

ECONOMIA CONVERSADA

*Pra não economistas
(e também economistas)*

VOLUME III
Economia Internacional



ALBERTO ADES

SUMÁRIO

Introdução.....	ix
XIII	1
Economias abertas versus economias fechadas	2
Entrevista com David Ricardo sobre o comércio internacional	6
Alguns conceitos relevantes no comércio internacional	12
Políticas comerciais e impacto na economia	15
Como medir a abertura da economia ao mundo?	17
Controles cambiais e de capitais.....	21
Benefícios do comércio internacional.....	23
O fracasso do protecionismo.....	25
Três lições básicas sobre o comércio internacional	30
Os diferentes acordos comerciais entre países.....	33
<i>Bônus</i> : Teoremas fundamentais da teoria do comércio internacional.....	35
Entrevista com Paul Krugman sobre o comércio internacional	39
<i>Sinopse do Capítulo XIII</i>	45
XIV	49
A conta corrente e as finanças internacionais	50
A balança de pagamentos e o tipo de câmbio	54
Regimes cambiais: vantagens e desvantagens.....	57
Depreciação, transmissão cambial e inflação	62
Entrevista com Domingo Cavallo sobre a convertibilidade.....	64
<i>Bônus</i> : Palestra com Velarde, Talvi e Liendo sobre o bimonetarismo	68
<i>Sinopse do Capítulo XIV</i>	75

XV.....	77
O equilíbrio macroeconômico em uma economia aberta.....	78
Os choques externos e seu impacto nas economias abertas.....	81
<i>Bônus:</i> Entrevista com Olivier Blanchard sobre o modelo de Mundell-Fleming.....	83
Friedman e Mundell debatem regimes cambiais.....	90
Bola de cristal: como prever o tipo de câmbio?.....	94
<i>Bônus:</i> a Trindade impossível.....	98
Entrevista com Rudiger Dornbusch sobre o tipo de câmbio real.....	100
O tipo de câmbio real e seu equilíbrio de longo prazo.....	106
<i>Sinopse do Capítulo XV</i>	113
XVI.....	117
Alguns conceitos úteis em finanças internacionais.....	118
<i>Bônus:</i> entrevista com Guillermo Calvo sobre os sudden stops.....	120
Determinantes dos fluxos de capital para os mercados emergentes.....	124
Painel de Krugman e Rogoff sobre crises cambiais.....	126
O FMI e outros organismos internacionais.....	132
O que são os programas do FMI e como eles funcionam?.....	137
<i>Sinopse do Capítulo XVI</i>	141
XVII.....	143
Sistema financeiro: o que é e o que faz?.....	144
Bancos, o mercado de capitais e o mercado monetário.....	146
O que são e como analisar os mercados de ações?.....	149
Franco Modigliani desmistifica as finanças corporativas.....	154
<i>Bônus:</i> o que são derivativos financeiros e opções?.....	158
A regulação financeira e bancária.....	165
As crises financeiras.....	169
As bolhas especulativas e esquemas Ponzi.....	172
Entrevista com Maurice Obstfeld sobre equilíbrios múltiplos.....	175
Entrevista com Ben Bernanke sobre a crise global de 2008.....	178
Entrevista com Jay Powell sobre a crise da COVID-19.....	182
Entrevista com Satoshi Nakamoto, criador do bitcoin.....	186
Debate: Lições portuguesas para uma nova estabilidade.....	192
<i>Sinopse do Capítulo XVII</i>	199

Glossário	203
Grandes Economistas da História	217
Agradecimentos	225
Bibliografia	227
Marcas Mencionadas.....	231

A conta corrente e as finanças internacionais

No topo de uma colina que tem vista para o porto de Atenas, Sócrates e Glauco refletem sobre a relação entre a balança comercial e as finanças internacionais, discutindo como se conectam por meio do comércio de bens e serviços e dos fluxos de capital, mas também como se diferenciam no foco dos desequilíbrios econômicos e das intervenções políticas.

