

OS MELHORES ERROS

João Sayad*

1. Introdução

No aniversário do BNDES e no momento de mais uma crise financeira, é obrigatório reavaliar os paradigmas que têm orientado as políticas de financiamento nas últimas duas décadas.

O período atual, chamado de globalização financeira, sucede o período batizado de “repressão financeira”.

Durante o período de “repressão”, os mercados financeiros enfrentavam regulamentos que impunham tetos às taxas de juros, as taxas cambiais eram fixas e a mobilidade financeira entre países, muito reduzida. A globalização financeira, que se inaugurou nos anos 80, é caracterizada por taxas de juros positivas em termos reais, mobilidade internacional de capitais e taxas cambiais flutuantes.

Historiadores prematuros e jornalistas correm o risco do ridículo. Os editoriais do *The Time* de Londres, por exemplo, receberam a invenção do trem com escárnio e descrédito. Entretanto, a tarefa de criticar o presente e compará-lo com o passado é obrigatória neste aniversário, e em face à crise financeira por que passa a economia brasileira.

O trabalho está organizado da seguinte maneira: na próxima seção, explicitamos os paradigmas teóricos que orientam as críticas e a apologia da globalização financeira. Em seguida, apresentamos quais são as características de performance desejáveis para o sistema de financiamento de uma economia subdesenvolvida, como a brasileira – o adjetivo subdesenvolvido pertence ao paradigma do passado.

* Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo – FEA/USP.

Argumentamos que o período de globalização financeira, de forma geral, e o período de correção monetária, no caso especial do Brasil, foram exageradamente favoráveis aos ativos financeiros, em detrimento dos investimentos produtivos.

O argumento está apresentado na quarta seção, que discute a utilização da correção monetária em ativos financeiros, e na quinta seção, que analisa a dolarização das economias latino-americanas.

A última seção apresenta as conclusões: o mercado financeiro comete erros assim como outros sistemas de decisão sobre investimentos. Os erros típicos do período de “repressão”, que, em geral, são períodos de inflação e nível alto de emprego, são erros que chamamos de reais, enquanto os erros típicos do período de globalização e mobilidade financeira, período marcado por inflação baixa e desemprego, são erros nominais.

2. Os paradigmas explicitados

A proposta de liberalização financeira, o aumento das taxas de juros e a maior liberdade de movimentação internacional de capitais decorrem de duas hipóteses teóricas.

A primeira é a de que as taxas de juros incentivam a poupança e, daí, que taxas elevadas atraem as poupanças de países ricos para países pobres.

Cinqüenta anos depois de a *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda* ter explicado a taxa de juros como fenômeno nominal, nos anos 80, ela volta a ser vista como fenômeno real, decorrente da oferta de poupanças e da demanda de investimentos. A questão não tem solução. Economistas sempre se dividiram em torno do tema.

O mercado financeiro não transaciona com poupanças, isto é, com fluxos de recursos reais não consumidos nem investidos. Transaciona e emite ativos financeiros, que são estoques de reservas de valor, representantes gerais de riqueza.

O estoque de reservas de valor transacionado nos mercados financeiros é maior quantitativamente do que o fluxo anual de poupanças. Assim, preços e taxas de retorno são determinados num mercado de estoques, e não num mercado de fluxos. O tamanho – dos fluxos de poupança e de investimento – é pequeno relativamente ao estoque e, por isto, poupança e investimentos são artistas coadjuvantes, e não pro-

tagonistas principais na determinação de juros, preços e rentabilidade dos ativos financeiros.

O período de globalização financeira baseia-se em excesso de oferta de dólares nos mercados financeiros internacionais, que aparece desde o início do mercado de eurodólares nos anos 60, não em excesso de poupanças. Este mercado surge como o resultado de dois fatores: o excesso de oferta de dólares e as regulamentações do mercado financeiro americano.

Nas últimas duas décadas, a economia americana tem apresentado significativos déficits em transações correntes, ou seja, taxa de poupança negativa. Assim, a mobilidade de capitais entre países não se justifica em termos de excesso de poupança, mas ao contrário, na liderança da economia americana, capaz de comprar ativos reais em outros países do mundo, em função da qualidade da moeda e dos ativos financeiros que emite.

