ativos tão sólidos quanto castelos de areia.

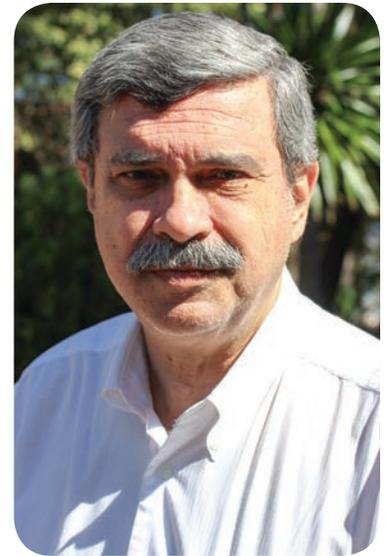
Ainda hoje é matéria de discussão a extensão em que a participação dessas entidades no processo de securitização de hipotecas *subprime* foi resultado de grosseira incompetência ou da participação em uma associação ilegítima, possivelmente criminosa, com o intuito de defraudar investidores. Há argumentos poderosos a apontar para ambas as possibilidades, que, reconheça-se, não são excludentes.

De que modo essas agências participaram do esquema do *sub-*

prime? Certamente ainda está na memória de muitos como o esquema estava organizado. Hipotecas foram criadas em favor de famílias caracterizadas pela ausência de fontes regulares de renda, ou de ativos de garantia, em financiamentos de aquisição de imóveis residenciais para os quais se exigia uma baixíssima entrada, muitas vezes, aliás, nenhuma entrada. Os geradores dessas hipotecas não se preocupavam com o evidentemente elevado risco de crédito envolvido porque não tinham qualquer intenção de mantê-los em seus balanços. As famílias, por sua vez, eram convencidas a aceitar as hipotecas por vários caminhos. Possuir uma casa é o sonho da maioria das famílias de renda média ou baixa, nos Estados Unidos, como em qualquer outro lugar. Mas não se pode supor que famílias de baixa renda sejam caloteiros natos. Por que então se deixaram envolver em financiamentos que, vistos de hoje, eram evidentemente insustentáveis? A chave para o mistério está exatamente na expressão “vistos de hoje”. Vistos com os olhos dos anos anteriores a 2007, os negócios pareciam muito mais atraentes. Por um lado, muitas facilidades eram oferecidas para viabilizar o sonho da casa própria. A dispensa de pagamento de uma entrada com recursos próprios (ou a criação de esquemas de financiamento dessas entradas), a assinatura de contratos com as chamadas *teaser rates*, taxas de juros muito baixas cobradas nos primeiros anos do contrato, que dariam lugar posteriormente a taxas

crescentes até que atingissem o nível que garantiria o retorno dos investimentos aos financiadores durante a maturidade do empréstimo. Mas certamente o mais importante dos elementos em força era a expectativa generalizada de que o preço das residências se manteria em alta indefinidamente. Com isso, caso no futuro o serviço da dívida acabasse se mostrando insustentável, sempre seria possível vender as residências, saldar a dívida e ainda embolsar um ganhozinho de capital.

Os geradores dessas hipotecas tinham consciência do risco envolvido nessas operações, mas isso não importava já que, como dito, a intenção era passar esses créditos à frente. Quem compraria esses financiamentos? Ninguém, com certeza, em sã consciência. Para que a transferência fosse possível, era preciso disfarçar o mais completamente possível as características das hipotecas (chamadas de *subprime* exatamente por não cumprir as exigências das companhias de securitização, Fannie Mae e Freddie Mac, para a emissão de seguros contra default). Era exatamente isso que a securitização permitia. Os créditos não eram vendidos diretamente. Instituições financeiras, muitas vezes ilusões contábeis que a lei permite criar com o nome de “*sociedades de propósitos especiais*”, compravam essas hipotecas para usá-las como lastro para um novo título, normalmente chamado de Obrigações Colateralizadas de Crédito (CDO, na sigla em inglês pela qual ficaram conhecidas) vendidas para bancos, investidores institu-



cionais, fundos de hedge ou quem mais quisesse comprar esses papéis, cujos retornos era via de regra bastante atraentes.

Era nesse ponto que entraram as agências de *rating*. Como já dito, alguns tipos de investidores institucionais, como fundos de pensão, sequer podem pensar em comprar papéis cuja nota de crédito não tenha superado um certo patamar na avaliação de alguma agência reconhecida. Mas mesmo investidores com liberdade para escolher seus investimentos precisam saber qual a perspectiva de default que cerca os papéis que escolhem para suas carteiras. Os CDOs eram intrinsecamente opacos (isso obviamente não era um acidente: tornar os riscos das hipotecas *subprime* opacos era o próprio objetivo da securitização). Se não fossem suficientemente opacos era sempre possível reduzir sua transparência através da *ressecuritização*: a criação de um outro papel, chamado geralmente de “CDO ao quadrado”, cujo las-

tro fossem CDOs, cujo lastro eram as hipotecas subprime. Cabia às agências de *rating* desbastar a densa floresta criada em torno dos fundamentos desses ativos para avaliar sua real probabilidade de desempenho. É nesse ponto que entram as duplas suspeitas de incompetência profissional ou conspiração para defraudar investidores. Agências de *rating* tinham, naturalmente, acesso aos documentos que descreviam a qualidade das hipotecas que serviam de lastro aos CDOs ou aos CDOs ao quadrado. O argumento da incompetência se baseia nos métodos aplicados para a avaliação da probabilidade de default desses papéis. As agências trataram o risco dos papéis lastreados em hipotecas subprime como o resultado da multiplicação das probabilidades individuais de default de cada tomador. *Esse método de cálculo é correto sempre que as probabilidades de default individuais forem independentes umas das outras.* Assim, se uma pessoa exibir uma probabilidade de default de 50%, duas pessoas idênticas mas independentes uma da outra terão uma probabilidade conjunta de default de 25%. Três pessoas nessa condição terão de 12,5% e assim por diante. Onde está a incompetência, beirando mesmo a idiotia? Na suposição de independência. Uma causa comum de default, por exemplo, é a perda do emprego. Numa comunidade, é frequente, porém, que a perda de emprego seja uma ocorrência *sistêmica*, mais do que realmente acidental. Se uma mesma causa atinge aquelas três pessoas, a chance de default não cai para 12,5%, ela permanece em 50%. Afirmar que ela cai é um erro, puro e simples.

Mas talvez as causas do erro sejam mais complexas. Essas agências vendiam serviços, inclusive de

consultoria em processos de securitização, para muitos dos empaquetadores de hipotecas, em grande parte grandes bancos de investimento ou as divisões de bancos de investimento de grandes conglomerados bancários. Se calculassem as probabilidades de default com mais competência, talvez essas agências perdessem seus clientes. As agências refutam a acusação, alegando que nenhuma delas arriscaria sua reputação desse jeito, mas levando-se em conta que a reputação das empresas do setor dificilmente poderia ser pior, é difícil atribuir algum valor à alegação.