Glauco: Eu andava pensando nas finanças internacionais e como elas se relacionam com o comércio internacional e com o balanço comercial. Ouvi muito sobre a maneira como esses conceitos se conectam, mas não consigo entender bem como funcionam juntos. Você poderia me ajudar?

Sócrates: As finanças internacionais e o balanço comercial estão muito interligados e são fundamentais para entender como funciona a economia global. Mas antes, vamos esclarecer o que significa cada um. O que você entende por finanças internacionais?

Glauco: As finanças internacionais se referem ao fluxo de dinheiro entre países, como investimentos estrangeiros, empréstimos internacionais e a forma como se financiam as diversas transações entre diferentes economias.

Sócrates: Exatamente. As finanças internacionais se centram no estudo dos fluxos de capital entre países; incluem investimentos diretos — uma empresa ou pessoa de um país investe em atividades produtivas ou comerciais em outro, com o objetivo de exercer controle e participar ativamente na gestão —, empréstimos internacionais e transações financeiras a curto e longo prazo. Esses fluxos são essenciais para financiar déficits comerciais, investir em novas oportunidades e manter a estabilidade econômica global. Agora, vamos falar sobre a balança comercial. O que você entende por esse termo?

Glauco: A balança comercial se refere à diferença entre exportações e importações de bens e serviços de um país. Se um país exporta mais do que importa, tem um superávit comercial, e se importa mais do que exporta, um déficit.

Sócrates: Certo! A balança comercial é parte da conta corrente de um país e mostra o valor líquido das exportações menos as importações de bens e serviços em um momento dado. Estamos falando de como o comércio internacional afeta a economia de um país.

Glauco: Qual é a diferença entre a balança comercial e a conta corrente?

Sócrates: A balança comercial é uma parte da conta corrente, mas não são a mesma coisa.

Glauco: O que a conta corrente inclui, além da balança comercial?

Sócrates: A conta corrente inclui três componentes principais: a balança comercial; a balança de rendas, que registra os rendimentos líquidos provenientes de investimentos estrangeiros, como dividendos ou juros; e as transferências correntes, que abrangem aspectos como remessas ou ajuda internacional. Em resumo, enquanto a balança comercial mostra apenas o comércio de bens e serviços, a conta corrente reflete um panorama mais amplo de todas as transações econômicas de um país com o resto do mundo.

Glauco: A conta corrente nos diz mais sobre o fluxo de dinheiro que entra e sai de um país, não apenas o comércio de bens e serviços.

Sócrates: Sim.

Glauco: Vamos supor que os outros componentes da conta corrente sejam pequenos em termos líquidos e nos concentremos no comércio de bens e serviços. Se um país tem um déficit comercial, precisa financiar essa diferença com dinheiro do exterior, por meio de empréstimos ou investimentos. Estou correto?

Sócrates: Você está certo. Um déficit comercial significa que um país gasta mais em bens e serviços estrangeiros do que recebe por suas exportações. Para cobrir esse déficit, precisa atrair capital do exterior, por meio de empréstimos internacionais, investimentos em carteira ou investimento estrangeiro direto. Isso se conecta com o que discutimos sobre as políticas comerciais e como elas afetam a economia de um país. Então, o balanço comercial e as finanças internacionais estão diretamente conectados.

Glauco: Um superávit comercial significa que um país vende para o exterior mais do que gasta em bens e serviços de fora.

Sócrates: Exatamente, e esse superávit poderia ser investido em atividades produtivas no exterior de forma direta, concedendo empréstimos internacionais, ou realizando transações financeiras a curto e longo prazo. Também pode aumentar as reservas de divisas do país, que é outra forma de investimento estrangeiro, pois envolve acumular títulos soberanos de outros países, em geral do tesouro dos Estados Unidos ou outras grandes potências, e, portanto, representa um crédito a esses governos.

Glauco: O que acontece quando um país tem um déficit comercial persistente? Não é perigoso?