Em segundo lugar, o período de liberalização financeira rejeitou as críticas keynesianas sobre o funcionamento do mercado de capitais. Os keynesianos tinham visão crítica sobre o funcionamento do mercado de capitais, que tomaria decisões a partir de um processo de adivinhação de terceiro grau, ou seja, o qual os aplicadores tentam adivinhar a aplicação que outros aplicadores acham mais rentável, sendo que os outros pensam da mesma forma. Assim, preços e rentabilidade seriam determinados por processo de adivinhação de terceiro grau.

Para os defensores da liberalização financeira, o mercado de capitais é eficiente e os preços das ações e dos ativos financeiros em geral refletem todas as informações disponíveis.

Recentemente, a teoria dos mercados de capitais eficientes foi rebatida. O mercado escolhe entre diversas alternativas, levado por informações compartilhadas, e segue o comportamento típico de rebanho.

As ondas de investimentos nas economias do Sudeste da Ásia, depois nas economias da antiga União Soviética, na “nova economia” americana e europeia e, finalmente, na América Latina – onde as diversas economias regionais eram batizadas de “bola da vez”, no sentido positivo ou negativo – indicam claramente o papel da moda e da informação consensual no processo de formação de preços desses mercados.¹

¹ Shiiller, Robert J. *Market Volatility*. Cambridge, MIT Press, 1999.

Finalmente, moeda e ativos financeiros podem ser substitutos mais ou menos próximos para investimentos em ativos reais, que determinam o ritmo de atividade econômica e o emprego.

Em períodos de liberalização financeira, moeda e ativos financeiros tornam-se substitutos próximos para investimentos reais. Em períodos de repressão financeira, moeda e ativos financeiros são substitutos menos próximos de ativos reais, e a moeda corre o risco de ter suas funções reduzidas à de meio de pagamentos.²

A relação entre o pensamento econômico dominante e a economia real é contraditória. Em períodos de liberalização financeira, ou de pensamento de extração clássica, a moeda é considerada uma mercadoria como outra qualquer. Nestes mesmos períodos, entretanto, as taxas de juros reais são, em geral, mais elevadas, o desemprego é maior, e a moeda e ativos financeiros se transformam em reserva de valor, que concorrem com os investimentos. A moeda e os mercados financeiros se comportam como os keynesianos supõem que se comportem.

Em períodos de repressão financeira, ou de predomínio do pensamento keynesiano, a inflação tende a ser maior, e a moeda assume o papel de meio de pagamento, uma mercadoria como um vale transporte, ou um passe escolar. A moeda se comporta, nestes períodos, como os clássicos e os monetaristas supõem que se comporte, ou seja, apenas como um véu por sobre a economia real.

A situação é análoga ao problema da observação na mecânica quântica. A observação de uma partícula percebe-a como se ela fosse uma onda, e a observação de uma onda percebe-a como se ela fosse uma partícula. O observador altera a natureza do fenômeno observado, enquanto que em economia, a política econômica altera a hipótese que a justificou.

Historiadores e economistas têm a falsa impressão de que o movimento entre períodos de repressão e liberalização financeira resulta das proposições teóricas que animam a polêmica da academia e dos seminários. Mas neste, como em outros casos, as idéias não caem do céu, nem mudam a seu bel-prazer.

Na realidade, a oscilação entre os dois paradigmas pode ser vista prioritariamente como característica essencial da moeda e dos ativos

² Tobin, James. "Money, Capital and Other Stores of Value". *American Economic Review* (Papers and Proceedings), 51, May 1961.

financeiros. Períodos de repressão, isto é, de regulamentações sobre juros e mobilidade financeira, criam imediatamente os incentivos para o processo de “inovação financeira”, que, muitas vezes, vem a ser simplesmente a estratégia para, obedecendo formalmente às leis, aproveitar as oportunidades de arbitragem e ganho excepcional decorrente da própria regulamentação. O crescimento do mercado de eurodólares, nos anos 60, foi um bom exemplo deste movimento.

Noutros períodos, a liberalização financeira acaba gerando movimentos de concentração de aplicações, processos especulativos e crises, que criam a necessidade de restabelecer regulamentações. O período de repressão financeira posterior à Segunda Grande Guerra foi a reação natural à turbulência financeira do período anterior, desde a hiperinflação, na Alemanha e outros países da Europa Oriental, até as políticas protecionistas e desvalorizações competitivas da grande depressão de 30.