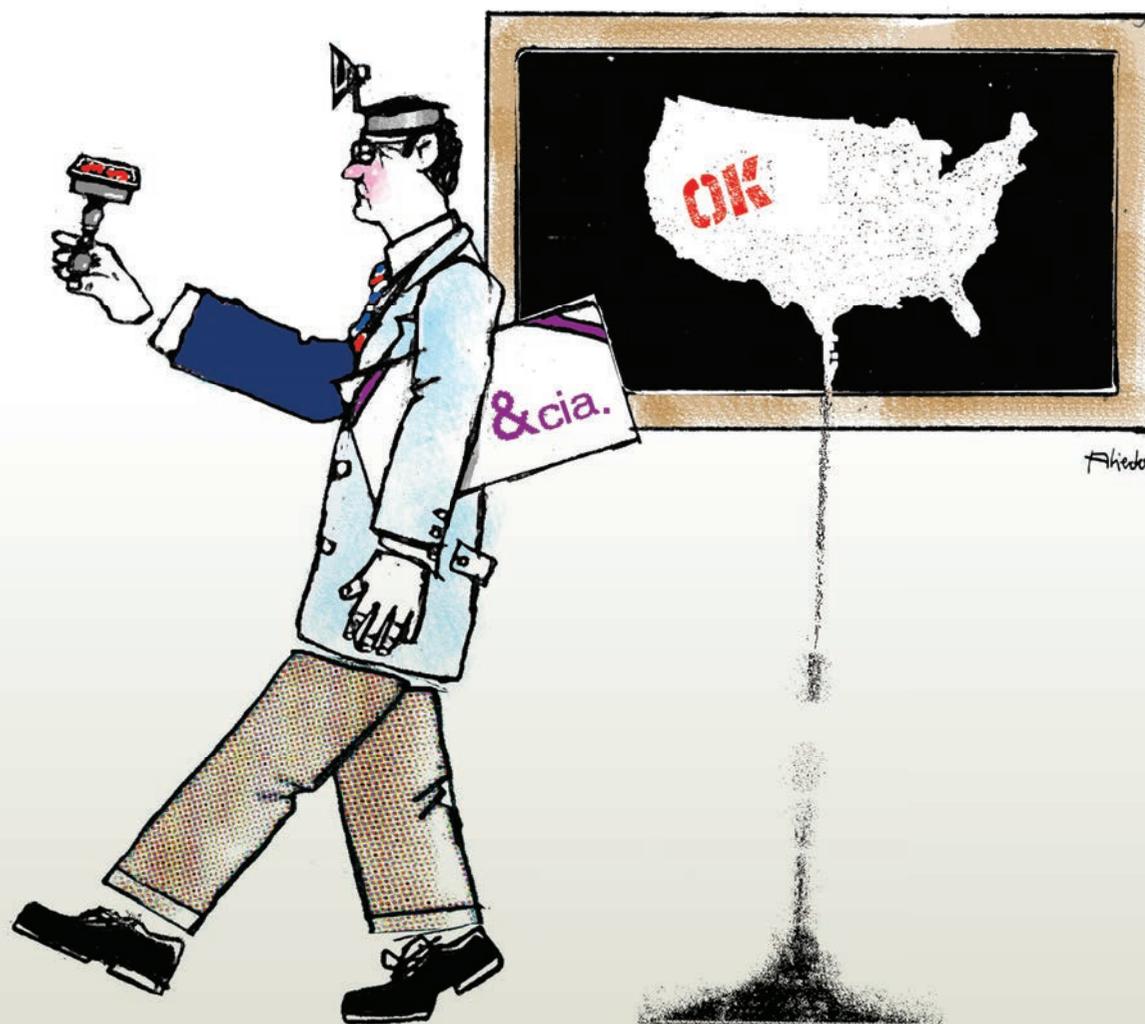
Logo depois da eclosão da crise, muito se discutiu a respeito do que fazer com essas agências. Algumas delas estão sendo processa-

das em tribunais pelas perdas que causaram a investidores, seguindo a decisão pioneira de uma corte australiana. Mas isso foi, e continua, raro. Mais promissor foi o compromisso declarado de grupos como o G20 ou o Financial Stability Board de remoção dos privilégios que gozam essas firmas pelo fato da regulação financeira muitas vezes subordinar o acesso a investimentos por parte de alguns investidores a papéis certificados por elas como sendo de alta qualidade de crédito. Basileia II também dava muito poder a essas empresas para determinar que tipo de ativos valia a pena para bancos manterem em seu balanço. Essas agências são empresas privadas que dificilmente poderiam resistir ao canto de se-

reia do privilégio a papéis de emissão de clientes favorecidos. É um caso do que se conhece em economia como *moral hazard*: perverta os incentivos e terá como resultado agentes pervertidos.

A intenção de remover os privilégios das agências, porém, não foi à frente. Entidades como o Comitê da Basileia alegam a dificuldade de encontrar um substituto, alguma instituição que possa avaliar créditos no lugar dessas agências, na extensão em que o fazem e com mais confiabilidade. A dificuldade de encontrar uma solução fez com que o assunto fosse deixado para depois. No ínterim, nada foi feito, e talvez nada mesmo venha a ser feito.

* Professor emérito do IE/UFRJ.



As agências de risco de crédito

Adriano Benayon*

As sedes das principais agências de risco de crédito – Standard and Poor’s, Moody’s e Fitch Ratings – estão em Nova York e Londres. Todas são certificadas pelo governo dos EUA. Embora elas tenham capital relativamente diluído, os grandes bancos da oligarquia financeira – e fundos hedge, de investimentos e de ações – estão entre os maiores acionistas dessas agências. Elas formam entre os instrumentos dos cartéis que comandam os mercados mundiais de ações, commodities, títulos públicos e de renda fixa, derivativos, câmbio etc.

Apesar da ascendência desses cartéis, podem surgir nos mercados situações imprevisíveis, porque, conquanto não amiúde, surgem manobras não combinadas por todos os líderes daqueles cartéis, e mudanças de jogadas em tempo muito breve.

No colapso financeiro de 2008, confirmou-se a falta de confiabilidade das agências de risco, quando estourou a bolha dos derivativos (de centenas de trilhões de dólares e euros), o ponto de partida da atual depressão econômica disfarçada, mas real, prevalecente na Europa (menos Rússia e poucos outros), EUA e Japão. Elas não previram o colapso, e até atribuíram a mais alta nota (AAA) a títulos derivados das hipotecas do mercado imobiliário dos EUA, em valor nominal de dezenas de trilhões de dólares.

Os grandes bancos da oligarquia financeira anglo-americana – e associados europeus continentais – tiveram de riscá-los de seus livros e contabilizar o prejuízo, depois de seus

acionistas e executivos se haverem locupletado, de forma incrível, durante o crescimento da bolha. Foram salvos com recursos dos Tesouros públicos e dos bancos centrais.

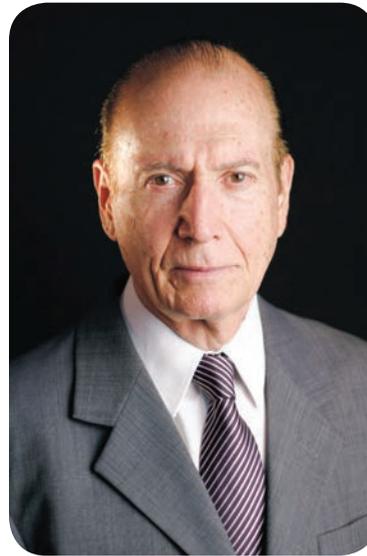
A oligarquia financeira anglo-americana tem no Federal Reserve (FED) seu mega-instrumento, coadjuvado por outros bancos centrais. Os grandes bancos – de resto, controladores do FED – e fundos de investimento formam na frente desse sistema de poder, o qual exerce hegemonia nas bolsas e demais mercados financeiros.

As agências de risco são usadas no jogo dos manipuladores dos mercados, como tem ocorrido, por exemplo, nos países da Europa Meridional. Estes, na sequência do colapso financeiro, ficaram virtualmente inadimplentes e foram postos sob a tutela do Banco Central Europeu e de bancos estrangeiros, de modo semelhante ao tradicionalmente promovido pelo FMI na América Latina.

Com a ajuda das agências de risco – as quais não apontavam a fragilidade de economias como a da Grécia, no contexto do euro – o Goldman Sachs, de Nova York, ganhou fortunas com comissões e transações com as dívidas daqueles países e jogando em operações de hedge contra esses mesmos países.

Antes do colapso nos EUA, a Standard & Poor’s e a Moody’s conferiram a classificação AAA até para as “Monolines”, companhias de seguro que garantiriam esses títulos e faliram por completo.

Há particularidades, como a falência do Lehman Brothers, antigo banco de investimentos de Wall Street, tampouco prevista pelas agências de risco, e considerada



a fagulha que fez detonar a bomba dos derivativos. Até hoje as autoridades reguladoras dos EUA não deram resultados convincentes sobre por que essa falência ocorreu antes de outras, nem exatamente o que a provocou.

