

# ATIVA

Wealth  
management

JULHO 2020

## CARTA ATIVA WEALTH MANAGEMENT





"A VERDADEIRA  
DIFICULDADE NÃO ESTÁ  
EM ACEITAR IDEIAS  
NOVAS, MAS ESCAPAR  
DAS ANTIGAS."

*John Maynard Keynes*



O ano de 2020 com todo seu ineditismo tem provocado mudanças comportamentais em relação as mais variadas áreas da sociedade. Debates ferrosos e passionais, motivados pela maior introspecção e inflados pelas redes sociais, passaram a fazer parte do dia a dia de cada um de nós que aos poucos aprende a conviver com a montanha russa de emoções que vivemos.

Na Economia, mais especificamente na macroeconomia, desde a crise de 2008 alguns postulados do pensamento econômico passaram a ser questionados. Com mais uma rodada de pacotes de estímulos, desta vez ainda maiores que em 2008, as dúvidas em relação as consequências da expansão fiscal ressurgem ainda com mais força.

Em busca de respostas ou, quem sabe, pelo menos ter mais ferramentas que auxiliem na análise de como será o futuro econômico pós pandemia, me vi de volta à Academia.

Neste ponto peço desculpas a quem tem pouco interesse pela teoria econômica e alerto que, como dizem os mais jovens, vou dar muitos *spoilers* do último livro de André Lara Resende, *Consenso e Contrassenso*, que tem fomentado um interessante debate sobre a atuação dos países em tempos de crise e como a obsessão por equilíbrio fiscal tem impedido uma melhor utilização dos investimentos públicos na obtenção do crescimento econômico.

André Lara Resende é doutor pelo MIT e foi um dos principais formuladores do Plano Real.

A grande preocupação após a crise de 2008 e a introdução do *quantitative easing* sempre foi como seria o comportamento da inflação após a emissão de base monetária sem precedentes na história moderna. O que se viu, passados mais de 10 anos do programa, é que em nenhum país onde foi adotada, mesmo com taxas de juros próximas de zero ou até mesmo negativas, houve aumento de preços. Estes países convivem com outra ameaça, a deflação.

### AQUI SURGE A PRIMEIRA PROVOCAÇÃO:

**“O advento do QE salvou as economias avançadas, implodiu a teoria monetária convencional e levantou sérias questões políticas. Se os bancos centrais podem emitir e gastar em proporções nunca vistas para evitar o colapso do sistema financeiro sem provocar inflação, por que não é possível também emitir e gastar para outras causas igualmente justificáveis, como o investimento em saneamento, saúde, educação e segurança?”**

Sem ignorar o fato que a emissão de moeda pode provocar o aquecimento da economia através da pressão sobre capacidade instalada e mercado de trabalho e alterar as expectativas inflacionárias, André defende que não há nenhuma relação direta entre emissão da base monetária e a inflação.

Ao reconhecer que a única ferramenta de política monetária é a taxa de juros e não a base monetária, entende-se que existe uma relação direta entre política monetária e o custo da dívida pública.



A POLÍTICA  
MONETÁRIA  
É MAIS DO  
QUE NUNCA  
UMA QUESTÃO  
FISCAL.



BAIXE O APP DA  
**ATIVA WM.**

Sua carteira de investimentos na palma da sua mão. Simples e intuitivo.



AINDA SEM ENCONTRAR OUTRAS VOZES, PRINCIPALMENTE DENTRO DOS ECONOMISTAS LIBERAIS QUE AINDA ESTÃO PRESOS NO QUE ELE CHAMA DE DOGMATISMO FISCAL, ANDRÉ DESAFIA:

**“A política monetária já se demonstrou incapaz de sustentar por si só o crescimento nas economias avançadas. Com taxas de juros próximas de zero, ou mesmo negativas, o uso da política fiscal para reanimar a economia, o velho receituário keynesiano se torna, mais do que justificado, imperativo.**

**Ao baixar a taxa básica de juros para próximo de zero e expandir as reservas bancárias – isto é, emitir moeda, numa velocidade e proporção nunca vistas – os bancos centrais salvaram a economia mundial, mas implodiram a teoria macroeconômica.”**

Nesse ponto, você leitor deve estar se sentindo absolutamente confuso, assim como fiquei. Não é mesmo fácil digerir uma ideia que difere radicalmente de tudo que você sempre ouviu. Entrei na Faculdade de Economia da USP em 1992 e vivi intensamente a implementação do Plano Real, depois entrei no mercado financeiro em 1994.



A RESPONSABILIDADE  
FISCAL É MAIS QUE  
UM DOGMA É QUASE  
UM MANTRA REPETIDO  
GOVERNO APÓS  
GOVERNO.

A história e, podemos dizer, o legado de André Lara Resende, nos obriga a ter um olhar mais profundo sobre suas opiniões, mesmo que causem espanto em um primeiro momento. Convém lembrar que a proposta Larida, escrita em conjunto com Pêrsio Arida, foi encarada com enorme ceticismo quando apresentada pela primeira vez em 1984. Dez anos depois foi a gênese do Plano Real, cujo sucesso é indiscutível.

Ao nos aprofundarmos na análise de André, percebemos lógica e clareza no seu raciocínio. Aos mais familiarizados com a teoria econômica, posso dizer que nos faz acreditar que talvez tudo que foi ensinado na escola de Economia estava equivocado.