As questões relevantes neste ano de 2002 são saber se chegou o momento de mudar a configuração do mercado financeiro e se a nova configuração será uma síntese ou apenas outro movimento pendular de repetição.

3. Critérios de performance para sistemas de financiamento em países subdesenvolvidos

Os países em desenvolvimento se caracterizam pela cisão da economia e da sociedade em dois segmentos. Uma parcela pequena da população concentra a maior parte da renda, enquanto a maior parte vive na pobreza. Um setor da economia é moderno, industrializado e integrado à economia mundial, enquanto outro setor é excluído, dedica-se a atividades produtivas informais ou de baixo valor agregado. O desemprego é marca estrutural destas economias, agravado pelo desemprego conjuntural dos últimos vinte anos de baixo crescimento.

As necessidades de financiamento nestas economias referem-se a investimentos públicos (educação, investimentos em infraestrutura, urbanização e desenvolvimento de áreas deprimidas), a investimentos cuja taxa de retorno privado é significativamente menor do que a taxa social de retorno (indústria infante, novas tecnologias e mercados inexistentes). Ou a investimentos para tomadores excluídos do mercado, ou, então, investimentos para tomadores de empréstimos que não apresentam renda ou garantias adequadas (investimento habitacional, por exemplo).

O sistema de financiamento destes países deve ser avaliado em função de como ele distribui financiamentos relativamente à distribuição corrente de riqueza. Terá uma performance menos atraente se exigir parcela maior de garantias e colaterais, pois, neste caso, estará distribuindo a nova riqueza em proporção muito parecida com a distribuição de riqueza atual.

Economias caracterizadas por alta concentração de renda, como a brasileira, tendem a ter taxa elevada de formação de poupanças. Se modificássemos, por exemplo, a definição da contabilidade social, que inclui juros pagos como parte do consumo do governo federal, assim como muitas despesas correntes, que poderiam ser consideradas como gastos de investimentos (salários de professores, no caso de educação assim como gastos de saúde), poderíamos concluir que o setor público brasileiro contribui positivamente para a formação da poupança e do investimento nacionais.

Da mesma forma, excluindo os pagamentos de juros, o saldo da conta de transações correntes da economia brasileira seria bem maior. Assim, um país como o Brasil não seria caracterizado como importador de poupanças, mas, ao contrário, em muitos períodos, como exportador líquido de poupanças para o resto do mundo.

A elevada participação das despesas com juros, tanto no setor público como nas contas externas, deve ser debitada às desvantagens relativas das reservas de valor ou dos ativos financeiros domésticos, isto é, que se regulam pela legislação brasileira e cujos contratos se apóiam no sistema jurídico nacional, ao invés de ser tomada como indicador da exigüidade da formação de poupanças na economia nacional.

Moedas e ativos financeiros de países subdesenvolvidos concorrem em desvantagem com moedas e ativos financeiros dos países líderes da economia mundial. Representam cesta de produtos menos diversificada do que o dólar ou o euro, e estão regulados por sistemas jurídicos de países com organizações políticas menos estáveis.³

Não estamos nos referindo, aqui, à falta de competitividade decorrente da forma de organização do sistema financeiro nacional. Ao contrário, o sistema financeiro nacional desenvolveu-se em termos de pro-

³ O argumento é devido ao mesmo professor Mac Kinnon em artigo anterior, a saber, "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, vol.53, pp.717-724, e reproduzido em Cooper, RN (ed) *International Finance*. Penguin Modern Economics Readings: Maryland, 1969.

ditos e tecnologia de forma surpreendente, quando se compara este setor com outros países do mundo.

As desvantagens dos ativos financeiros nacionais decorrem de características estruturais da economia: seu caráter subdesenvolvido, a natureza do Estado, e o longo convívio com altas taxas de inflação.

No período imediatamente posterior à Segunda Grande Guerra – período de repressão financeira –, estas dificuldades eram menos evidentes, devido à baixa mobilidade internacional de capital e às regulamentações impostas ao setor, que limitavam taxas de juros e proibiam a propriedade de ativos financeiros em moeda estrangeira.

O resultado das limitações impostas pela regulamentação corroía o caráter de reserva de valor aos ativos financeiros nacionais, que, com prazos e rentabilidade menores, passavam a cumprir apenas a função de meios de pagamento.