Quatro dias antes dessa falência, o Lehman Brothers foi bombardeado, em 11 de setembro de 2008, por ataque de proporções inusitadas, através de vendas de suas ações por operadores que nem tinham como adquiri-las dentro do prazo para entrega (*naked short selling*), além de rumores nas bolsas. Nesse dia o movimento com as ações do Lehman foi 58 vezes maior que o mais alto do ano anterior.

No artigo *Investment grade ou Brasil atrás das grades?*, publicado em maio de 2008, expus o engodo que foi a elevação da cotação do Brasil pelas agências “internacionais de risco”. Elas gostam quando o País se alinha às políticas imperiais.

Movidas pelas mesmas considerações discrepantes da lógica econômica, emanadas dos interesses globalitários, essas agências

apontam, agora, tendência de queda na qualidade do risco Brasil (atualmente BBB-), possivelmente para influenciar o quadro eleitoral, em favor de candidatos ainda mais alinhados que a atual presidente à política imperial.

Não que o Brasil não esteja diante de provável crise, mormente em função dos déficits acumulados nas transações correntes com o exterior (já no ritmo anual de US\$ 80 bilhões), mas é de assinalar que chegou a esse ponto exatamente em consequência de ter seguido as políticas pró-imperiais que lhe valeram notas melhoradas das agências de risco, há seis anos.

De fato, quanto maior é a entrada de investimentos estrangeiros, mais se elevam as transferências de recursos para o exterior, que acarretam os déficits de transações correntes.

Como demonstrei no livro *Globalização versus Desenvolvimento* (2ª ed. 2005, 1ª ed. 1998), avaliando as experiências dos principais países desenvolvidos – e a de periféricos, especialmente a do Brasil – o desenvolvimento é incompatível com a abertura indiscriminada da economia e seu controle por capitais estrangeiros.

A desnacionalização da economia brasileira acarretou sua desindustrialização, e fez com que o que sobrou da indústria se especializasse, cada vez mais, em produções baseadas em recursos naturais. Em suma, o País regride tecnologicamente, e isso determina o aumento das transferências para o exterior.

O viés ideológico (de interesses) das agências faz com que elas se mostrem lenientes ao avaliar riscos de países imperiais e os dos que se su-

bordinam à finança oligárquica. Assim, recomendam investir nos países que seguem políticas pró-imperiais, e a desinvestir nos que denotam algum componente nacionalista.

Agem conforme a psicologia da “*self-fulfilling prophecy*”, criando expectativas capazes de levar os participantes do mercado a agir conforme essas expectativas.

Principalmente para os que sabem do poder efetivo das potências financeiras mundiais, as recomendações das agências sinalizam como os governos do sistema imperial pretendem tratar determinados países. Fundam suas previsões numa inversão da lógica dos fatos, mas amiúde produzem o resultado desejado, pelo menos, por algum tempo. Só que, um dia, pode vir um revertério, por se ter incorrido naquela inversão.

A piora atual na situação do Brasil deve-se ao fato de que o ba-

lanço de pagamentos tem sido enganosamente equilibrado por meio da entrada de capitais estrangeiros, não só pelas vantagens de que estes desfrutam em detrimento das empresas nacionais, mas também da política de juros altíssimos para atrair aquele capital, que leva também à taxa de câmbio do real grandemente sobrevalorizada.

Não há problema para a oligarquia financeira anglo-americana que o Brasil venha a ter mais uma das crises externas recorrentes de que sofre em razão do modelo dependente adotado a partir do golpe de 1954.

pe de 1954.

No advento da crise, tudo se desvaloriza no País, e fica ainda mais fácil apossar-se de seus ativos reais, tanto recursos naturais como empresas e tudo mais.

A oligarquia financeira mundial tem feito incríveis manipulações, desde há três anos, para obter o recuo das cotações do ouro, mediante a venda de certificados sem lastro algum na existência física do metal, mesmo diante da proliferação quase infinita de ativos em dólar criados do nada e sem relação com a economia real.

A esse respeito, o papel das agências é ilustrado com a manutenção de altas notas dos EUA, Reino Unido etc., as quais sugerem baixos riscos nessas economias.

Mesmo depois do *downgrading* em 2011, a cotação dos EUA mantém-se altíssima (AA+), e os juros de seus títulos públicos, impressionantemente baixos, diante dos enormes déficits externo e fiscal e da depressão contínua.

Vale lembrar, ainda, as arbitrárias determinações das autoridades reguladoras desses países. Fazem que títulos podres e países em inadimplência deixem de ser considerados em “default”, simplesmente alterando regras de contabilização. Por exemplo, 50% de não pagamento dos títulos gregos deixou de ser considerado “default”.

* É doutor em Economia pela Universidade de Hamburgo e autor do livro *Globalização versus Desenvolvimento*.



Agências de Classificação de Risco: a serviço de uma dívida ilegítima

Rodrigo Avila*

A grande imprensa sempre repercute como um dogma as análises feitas pelas chamadas “agências de classificação de risco” a respeito do país. Se dizem que o país vai “bem”, geralmente isto é visto como algo positivo para o país, e se dizem que a economia vai “mal”, isso sempre é repercutido como algo negativo, e que teríamos de praticar determinadas políticas para corrigir tais “problemas”.

Porém, por trás destas avaliações, realmente estão os interesses do povo? Ou os interesses dos rentistas da dívida pública? Na realidade, quando uma agência avalia um país, ela na realidade, avalia os papéis da dívida daquele país, ou seja, se as políticas econômicas estão permitindo que os juros e amortizações da dívida sejam pagos pelo governo a uma elite de rentistas. Tais agências também avaliam diversos papéis existentes no mercado.

Essas agências possuem ligações bastante estreitas com os bancos privados, razão pela qual fazem suas análises sob o ponto de vista do setor financeiro. Na crise global iniciada a partir de 2008, tais agências foram totalmente desmascaradas, pois avaliaram como “bons” papéis que seriam logo considerados como “lixo”. Essas avaliações equivocadas permitiram que bancos vendessem tais papéis ao público, lucrando trilhões à custa da tragédia alheia. Recentemente, agências têm sido penalizadas na Justiça devido a tais comportamentos.

No caso brasileiro – e de diversos outros governos – as agências de classificação de risco procuram “premiar” as políticas (ou seja, recomendar a compra de títulos públicos) de países que pratiquem políticas que viabilizem o pagamento, em primeiro lugar, da dívida financeira, em detrimento das prioridades sociais, ainda que tais dívidas possuam sérias ilegalidades já provadas por comissões parlamentares.

Constantemente, vemos que a grande imprensa dá grande destaque à manifestação das agências, que não raro enviam representantes ao Brasil – assim como nas missões do FMI – para avaliar nossa economia. Como o “mercado” é insaciável, tais agências sempre incluem em seu receituário o aumento do “superávit primário” (ou seja, a reserva de recursos para o pagamento da dívida), mais reformas neoliberais (como as da previdência), e até mesmo o crescimento econômico, não porque querem mais empregos, mas porque assim o país arrecada mais para poder pagar a dívida.

Já o governo costuma sempre tentar dizer que a dívida estaria sob controle, e não seria um problema para o Brasil. Frequentemente, analistas ligados ao governo dizem que a chamada “Dívida Líquida/PIB” está caindo, tendo passado de 60% do PIB ao final de 2002 para 35% do PIB atualmente. Porém, para calcular a “dívida líquida”, o governo pega a dívida bruta (sobre a qual o país paga juros altíssimos) e subtrai dela diversos ativos possuídos pelo país,



mas que rendem juros irrisórios, tais como as reservas internacionais, empréstimos ao BNDES, e até mesmo recursos do FAT. Caso consideremos a dívida bruta, ela se encontra em mais de 80% do PIB, incluindo-se aí a dívida externa “privada”, que várias vezes na história recente do país já foi assumida pelo Banco Central, que, em última instância, é o responsável por fornecer dólares aos devedores externos “privados”, à custa de juros altos ou acordos com o FMI que impõem reformas neoliberais como a da Previdência.