Ele inicia sua explanação lembrando que, assim como o fim do padrão-ouro enterrou definitivamente a teoria metalista, a crise de 2008 e o QE, acabaram com a teoria de que há um limite inflacionário para a expansão da base monetária. Pode-se sacramentar o fim da Teoria Quantitativa da Moeda. A moeda nada mais é que um registro contábil, apenas uma unidade de conta aceita para o pagamento de impostos. Pelo lado do Governo, seus gastos são creditados na conta de quem lhe vendeu ativos.

Portanto, os Estados que têm o poder de emitir moeda não tem restrições financeiras, e mais, como o juro é fixado pelo banco central, e se este for sempre menor que a taxa de crescimento, a dívida na prática nunca terá custo fiscal. A relação dívida/PIB cairá sempre que o déficit primário for eliminado sem a necessidade de elevar a carga tributária.



**VALE DESTACAR QUE ANDRÉ FAZ IMPORTANTE RESSALVA AO AFIRMAR QUE, EMBORA O GOVERNO NÃO TENHA RESTRIÇÃO FINANCEIRA, NÃO TEM PODER DE GASTAR INFINITAMENTE.**

Os gastos do governo são parte da demanda e, em excesso, podem pressionar a capacidade instalada e provocar aumento de preços a partir de uma maior expectativa de inflação. Além de uma eventual pressão inflacionária, o excesso de demanda pode pressionar as contas externas causando déficit em conta corrente.

Por outro lado, se a economia tem capacidade ociosa, não existe motivo para aumentar impostos para financiar os gastos públicos.

**“Compreender que o governo não tem restrição financeira não implica compactuar com um Estado inchado, ineficiente e patrimonialista, que perde de vista os interesses do país.”**



**SIGA A PÁGINA DA ATIVA WM NO LINKEDIN.**

A qualidade do gasto público, sempre com a avaliação correta dos custos e benefícios envolvidos, é a única forma de elevar a produtividade e promover o bem-estar da população reduzindo as desigualdades.

André é enfático em relação ao atual estágio da economia brasileira ao afirmar que a busca pelo equilíbrio fiscal no curto prazo, quando há desemprego e capacidade ociosa, agrava o quadro recessivo e piora ainda mais a relação dívida/PIB. É um suicídio econômico.

A política monetária adotada nos últimos anos no Brasil, sempre com taxas de juros muito acima da taxa de crescimento, foi fator preponderante para a elevação da relação dívida/PIB.

Ao decidir manter as taxas de juros baixas, o Banco Central brasileiro parece finalmente ter entendido que a taxa básica de juros tem pouca ou nenhuma influência sobre a inflação e muita sobre o custo da dívida e o investimento.

Uma abordagem tão ousada não deixaria de provocar reações contrárias. Outro grande nome do pensamento econômico brasileiro, o ex presidente do banco central, Armínio Fraga, escreveu em artigo no jornal Folha de São Paulo contestando a viabilidade de medidas de endividamento para o Brasil.

## ELE COMEÇA DE MANEIRA BASTANTE DIRETA EM RELAÇÃO A DIFERENÇA ENTRE OS PAÍSES DESENVOLVIDOS E O BRASIL:



“FAZ SENTIDO....  
PARA ELES.”

Ele relembra que a situação precária das finanças públicas, o histórico não tão distante de descontrole inflacionário, confiscos e moratórias ainda na memória, não permitem um nível de endividamento elevado.

Armínio argumenta que, mesmo que o endividamento seja para financiar investimentos, algo pouco crível dado nosso histórico recente de aumento de gastos correntes, não há garantia que em algum momento não possa haver uma crise cambial.

O encurtamento no prazo médio da dívida e a necessidade de financiamento de curto prazo indicam que estamos entrando em território propício para crises mais agudas.

Tendo em vista que, em função da pandemia, não há como fugir de um aumento de gastos, ele entende que o aumento da carga tributária será inevitável.

Evitar que a recessão se aprofunde só será possível com a retomada da confiança, fazendo com que o consumo e o investimento retornem.

Não há como antever qual caminho é o mais correto. Minha percepção é que existem alguns pontos convergentes das duas abordagens que poderiam ser explorados.

Reformas que modernizem o estado e o tornem mais eficiente e uma maior preocupação com a desigualdade não podem estar fora do radar.

Aprender com os erros do passado, principalmente em relação as taxas de juros exorbitantes praticadas pelo banco central após a introdução do Plano Real, mostraram que os resultados esperados foram muito inferiores aos custos gerados no estoque da dívida e nível de atividade.

Com relação as taxas praticadas no mercado bancário, espero que a revolução digital seja grande o suficiente para compensar os efeitos nocivos que a concentração bancária tem no custo do crédito.

Do ponto de vista político, temos que fugir da solução fácil, normalmente incentivada pelo populismo que se alimenta da recessão e da crise econômica para justificar e pavimentar a estrada do radicalismo.

#### ARNALDO AUGUSTO CURVELLO

Sócio-gestor da Ativa Wealth Management



**DÚVIDAS?**  
**FALE COM A GENTE**  
**PELO WHATSAPP:**  
**(11) 98550-0230**