Neste período, os investimentos em terra e imóveis passaram a cumprir as funções de reserva de valor, como aconteceu em economias européias antes da Revolução Industrial.⁴

Mais tarde, com o crescimento da mobilidade financeira entre o Brasil e outros países do mundo, os ativos financeiros domésticos, que poderiam ser utilizados para financiar investimentos públicos e privados do país, sofreram a desvantagem de ter liquidez menor do que os ativos internacionais, ficam sujeitos à perda de valor real, por causa da inflação, e representar poder de compra sobre um conjunto de bens, que perdeu em diversidade e tamanho quando comparado a ativos internacionais.

O desenvolvimento do mercado financeiro nacional refletiu estas dificuldades e as soluções propostas para contornar estes obstáculos. Conhecemos, então, no período posterior a 1964, a difusão da correção monetária e, depois de 1990, especialmente depois de 1994, a globalização financeira e a dolarização.

Vamos argumentar, neste trabalho, quais os mercados financeiros do Brasil que oscilaram entre duas situações. Antes de 1964, as regulamentações impostas às taxas de juros, à inflação e às regulamentações em geral impediam os mercados financeiros de oferecer financiamento suficiente para os investimentos domésticos. Estes eram financiados ou

⁴ Sayad, J. “Preço da Terra e Mercados Financeiros”, em *Pesquisa e Planejamento Econômico* 8/1971. Ver também sobre o preço da terra, o Capítulo 17 de *Teoria geral do emprego, do juro e da moeda*.

através de fundos e programas governamentais extremamente controlados, e muitas vezes subsidiados, ou através de empréstimos de prazo curto e inadequado.

Depois de 1964, a redução da taxa de inflação e, especialmente, a introdução da correção monetária criaram ativos financeiros exageradamente atrativos para os aplicadores líquidos de recursos, mas extremamente caros e ainda de prazo inadequado para os investidores.

A partir de 1990, particularmente em 1994, com a crescente mobilidade financeira internacional, as taxas de juros nacionais assumiram valores extremamente elevados e os financiamentos em dólar passaram a ser dominantes.

Em suma, o mercado oscila entre períodos de regulamentação excessiva e taxas de juros muito baixas, favorecendo investimentos reais em detrimento dos aplicadores em ativos financeiros, e períodos de favorecimento exagerado aos aplicadores, quer através da correção monetária, quer através da dolarização em períodos recentes.

A oscilação entre estas duas situações não é peculiar ao Brasil. Se analisarmos o mundo financeiro antes e depois de 1980, o mesmo movimento pendular está presente.

Parece que os mercados financeiros não conseguem atingir um ponto de equilíbrio entre as duas situações, um ponto que atenda aos objetivos dos aplicadores em ativos financeiros e forneça, ao mesmo tempo, financiamento adequado aos investimentos produtivos.

As próximas seções analisam esta oscilação considerando, primeiro, o período da correção monetária, e depois, o período de dolarização da economia.

4. A correção monetária

Nos anos imediatamente anteriores à revolução de 1964, quando a inflação crescia rapidamente, o diagnóstico corrente afirmava que o problema inflacionário resultava antes da forma do financiamento do déficit público, do que do tamanho do déficit propriamente dito⁵.

O prazo de financiamento da dívida pública não podia ser alongado, devido à inflação. Assim, a solução era proteger a arrecadação de im-

⁵ Delfim Neto et al. *Alguns aspectos da inflação brasileira*, S. Paulo: Anpes, 1967.

postos, em primeiro lugar, e a dívida pública, logo em seguida, por cláusulas de correção monetária. A partir daí, a correção monetária se difundiu para quase todos os preços e na medida exata da mobilidade de cada ativo considerado: primeiro, para as taxas de juros domésticas, depois, para o câmbio, em seguida, para o financiamento habitacional e, no final do período, isto é, de 1980 em diante, saindo da esfera dos ativos e chegando aos salários.