Segundo o Tesouro Nacional, em 2013 o governo federal gastou R\$ 718 bilhões com juros e amortizações da dívida interna e externa, o equivalente a 40,3% do orçamento federal, o que é absurdo¹.

Outro argumento bastante utilizado para tentar ocultar o problema da dívida é que parte destes 40,3% seria apenas “rolagem” ou “refinanciamento” da dívida, ou seja, o pagamento de amorti-

zações (principal) da dívida por meio da emissão de novos títulos (nova dívida). Portanto, isto seria apenas uma troca de títulos velhos por novos, não representando custo para o país.

Porém, a recente CPI da Dívida realizada na Câmara dos Deputados revelou que grande parte desta “rolagem” ou “refinanciamento” contabilizada pelo governo não representa pagamento de principal, mas sim, o pagamento de juros. Portanto, a capacidade de endividamento do país está sendo utilizada para pagar juros e encher o bolso dos bancos, ao invés de, por exemplo, financiar a melhoria da saúde, educação, transportes etc.

Outro argumento muito utilizado para se tentar ocultar o problema da dívida é o de que um “calote” afetaria todo o povo brasileiro, quando investe no chamado Tesouro Direto, ou quando investe em fundos de investimento de bancos, ou ainda quando participa de algum fundo de pensão, que por sua vez investe em títulos da dívida interna.

Em primeiro lugar, nós, da Auditoria Cidadã da Dívida, não defendemos o calote, mas a auditoria, prevista na Constituição de 1988 (jamais realizada), para que possamos quantificar os efeitos e questionar legalmente as graves e inúmeras ilegalidades desta dívida.

Em segundo lugar, os principais beneficiários da dívida interna são os grandes bancos e investidores nacionais e estrangeiros, pelos seguintes motivos:

a – O chamado Tesouro Direto responde por apenas 0,36% do es-

toque da Dívida Interna (dado de julho/2013)

b – Conforme mostra o gráfico, os principais beneficiários da dívida interna são os bancos (nacionais e estrangeiros) e investidores estrangeiros, que junto com as seguradoras (que também pertencem principalmente aos grandes bancos) detêm 62% do estoque da dívida.

Apesar de muitos alegarem que os recursos dos bancos seriam, na realidade, dos correntistas, cabe ressaltar que grande parte dos valores investidos pelos bancos em títulos da dívida pública é o capital do próprio banco. Além do mais, os correntistas recebem zero de remuneração, enquanto os bancos recebem todo o rendimento de seus títulos públicos.

c – Os fundos de investimento detêm 18% da dívida e também beneficiam grandes investidores. A recente CPI da Dívida na Câmara dos Deputados requereu ao governo dados sobre a distribuição dos grandes e pequenos aplicadores de fundos de investimento, sendo que o Banco Central respondeu que não possui tais informações. Recentemente, a Auditoria Cidadã da Dívida solicitou ao Tesouro Nacional o nome dos detentores de títulos da dívida interna, com o valor devido por cada um. O Tesouro Nacional se negou a responder, alegando que tais informações estariam protegidas por “sigilo bancário”!

Portanto, considerando que, de forma oficial, o governo afirma que não possui – ou não pode fornecer – tais informações, é inadmissível que qualquer pessoa venha a afirmar que a dívida pública beneficie principalmente o povo brasileiro como um todo, por meio dos fundos de investimento. Aliás, quando alguém da classe média faz um investimento nestes fundos, paga elevadíssimas taxas de administração para os bancos.

d – Os fundos de pensão detêm apenas 13% da dívida interna, razão pela qual não são os principais beneficiários da dívida (gráfico 1).

Quando se defende a auditoria, estamos exatamente querendo saber quem são os credores, algo que nem mesmo o governo sabe. E a partir daí, poderíamos saber quem seriam realmente os pequenos aplicadores, para que estes possam ser preservados. Mas isto somente poderíamos saber após fazermos a auditoria.

Muitos também dizem que esta dívida não precisa ser auditada, pois o TCU e outros órgãos já fazem esta auditoria, e não existem ilegalidades. Na realidade, a CPI mostrou que o TCU não analisa a dívida com um todo, mas apenas faz estudos pontuais sobre aspectos muito específicos. A CPI

identificou vários indícios sérios de ilegalidade no endividamento externo e interno, tais como:

- Boa parte da dívida atual decorre da obscura e questionável dívida da ditadura (ou seja, um governo ilegítimo), com cláusulas ilegais e sem documentação;
- Utilização de juros flutuantes, ilegais segundo o Direito Internacional;
- Aplicação de juros sobre juros (“anatocismo”, vedado pela Súmula 121 do STF);
- Pagamento antecipado de parcelas da dívida externa com ágio de até 70%;
- Realização, pelo Banco Central, de reuniões trimestrais com representantes de bancos e outros rentistas, para estimar variáveis como juros e inflação, que depois são utilizadas pelo Copom para a defi-

nição das taxas de juros. Ou seja, é “colocar a raposa para tomar conta do galinheiro”.

- Ausência de contratos e documentos; ausência de conciliação de cifras;
- A grande destinação dos recursos orçamentários para o pagamento da dívida viola os direitos humanos e sociais.

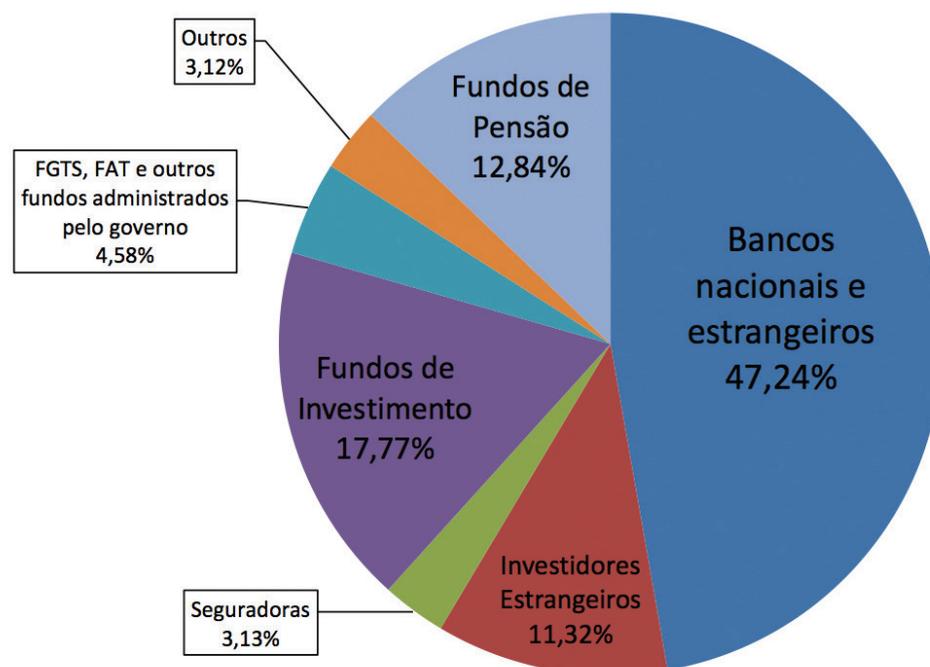
Portanto, é absurdo que o país leve em consideração avaliações feitas por agências de risco, que se importam, na realidade, em encher os bolsos de banqueiros com dinheiro do povo, por meio de uma questionável dívida.

* É economista da Auditoria Cidadã da Dívida (www.auditoriacidada.org.br).

1 Fonte: <http://www8a.senado.gov.br/dwweb/abreDoc.html?docId=2619486>.

GRÁFICO 1

Beneficiários da Dívida Interna (jul/2013)



Elaboração: Auditoria Cidadã da Dívida, tendo como base a tabela disponível em: https://www.tesouro.fazenda.gov.br/images/Anexo_RMD_Julho_2013.zip - Planilha 2.7.

Nota: Incluíram-se as “Operações de Mercado Aberto”, disponíveis na tabela abaixo, que representam dívida do Banco Central com os bancos, conforme comprovado na recente CPI da Dívida Pública na Câmara dos Deputados. <http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/demab/ma201307/NImprensa.zip> - Tabela 11.

O JE publica, a partir desta edição, resumos dos textos vencedores do 24º Prêmio de Monografia Economista Celso Furtado. O trabalho de conclusão de curso de Vinícius Toledo Manhães, graduado pela UFF, foi o primeiro colocado no concurso.

Evolução da densidade industrial dos estados do Sudeste brasileiro: pode-se falar em desindustrialização?

Vinícius Toledo Manhães*

Segundo Oreiro e Feijó (2010), nos últimos anos tem-se observado uma preocupação entre os economistas e o público em geral a respeito de um possível processo de desindustrialização da economia brasileira, seguido por uma tendência à reprimarização das atividades produtivas mais dinâmicas. Alguns autores consideram que, nos últimos vinte anos, estes processos foram provocados pela combinação entre a abertura financeira, a valorização dos termos de troca e o câmbio apreciado.

Para verificar as hipóteses acima, parte-se de uma análise microeconômica da dinâmica industrial dos estados do Sudeste brasileiro, considerada a região mais industrializada do país. Com base na abordagem de sistemas de inovação e na metodologia proposta no TAI (DESAI *et al.*, 2002) e na adaptação feita por Rocha Ferreira (2004) para a análise de sistemas regionais de inovação, propõe-se a construção do indicador denominado Vetor de Densidade Industrial (Tabela 1).

É importante enfatizar, no en-

tanto, que este estudo considera a possibilidade de dois tipos de processos de desindustrialização. Segundo Bresser-Pereira (2008), tal processo pode vir acompanhado por um aumento da participação de produtos com maior conteúdo tecnológico e maior valor adicionado na pauta de exportações, de forma que a desindustrialização possa ser classificada como “positiva”.

Logo, se a desindustrialização vier acompanhada de uma “reprimarização” da pauta de exportações, por um processo de reversão da pauta exportadora na direção de commodities, produtos primários ou manufaturas com baixo valor adicionado e/ou baixo conteúdo tecnológico, pode-se constatar a ocorrência de “doença holandesa”, que nada mais é do que uma “falha de mercado” causada a partir da existência de vantagens comparativas na produção de algum(s) bem(s) primário(s), que levam à desindustrialização devido à especialização neste bem primário, configurando um quadro de desindustrialização negativa.

Um balanço geral entre a evolução dos Vetores de Densidade Industrial durante o período de

2000 a 2010 (Tabela 2) demonstra uma perda geral no Vetor de Densidade Industrial dos estados de São Paulo, Rio de Janeiro e Minas Gerais à custa de um ganho expressivo no Espírito Santo. Embora São Paulo ainda apresente o maior Vetor de Densidade Industrial dentre os estados da região Sudeste, sua liderança caiu consideravelmente entre 2000/2010, visto que o VDI de São Paulo diminuiu quase 0,2 ponto.

O estado do Espírito Santo apresentou o maior desenvolvimento de sua indústria no período analisado, sendo válido destacar a importância da indústria extrativa neste processo. É importante observar o fato de a indústria de transformação capixaba ter entrado em decadência durante o mesmo período, apresentando uma taxa de crescimento anual muito abaixo da média nacional; ressalta-se ainda que o desenvolvimento industrial do Espírito Santo foi acompanhado por uma dinamização da economia da região, que pode ser observada a partir de um aumento de empresas inovadoras no estado. Embora os dados observados apontem para um desenvol-



vimento com foco em indústrias primárias no Espírito Santo, estes mesmos dados demonstram um alto dinamismo industrial e tecnológico, que sugerem o avanço ou amadurecimento do subsistema de inovação.

O estado de Minas Gerais passou por dois momentos diferentes durante o período analisado: até 2005 o estado vivia uma lenta decadência de seu parque industrial e a partir de 2005 até 2010, contudo, Minas Gerais iniciou um impressionante processo de recuperação liderado pela indústria de extração de minerais metálicos.

Os dados observados sugerem que o desenvolvimento da indústria extrativa em Minas Gerais durante 2000 a 2010, ao dinamizar outras indústrias e apresentar um crescimento industrial e tecnológico significativo, teve um efeito semelhante ao observado no Espírito Santo. Ou seja, Minas Gerais parece ter apresentado um desenvolvimento de seu sistema imaturo de inovação entre 2000/2010, antagonizando a hipótese de desindustrialização “maligna”.

O estudo de Rosendo (2008), apoiado na mesma metodologia aqui utilizada, observou um processo de industrialização no Rio de Janeiro de 1996/2005, onde a “expansão dos setores petrolíferos no estado do Rio de Janeiro, ao mesmo tempo em que alavanca o crescimento do conjunto da indústria fluminense, tem contribuído para acelerar a concentração industrial na região, vis-à-vis à ocorrida nos demais estados do Sudeste” (ROSENDO, 2008: p 207). Os dados analisados para o Rio de Janeiro sugerem que não houve nenhuma reversão deste processo.

O estado de São Paulo, por sua vez, apresentou uma tendência à desindustrialização, onde se observou uma perda de participação da indústria em São Paulo acompanhada de um ganho no setor de serviços. Entretanto, o fato de São Paulo ter registrado um au-

Tabela 1 – Vetor de Densidade Industrial.

A	Participação das Empresas
A1	Pessoal ocupado na indústria como proporção da PEA.
A2	Massa salarial da indústria como proporção do PIB estadual.
B	Produção Industrial
B1	Valor de Transformação Industrial (VTI) como proporção do PIB.
B2	Produtividade: (VTI/Pessoal Ocupado (PO)).
B3	Valor de Transformação Industrial do Estado como proporção do Valor de Transformação Industrial Nacional.
C	Exportações
C1	Exportações de produtos e serviços industriais como proporção do PIB.
D	Diversificação Produtiva
D1	Participação relativa do VTI dos três maiores setores da economia regional como proporção do VTI total da indústria.

Tabela 2 - Evolução dos Vetores de Densidade Industrial Durante o Período de 2000 a 2010.

Estados	VDI (2000)	VDI (2005)	VDI (2010)	Variação Densidade Industrial		
				2000/2005	2005/2010	2000/2010
SP	0,792	0,798	0,617	0,76%	-22,68%	-22,10%
RJ	0,224	0,194	0,140	-13,39%	-27,84%	-37,50%
MG	0,382	0,238	0,362	-37,70%	52,10%	-5,24%
ES	0,355	0,375	0,390	5,63%	4,00%	9,86%

mento relativo de empresas inovadoras inferior ao observado no Brasil aponta para uma possível substituição da indústria de transformação por serviços de baixo valor agregado e tecnológico. Desta forma, também não se pode concluir que o processo de desindustrialização paulista seria “positivo”, de acordo com a perspectiva de Bresser-Pereira e Marconi (2008) e Oreiro e Feijó (2010).

A partir da metodologia proposta, verificou-se que, do ponto de vista sistêmico, não se pode falar em desindustrialização por reprimarização para os es-

tados de Minas Gerais e Espírito Santo, visto que ambos apresentaram uma evolução de seus subsistemas de inovação. Entretanto, os estados do Rio de Janeiro e São Paulo têm perdido competitividade e passam por uma desindustrialização que tem afetado negativamente as suas respectivas indústrias e seus subsistemas de inovação. Pensando na região Sudeste como o macro sistema regional de inovação, o fato de tanto os estados do Rio de Janeiro quanto São Paulo (que são responsáveis por mais de 60% da produção industrial

da região) indicarem involução de suas dinâmicas industrial e tecnológica, remete à conclusão, com base no modelo utilizado no período analisado, corroborada pela hipótese de Bresser-Pereira e Marconi (2008) e Oreiro e Feijó (2010), de que se verifica no Brasil a ocorrência de uma desindustrialização negativa.

Orientador: Prof. Dr. Roberto Cezar Rosendo

* É recém-graduado em Ciências Econômicas pela UFF-PUCG-RJ, tendo cursado cinco períodos em Ciência da Computação na UFRJ.