É interessante observar que a possibilidade de estabelecer a correção monetária como mecanismo de proteção depende da hipótese de que a inflação seja fenômeno neutro, ou seja, de variação conjunta, e mais ou menos harmônica, dos diversos preços da economia, em decorrência da desvalorização da moeda. Sob este ponto de vista, a idéia de correção monetária se baseia na visão clássica da moeda, isto é, na visão de que a moeda seria apenas meio de pagamento, um véu que encobriria os preços relativos, ou reais, da economia, os quais, mais cedo ou mais tarde, acabariam por chegar a níveis de equilíbrio.

Assim, o mundo “real” poderia ser separado do mundo “nominal”, e a correção monetária protegeria ativos financeiros, reservas de valor e contratos.

Se a inflação tivesse esta característica de fenômeno essencialmente nominal, como a inflação que se difundiu pela Europa no século XVI depois das descobertas de minas de ouro pela Coroa Espanhola, a correção monetária seria um mecanismo adequado de proteção dos ativos financeiros.

Entretanto, pesquisas sobre a economia brasileira e americana mostram que a inflação média, medida por índices de preços, é sensivelmente maior do que a inflação modal, isto é, a da variação de preços observada para a classe de maior frequência de aumento de preços. Assim, quando a inflação medida por um índice de preços qualquer é da ordem de 20% a.a., a maior parte dos preços está subindo a taxas menores, da ordem de 16% a.a., enquanto alguns poucos preços estão subindo a taxas de até 30% a.a.⁶.

Além disto, o desvio padrão do índice de preços cresce mais do que proporcionalmente quando a inflação é maior. Assim, quando a infla-

⁶ Sayad, J. “Notas sobre a dinâmica da inflação”. IPE, Trabalhos de discussão interna, 1982; e “Notes on Rural Credit and the Real Rate of Interest”, IPE, Trabalho de Discussão Interna, 1981.

ção é de 20% ao ano, o intervalo de confiança de variação de preços se estende de 16 % a 24% ao ano. Quando a inflação assume um nível maior, da ordem de 100% a.a., por exemplo, o intervalo de confiança assume valores 80% a 120%.

Não se trata apenas de curiosidade estatística sobre a propriedade das medidas de inflação. Quando a correção monetária é utilizada para corrigir contratos e ativos financeiros, ela transforma ativos financeiros em investimentos de rentabilidade e garantia maior do que os investimentos reais.

Em outras palavras, dificilmente um setor ou uma empresa conseguirá pagar taxas de juros reais acrescidas de correção monetária. Isto porque a variação nos preços do produto da empresa que tomou empréstimo com correção monetária dificilmente atingirá a variação média medida no índice de correção.

Suponha que estejamos num mês qualquer do ano de 1981. A inflação medida nos seis meses anteriores foi influenciada pela variação significativa do preço da gasolina, e, para tornar o exemplo histórico e pitoresco, pela variação do preço do chuchu, que desapareceu do mercado por falta de chuvas, e cujo preço coletado para o produto inexistente subiu 100%. Assim, a inflação naquele semestre de 1981 atingiu o valor de 50%.

Qual a probabilidade de que o preço do produto do tomador de empréstimo em questão tenha subido com a mesma velocidade? Para atingir este valor, o tomador de empréstimo com correção monetária tem duas possibilidades: ou ele produz um conjunto de produtos na mesma proporção dos produtos que constam do índice de preço, ou tem muita sorte de se incluir entre aqueles cujos produtos se elevaram acima da média, um produtor de chuchu ou um exportador de petróleo.

O resultado da aplicação da correção monetária para os ativos financeiros foi que poucos tomadores conseguiram cumprir, no longo prazo, com as obrigações dos empréstimos. As dificuldades dos empréstimos habitacionais foram acomodadas por mudanças das regras e constituição do Fundo de Compensação de Variações Salariais, em esqueleto daqueles tempos, que ainda não saiu do armário. As dificuldades dos tomadores de empréstimos do BNDES foram resolvidas pelo estabelecimento de teto de 40% para a correção monetária daqueles empréstimos. O único tomador de recursos que conseguiu honrar os compromissos corrigidos monetariamente foi o Tesouro Nacional.

A experiência da correção monetária, que se iniciou em 1964, durou, portanto, 30 anos, transformando a moeda nacional, o cruzeiro, em

meio de pagamento e os índices de preços na verdadeira moeda nacional, com as funções de unidade de conta e reserva de valor.