BRESSER-PEREIRA, L.C; MARCONI, N. **Existe Doença Holandesa no Brasil?**. Anais do IV Fórum de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas: São Paulo, 2008.

DESAI, M.; FUKUDA, P.; JOHANSSON, C.; SAGESTI, F. **Measuring the Technology Achievement of Nations and the Capacity to Participate in the Network Age**. Journal of Human Development, v. 3, n. 1, 2002.

OREIRO, J. L; Feijó, C. **Desindustrialização: Conceituação, Causas, Efeitos e o Caso Brasileiro**. Revista de Economia Política, v. 30, n. 2 (118), p. 219-232, 2010.

ROCHA, M. P. e FERREIRA, M. A. **Indicadores de Ciência, Tecnologia e Inovação: Mensuração dos Sistemas de CT&I nos Estados Brasileiros**. Brasília: Ci. Inf., v. 33, n. 3, p. 61-68, 2004.

ROSENDO, Roberto Cezar. **O Sistema de Inovação do Estado do Rio de Janeiro: Impactos da Indústria Petrolífera**. 2008, tese de doutorado, UFF, Niterói, 2008.

Monetarismo

Roberto Fendt*

O monetarismo está particularmente associado com a Escola de Chicago, em particular com os escritos de Milton Friedman e Anna Schwartz. A essa escola de pensamento também pertencem, entre outros, Karl Brunner, Allan Meltzer, David Laidler, Michael Parkin e Alan Walters. Fora do campo estritamente acadêmico, o termo "monetarismo" tem sido utilizado, de forma talvez inapropriada, para descrever todos aqueles que se mostram favoráveis ao livre mercado e à austeridade fiscal e monetária, como o presidente norte-americano Ronald Reagan e a primeira ministra britânica Margaret Thatcher.

O monetarismo é uma escola de pensamento macroeconômico que enfatiza: (1) neutralidade da moeda no longo prazo; (2) não neutralidade da moeda no curto prazo; (3) distinção entre taxas de juros real e nominal; e, (4) papel dos agregados monetários na análise das políticas econômicas.

Neutralidade da Moeda

Diz-se que a moeda é neutra se um aumento (redução) de $x\%$ no estoque de moeda – acima (abaixo) da taxa de crescimento do produto potencial – causa um aumento (redução) do mesmo percentual no nível geral de preços. É importante ter em mente que esse efeito somente se dará após todos os ajustamentos na economia à variação (positiva ou negativa) no estoque de moeda e decorrido o prazo de tem-

po necessário para que esses ajustamentos ocorram – isto é, no longo prazo, definido justamente como o período de tempo necessário para que os ajustamentos ocorram e se completem. Mais importante, quando a moeda é neutra, o aumento do estoque de moeda não provoca qualquer variação sobre variáveis reais, como o PIB real, seus componentes e os preços relativos na economia.

Não há entre os autores associados com o monetarismo qualquer menção de que os ajustamentos mencionados anteriormente sejam imediatos. No curto prazo, isto é, durante o período em que a economia se ajusta ao novo estoque monetário, há efeitos temporários sobre o produto real (PIB), sobre o emprego e sobre a estrutura de preços relativos da economia.

É importante reconhecer que as diferenças entre o curto prazo e o longo prazo dependem em grande medida da velocidade de expansão do estoque de moeda. Estudos conduzidos no Departamento de Economia da Universidade de Chicago, inspirados na obra de Milton Friedman, mostraram que em situações de hiperinflação, como a ocorrida na Alemanha na década de 1920 – definida por Philip Cagan como inflações mensais iguais ou superiores a 50% – os ajustes se dão de forma quase instantânea e verifica-se a neutralidade da moeda em um curto período.

Vale ressaltar que algumas das escolas keynesianas, bem como os economistas filiados à Escola Austríaca, não admitem a neutralidade da moeda, mesmo no

longo prazo. Para essas escolas de pensamento, o principal efeito de mudanças no estoque de moeda é justamente o de afetar preços relativos e, em consequência, agregados reais da economia.



A distinção entre taxas de juros nominais e reais

Desde pelo menos Henry Thornton, no século 19, e Irving Fisher, no início do século 20, reconhece-se a importância das taxas reais de juros na análise da política econômica. As taxas reais correspondem às taxas de juros nominais praticadas no mercado ajustadas para levar em conta a inflação esperada, na medida em que a racionalidade econômica pressupõe que os indivíduos otimizam sua alocação de recursos entre o presente e o futuro, levando em consideração taxas reais de desconto.

Essa distinção é importante dos pontos de vista analítico e prático. Por exemplo, se as ta-

xas de juros são indicadores das condições de mercado e dos rumos da política monetária (apertada ou frouxa), o emprego da taxa nominal – que incorpora a expectativa de inflação futura – pode dar uma indicação equivocada. Contudo, a distinção entre esses conceitos foi negligenciada na análise macroeconômica até que os monetaristas começaram a insistir em sua importância na década de 1950.

É importante ter em mente que as taxas de juros nominais continuam sendo utilizadas como indicadores de política monetária em muitos países, como os EUA e o Brasil. Por exemplo, se a inflação esperada for de 8% e a Selic subir de 5% para 7%, (clara indicação de taxa real de juro negativa), a percepção de aperto monetário é equivocada, visto que o oposto está ocorrendo.

Cabe destacar que, no monetarismo, a hipótese de formação de expectativas adaptativas assume que os agentes não têm como antecipar perfeitamente o valor das variáveis no futuro e que, portanto, eles formulam as expectativas de forma a corrigir os erros de previsão cometidos em períodos passados. Como essa correção é dada por uma fração do erro anterior, esta hipótese é chamada de expectativas adaptativas. O resultado que se obtém é que os agentes, ao corrigirem os seus erros anteriores por uma determinada fração, formulam suas expectativas observando os valores passados da variável, atribuindo pesos maiores para os períodos passados mais próximos. Do ponto de vista do ajuste, isso faz com

que, dado um choque monetário, apenas no longo prazo os erros sejam corrigidos, levando a economia para um equilíbrio de pleno emprego apenas no longo prazo.

Finalmente, o controle de preços para manter baixa a inflação mensurada – mas não a inflação que realmente está ocorrendo – não faz parte do arsenal de instrumentos dos monetaristas. Para eles, controles de preços e salários apenas interferem com o livre funcionamento do mercado e são indesejáveis do ponto de vista econômico como um todo. A distorção do sistema de preços, com controles de toda natureza, afeta negativamente as decisões de investimento das empresas e de consumo e poupança dos indivíduos.

Agregados monetários e a política monetária

Na década de 1940, no debate entre "monetaristas" e "ativistas", Milton Friedman, Allan Meltzer e Karl Brunner advertiram que, do ponto de vista prático, a falta de informações confiáveis necessárias para a condução útil de políticas anticíclicas sugeria que esse tipo de política deveria ser evitado. De fato, os monetaristas sempre enfatizaram sua preferência por regras preestabelecidas de expansão dos agregados monetários em oposição ao manejo discricionário dessa expansão por bancos centrais. Esse foi o ponto de vista defendido por Simons (1936), em trabalho seminal, que expôs o tema como o da contraposição entre "regras de expansão monetária" versus "autoridade", ou "regras" versus "manejo discricionário" na condução da política monetária. Em um dos extremos, a autoridade monetária estaria unificada de plenos po-

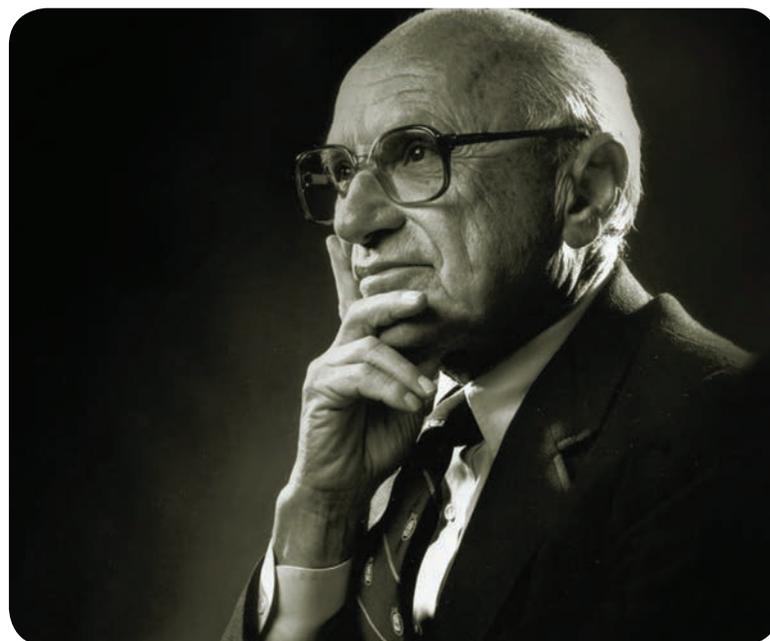
deres para fixar taxas de juros, a taxa de redesconto, o percentual de reservas compulsórias dos bancos e outros instrumentos da política monetária para atingir fins outros que não o controle monetário. No outro extremo, o banco central deveria ter por objetivo único a manutenção do poder de compra da moeda nacional e para isso utilizar como instrumento uma regra de expansão monetária pré-definida.

Vale notar que os principais bancos centrais contemporâneos não seguem as posições extremas, optando, na maioria dos casos, por um regime de metas de inflação em que a variável de controle não é a expansão monetária, mas uma taxa básica de juros fixada pelo banco central.

Política monetária e monetarismo

Milton Friedman defendeu que o estoque de moeda deveria crescer a uma taxa constante, aproximadamente dada pelo produto da elasticidade renda da demanda por moeda e a taxa de crescimento de longo prazo do PIB. Essa regra implicava, então, para os Estados Unidos, uma taxa de crescimento anual da ordem de 3% a 5%. Brunner e Meltzer também favoreceram regras de expansão monetária com algum ajuste para levar em conta as condições gerais da economia.

Um aspecto importante na discussão das regras de expansão monetária foi levantado por Friedman (1968), que desenvolveu a hipótese aceleracionista da inflação ou, se quiserem outra denominação, da taxa natural de desemprego. De acordo com essa hipótese, não existe no longo prazo um *trade-off* entre inflação



Milton Friedman

e desemprego, o que equivale a dizer que a Curva de Phillips de longo prazo é vertical. Se assim for, aumentar a expansão monetária para reduzir o desemprego apenas acelera a inflação, sem efeito real de longo prazo no mercado de trabalho – consequência natural da hipótese da neutralidade da moeda no longo prazo. Friedman utilizou essa relação empírica em favor de sua tese de expansão monetária a taxa fixa. O mesmo argumento foi simultaneamente desenvolvido pelo economista keynesiano Edmund Phelps, que viria posteriormente a ser agraciado com o Prêmio Nobel de Economia.

Política monetária "pós-monetarista"

O debate iria ressurgir em roupagem mais moderna na década de 1970 com a chamada "regra de Taylor", o novo paradigma da política monetária contemporânea. A regra de política monetária sugerida por Taylor (1993) estipula quanto o banco central

deve alterar a taxa nominal de juro em resposta aos desvios da inflação e do PIB em relação às suas metas respectivas, ou em reação a outras condições econômicas. O "princípio de Taylor", consistente com a regra, estipula que para cada ponto percentual de variação na inflação esperada o banco central deve aumentar a taxa nominal de juros por mais de um ponto percentual.

Regras do tipo da sugerida por Taylor tornaram-se o padrão para as políticas monetárias introduzidas em modelos macroeconômicos produzidos por muitos bancos centrais. Esses modelos têm sido utilizados tanto para explicar como as políticas monetárias foram seguidas no passado quanto como devem ser seguidas no futuro. De fato, tornaram-se as referências para esses exercícios.

Pela simples enunciação da regra de Taylor fica claro que, primeiro, o objetivo da regra é nortear a atuação dos bancos centrais no mercado, tendo por instrumento a taxa nominal de juros, em lugar da taxa real. Segundo, a

regra considera outros fatores não contemplados pelos monetaristas "clássicos".

Finalmente, conforme apontou Orphanides (2001 e 2003), a evidência empírica por ele analisada mostrou que a falta de informação em tempo real conduziu aos mesmos problemas apontados por Friedman, Allan Meltzer e Karl Brunner. O banco central moderno não é capaz de processar as informações em tempo real necessárias para tornar a regra aplicável na prática. De fato, se a regra tivesse sido aplicada na chamada Grande Inflação nos EUA da década de 1970, seus resultados teriam sido piores que os obtidos pela sabedoria convencional utilizada pelo Federal Reserve na época.

Conclusão

No livro seminal Friedman e Schwartz (1963) mostram que a atuação do Federal Reserve, o banco central dos EUA, foi a principal causa da Grande Depressão nos Estados Unidos. O monetarismo ganhou proeminência na década de 1970 ao reduzir a inflação, tanto nos Estados Unidos como no Reino Unido.

O monetarismo sustenta que a oferta de moeda é o principal determinante do nível de preços no

longo prazo. A política monetária afeta o desempenho da economia e usa instrumentos como a taxa de juro – a Selic, no caso brasileiro – para ajustar a oferta de moeda da economia. Os monetaristas acreditam que a melhor política monetária consiste em procurar atingir uma meta para a taxa de expansão da oferta de moeda.

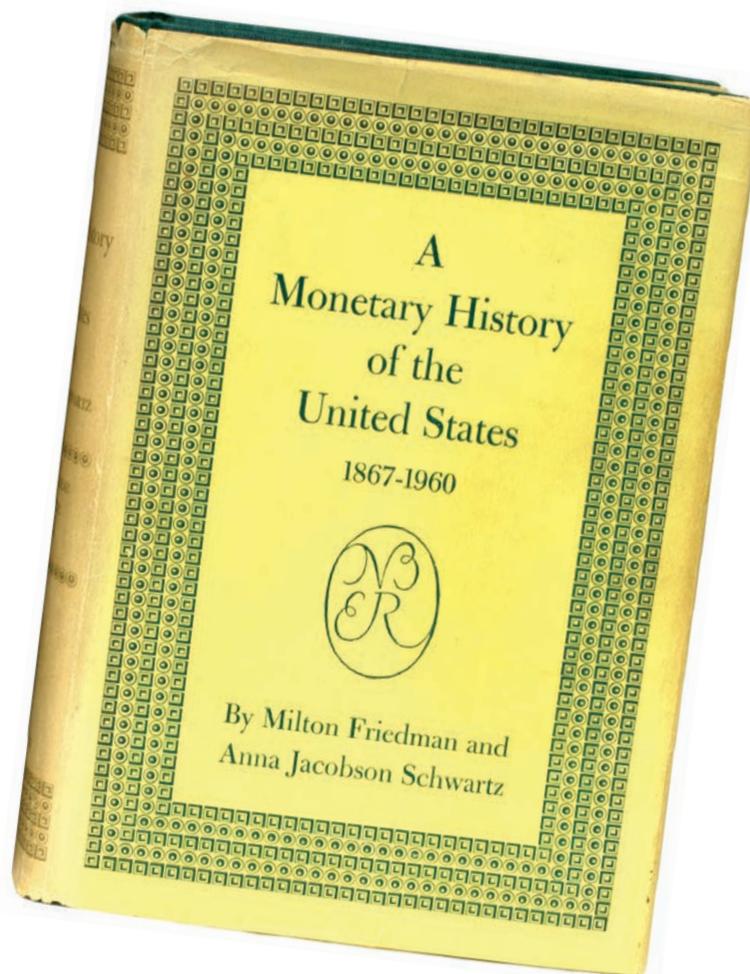
A teoria quantitativa é a base do monetarismo e, como visto, suas principais prescrições são as seguintes: (1) neutralidade da moeda no longo prazo; (2) não neutralidade da moeda no curto prazo; (3) regra de crescimento constante do estoque de moeda como fundamento da política monetária; e (4) flexibilidade da taxa nominal de juro para permitir ajustes no mercado de crédito diante de mudanças na taxa esperada de inflação.