A tentativa de tornar ativos financeiros domésticos mais atraentes acabou exagerando na proteção contra a inflação. Mesmo assim, o prazo médio de vencimento da dívida pública nacional nunca atingiu mais do que dois ou três anos e, mesmo assim, com mecanismos auxiliares como garantias de liquidez dadas pelo Banco Central, ou garantias contra variações de juros, como no caso das LFTs⁷.

Os ativos financeiros criados pelo governo acabaram se tornando ativos com características dominantes em termos de liquidez e rentabilidade, quando comparados a outros.

Estas observações sobre a correção monetária permitem concluir também que a taxa de juros nominal fixada, levando-se em conta a taxa de inflação projetada, acaba produzindo taxa real de juros excessiva para a maioria dos setores de qualquer economia.

5. O período de globalização financeira

As economias latino-americanas estão na área de influência do dólar. Da mesma forma que a elevação dos juros americanos durante a administração Reagan gerou a crise da dívida externa em 1980, o crescimento da oferta internacional de dólares, a partir dos anos 1990, permitiu que todas as economias da região utilizassem a taxa cambial como mecanismo de redução drástica da taxa de inflação.

Com raras exceções, todos os países latino-americanos passam por períodos de grandes déficits em transações correntes, que são traduzidos pelo paradigma corrente como um movimento de importação de poupanças do resto do mundo para a região.

No Brasil, as taxas domésticas de juros atingem valores reais inéditos, medidas em termos *ex post*, e tomadores de empréstimo são empurrados para a captação de empréstimos no exterior. Passivos em dólares são incentivados e são a base da estratégia de sobrevalorização cambial.

Estava resolvido o problema de financiamento de longo prazo para a economia nacional? Parecia que sim. Com a globalização financeira,

⁷ Pastore, A. C. “Reforma Monetária, inercia e Estabilização”, *Revista Brasileira de Economia*, 1990.

não precisávamos mais nos preocupar com a criação de reservas domésticas de valor que fossem competitivas com ativos financeiros internacionais? Parecia mesmo que não. Parecia que bastava que respeitássemos os contratos firmados, introduzíssemos regras de transparência nas demonstrações contábeis e apresentássemos alternativas rentáveis de investimentos para aplicadores estrangeiros.

Entretanto, ficaram sem financiamento os setores mais carentes de uma economia como a brasileira – investimentos públicos financiados por dívida pública com taxas de juros excessivamente elevadas para atrair o ingresso de dólares, investimentos habitacionais e investimentos em setores com taxa de retorno social maior do que a privada.

Depois da flexibilização da taxa cambial, em 1999, tomadores de empréstimos internacionais passaram a sofrer perdas através dos passivos financeiros em dólar. A crise de liquidez internacional e as eleições agravaram a situação, elevando a taxa cambial e esgotando o financiamento internacional para o país.

A conclusão sobre o período é simples e faz parte da sabedoria popular: só podem tomar empréstimos em dólares países que produzam muitos dólares e possuam muitos dólares em reserva. Ou, em outra palavras, bancos só emprestam (dólares) para quem não precisa de dinheiro (dólares) emprestado. Em termos de política econômica, o país precisa aumentar rapidamente o superávit em conta corrente e acumular reservas internacionais volumosas, se quiser contar com o dólar como lastro da estabilidade da moeda nacional e dos ativos financeiros necessários para o financiamento do desenvolvimento.

6. O que fazer?

Em 2002, parece que não chegamos a lugar nenhum em termos de financiamento do desenvolvimento. Adotamos estratégias de financiamento excessivamente generosas para os financiadores, a partir da hipótese de que o país poupa pouco e requer poupanças maiores ou importação de poupanças do resto do mundo.

Depois de 30 anos de correção monetária impagável, passamos ao financiamento externo, que se limita ou a investimentos com retorno privado e juros reais muito elevados, ou a compras e fusões de empresas nacionais, o que neste momento se esgotou. O que fazer?

Talvez a lição mais importante a extrair desta breve análise das dife-

rentes estratégias adotadas nos últimos 50 anos seja a redução das expectativas sobre o papel do financiamento do desenvolvimento.

Em vez de esperar que a oferta de financiamento para o desenvolvimento do país inaugure uma nova era de crescimento, deveríamos nos contentar com o desenho de estratégias que, pelo menos, minimizassem os custos de ajustamento gerados pelo próprio processo de financiamento. Isto é, deveríamos discutir estratégias de financiamento que minimizassem erros.