Após sua proeminência na década de 1970, o monetarismo perdeu essa importância nas décadas seguintes, em consequência da perda de capacidade de mudanças na oferta de moeda para explicar adequadamente, tanto como antes, o comportamento dos preços nos EUA, seu principal centro de irradiação. Apesar dessa perda de proeminência, o monetarismo continua influenciando os banquei-

ros centrais contemporâneos. No jantar de aniversário dos 90 anos de Friedman em 2002, Ben Bernanke, depois *chairman* do Federal Reserve americano, afirmou que "Milton Friedman e Anna Schwartz estavam certos com relação à Grande Depressão". E, "graças a vocês, não repetiremos

o erro do passado". E assim procedeu, reduzindo as taxas de juros no episódio da Grande Recessão iniciada em 2007 e evitou que o mundo vivenciasse novamente os horrores da Grande Depressão.

*Diretor executivo do Centro Brasileiro de Relações Internacionais – Cebri.



Bibliografia

- FRIEDMAN, M. *Capitalism and Freedom*. University of Chicago Press, 1962.
- FRIEDMAN, M. Nobel Lecture: Inflation and unemployment. *Journal of Political Economy*, Vol. 85, p. 451-472, 1977.
- FRIEDMAN, M. *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*. Chicago: Aldine, 1969.
- FRIEDMAN, M. The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, Vol. 58, p. 1-17, 1968.
- FRIEDMAN, M., SCHWARTZ, A. J. *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton University Press, 1963.
- ORPHANIDES, A. Monetary policy rules based on real-time data. *American Economic Review*, 91(4), 964-985, 2001.
- ORPHANIDES, A. The quest for prosperity without inflation. *Journal of Monetary Economics*, 50(3), p. 633-663, 2003.
- SIMONS, H. C. Rules versus authorities in monetary policy. *Journal of Political Economy*, Vol. 44, p. 1-30, 1936.
- TAYLOR, J. B. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, p. 195-214, 1993.

Eleição para renovação do 2º Terço

■ A eleição para renovação do 2º Terço do Plenário do Corecon-RJ acontece em 28 de outubro, no período de 9h às 18h. O local de votação é a sede do Conselho, na Avenida Rio Branco, 109, 19º andar, Centro. Os economistas também podem votar por meio do envio do material de votação que foi encaminhando para suas residências. Somente serão computados os votos postados via Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos com os envelopes padronizados encaminhados à Caixa Postal do Corecon-RJ e recebidos antes do encerramento dos trabalhos de votação.

Chapa única – “Novos Desafios”

Conselheiros efetivos:
 Antônio dos Santos Magalhães
 Gilberto Caputo Santos
 Jorge de Oliveira Camargo

Flavia Vinhaes Santos
 Miguel Antonio Pinho Bruno

Delegado eleitor efetivo:
 João Manoel Gonçalves Barbosa

Conselheiros suplentes:
 André Luiz Rodrigues Osório

Delegado eleitor suplente:
 Sidney Pascoutto da Rocha

Agenda de cursos

Macroeconomia

8 de outubro a 26 de novembro de 2014
 Segundas e quartas - 18h45 às 21h45. Carga horária: 45 horas

Professor Carlos Maximiliano do Rêgo Monteiro

Economista da BR Distribuidora. Professor na pós-graduação em Engenharia Econômica da Uerj. Professor de vários cursos no Corecon-RJ desde 2005. Professor de preparatórios para concursos no Rio de Janeiro.

O curso destina-se aos interessados em revisar conhecimentos de Macroeconomia de forma mais concisa para o exame da Anpec (Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia). Prepara também para concursos públicos, notadamente Banco Central, BNDES e Petrobras. O curso será desenvolvido a partir de aulas teóricas e resolução de questões extraídas de concursos públicos recentes e do exame da Anpec. Turma de no mínimo 22 alunos.

Estatística descritiva e inferencial

3 de novembro a 3 de dezembro de 2014
 Segundas e quintas - 18h45 às 21h45
 Carga horária: 30 horas

Professor José Fernando Gonçalves

Estatístico. Gerente de projetos especiais do IBGE. Professor da ESAF (Escola de Administração Fazendária) desde 2001. Há 12 anos, professor da graduação em Matemática, Engenharia, Contabilidade e Administração da Universidade Gama Filho e da pós-graduação de Engenharia.

O curso é direcionado a economistas, profissionais de capitais e financeiros, administradores, contadores, engenheiros de produção, consultores de empresas, estudantes e demais interessados na área de decisão. Serve de subsídio para estudos preparatórios para concursos públicos, especialmente nas áreas de Economia, administração financeira e de análise de projetos. Conteúdo programático: introdução à estatística, probabilidade, variável aleatória, variável aleatória contínua, distribuição amostral e estimação. Turma de no mínimo 22 alunos.

Planejamento Econômico Avançado

13 de novembro a 2 de dezembro de 2014. Terças e quintas - 18h45 às 21h45
 Carga horária: 15 horas

Professor Thiago Moraes

Economista da Petrobras. Mestre em Economia pela UFRJ. Professor de Macroeconomia do curso preparatório para Anpec.

O curso discute formas de quantificação dos cenários prospectivos, abordando alguns modelos matemáticos e estatísticos que podem ser utilizados com este propósito. Com vistas à quantificação das variáveis econômicas discutidas nos cenários desenvolvidos para a economia brasileira nas duas aulas iniciais, faremos uma revisão acerca dos conceitos e definições dos dados macroeconômicos disponibilizados pelo Sistema de Contas Nacionais Brasileiro, divulgado pelo IBGE. Em seguida, faremos exercícios de quantificação, a partir dos quais os alunos poderão compreender de que forma, e em que magnitude, as hipóteses e/ou premissas assumidas nos cenários podem afetar a trajetória de crescimento da economia brasileira como um todo. Estes últimos exercícios estarão baseados na utilização de técnicas de insumo-produto. Pré-requisito: ser economista registrado ou bacharel em Economia.

Atualização em Economia: preparatório para o exame da Anpec

Fevereiro a setembro de 2015
 Segunda a sexta - 18h30 às 22h. Sábados – 9h às 12h. Carga horária: 521 horas

O objetivo do curso é atualizar os conhecimentos dos economistas ou fornecê-los para os profissionais de outras áreas que almejam ingressar nos cursos de mestrado em Economia oferecidos pelos centros acadêmicos que compõem a Anpec (Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia). Veja www.anpec.org.br.

Uma parte significativa dos alunos que frequentam este curso não faz a prova da Anpec, mas sim concursos públicos para instituições governamentais de administração direta e indireta. Há também aqueles que participam do curso com o objetivo de melhorar o desempenho no trabalho.

O índice médio de aprovação em centros de pós-graduação pelos alunos do curso que prestaram o exame da Anpec é superior a 85%. O histórico do curso também aponta que muitos alunos conseguem aprovação em concursos públicos para diversas instituições.

Prezado(a) economista,

Um cadastro atualizado é uma importante ferramenta de comunicação entre você e o Conselho. Solicitamos a colaboração no sentido de sempre nos informar as mudanças de, por exemplo, e-mail, endereços residencial e comercial, telefones fixo e celular etc. A atualização pode ser feita por meio dos seguintes canais:

- 1) Site do Corecon/RJ: www.corecon-rj.org.br, no link “atualize seus dados cadastrais”.
- 2) Telefones: 2103-0113; 2103-0114; 2103-0115; 2103-0116; 2103-0130; 2103-0131.
- 3) E-mails: thiago@corecon-rj.org.br; karina@corecon-rj.org.br; silvia@corecon-rj.org.br; carla@corecon-rj.org.br; claudio@corecon-rj.org.br; samuel@corecon-rj.org.br; registro@corecon-rj.org.br. *Secretaria de Registro – Corecon-RJ*