Todos os sistemas de financiamento estão associados a erros. Erram os sistemas centralizados de financiamento das antigas economias soviéticas, erram os sistemas descentralizados de financiamento de investimento baseados em bancos, como antes de 1982, ou nos mercados de *securities*, como recentemente.

Ou seja, cometem os dois tipos de erros: os erros reais e os erros nominais.

Erros reais são erros decorrentes de investimentos em atividades, ou plantas, que não são rentáveis, ou viáveis economicamente. À guisa de exemplo, e sob pena de estar cometendo equívoco, cito como erros reais, seguindo informações jornalísticas, os investimentos na Ferrovia do Aço ou o Plano Nuclear, entre os muitos investimentos rentáveis do II PND. Estes tipos de erro não podem ser corrigidos. Como o capital investido não é plástico, isto é, não pode ser convertido para uso alternativo, o que significa que os erros reais, uma vez cometidos, têm custo social nulo em termos prospectivos. Houve o desperdício e o que não tem remédio, remediado está. A economia, além de ser ciência sinistra, é paciente.

Erros nominais são erros decorrentes da necessidade de cumprir os pagamentos e as obrigações nominais estabelecidos nos contratos em que se baseia a emissão de ativos financeiros. Como exemplo, tomemos uma confecção de rendas do Ceará, que tomou empréstimos com juros e correção monetária para implantação de uma nova unidade. A produção vai bem, mas a diferença entre preços e custo variável é insuficiente para pagar os juros do empréstimo. A empresa não consegue pagar e quebra. Fecha a planta que tinha valor social, já que o preço cobria custos variáveis. Há um prejuízo social, necessário para fazer valer as condições contratuais do empréstimo e o ativo financeiro, ou a reserva de valor a que deu origem.⁸

⁸ É lógico que a falência poderia ser evitada se a empresa fosse vendida pelo valor real, considerando os juros do empréstimo contratado. Entretanto, esta possibilidade depende da existência de um mercado de capitais muito perfeito e da hipótese de que bancos e emprestadores tenham capital suficiente para suportar estas perdas de capital.

O mesmo tipo de erro nominal determina, no nível nacional, corte de gastos públicos em períodos de desemprego, a fim de que as obrigações internacionais sejam cumpridas.

Em períodos de baixa taxa de crescimento e alto nível de desemprego, erros nominais são mais caros, em termos sociais, do que erros reais. Construir pirâmides, declarar guerras ou investir excessivamente em redes de fibras óticas e sites da Internet têm custos sociais muito pequenos, em período de desemprego e excesso de capacidade.

Mercados financeiros de períodos de repressão financeira produzem mais erros reais do que erros nominais, exatamente quando aqueles têm alto custo social, pois, nestes períodos, a economia trabalha mais próxima do pleno emprego.

O modelo de financiamento do desenvolvimento a ser desenhado para a nova fase deveria se preocupar mais com erros nominais do que com erros reais.

No caso brasileiro, a lição a ser extraída do período poderia ser resumida assim: as taxas de juros reais viáveis são menores do que as taxas que o Brasil e o mundo têm praticado, principalmente no período posterior a 1980.

Em termos mais gerais, é possível extrair conclusão única, mas importante: a nova estratégia de financiamento deveria se preocupar menos com poupadores e mais com o realismo dos projetos e previsões que dão origem e lastreiam os ativos financeiros.

Ainda é cedo para especular sobre uma nova era de síntese e superação das contradições entre os dois paradigmas. A síntese pode não existir. As economias capitalistas podem estar condenadas a um ciclo eterno de oscilação entre repressão e liberalização financeira.⁹

Por enquanto, as conclusões práticas são as de que apenas fundos de poupança, como o FAT, FGTS, fundos de pensão, e os extintos fundos setoriais (elétrico, telecomunicações) conseguem financiar investimentos de maior duração. O financiamento do exterior será viável apenas quando o país tiver acumulado reservas próprias e produzido significativos superávits em transações correntes.

São conclusões prosaicas, que tentam evitar o erro do editorial do *The Time*, que criticou a invenção do trem.

⁹ Aglietta e Orleans, *A Violência da Moeda*, Editora Brasiliense: S. Paulo, 1990.