Sócrates: Um déficit comercial que se mantém no tempo é sinal de desequilíbrios mais profundos. A curto prazo, seria financiado com dívida externa ou com investimentos diretos do exterior. Mas se a confiança na economia cair, conseguir esse financiamento se torna muito mais difícil ou mais caro. É um risco parecido com o que conversamos sobre o déficit fiscal.

Glauco: E o que têm a ver as taxas de juros e o tipo de câmbio em tudo isso?

Sócrates: As taxas de juros altas podem atrair capitais do exterior, porque os investidores buscam melhores rendimentos. Mas isso também faz com que a moeda se aprecie, ou seja, que suba seu valor frente a outras moedas. E quando isso acontece, nossas exportações se encarecem e nossas importações se barateiam. Resultado: o déficit comercial aumenta.

Glauco: Um país usa sua política monetária e fiscal para corrigir o déficit comercial?

Sócrates: Exatamente. Tudo está conectado. Não é simplesmente desvalorizar a moeda e pronto. Tipo de câmbio e balanço comercial se ajustam juntos, como parte de um novo equilíbrio que surge de mudanças mais amplas. Se o país melhora sua política fiscal, ordena suas contas e adota uma política monetária crível, isso levará, entre outras coisas, a um tipo de câmbio mais competitivo. E esse novo tipo de câmbio ajudará a exportar mais e reduzir o déficit.

Glauco: Há alguma diferença entre desvalorização e depreciação?

Sócrates: Em termos simples: falamos de desvalorização quando o governo modifica oficialmente o valor da moeda em um sistema de tipo de câmbio fixo. Em vez disso, a depreciação ocorre quando a moeda perde valor em um sistema de tipo de câmbio flutuante, pela oferta e demanda do mercado. Em ambos os casos, a moeda se debilita, mas a causa e o contexto são distintos.

Glauco: Finanças internacionais e balanço comercial estão muito entrelaçadas. Fluxos de capital, taxas de juros e tipos de câmbio desempenham um papel nesse equilíbrio.

Sócrates: Assim é. As finanças internacionais e o balanço comercial formam parte de um complexo sistema de interações econômicas globais. Compreender essas conexões é essencial para desenvolver políticas econômicas eficazes que promovam o crescimento, a estabilidade e a prosperidade de uma nação em um contexto global.

Glauco: Essa conversa me ajudou a entender melhor como esses conceitos se relacionam e como impactam na economia global.

Sócrates: Falamos bastante sobre balança comercial e finanças internacionais, mas poderíamos aprofundar mais o que conversamos sobre a conta corrente. Você gostaria?

Glauco: Eu gostaria de entender essas diferenças e conexões melhor e, em particular, como se conectam esses conceitos com as identidades contábeis das quais falamos há alguns dias.

Sócrates: Para entender essa conexão, pensemos na identidade contábil que relaciona a poupança e o investimento com a conta corrente. Em termos simples, podemos expressá-la assim: “Poupança - Investimento = Conta Corrente”. Isso mostra que a diferença entre a poupança de um país e seu investimento interno é igual à conta corrente. Se um país poupa mais do que investe, terá um superávit na conta corrente. Se investe mais do que poupa, terá um déficit na conta corrente.

Glauco: Um superávit na conta corrente significa que um país poupa mais do que precisa para seus próprios investimentos e empresta ao resto do mundo. Um déficit significa o contrário?

Sócrates: Um superávit na conta corrente implica que o país fornece financiamento líquido ao resto do mundo. Em vez disso, um déficit na conta corrente significa que o país pede emprestado ao resto do mundo para financiar seu consumo ou investimento que excede sua poupança. Essa relação é crucial porque mostra como as decisões internas de poupança e investimento se conectam com as transações internacionais.

Glauco: E o que há dos aspectos intertemporais das finanças internacionais que você mencionou?

Sócrates: Os aspectos intertemporais das finanças internacionais se referem a como os países tomam decisões de consumo, poupança e investimento ao longo do tempo, baseadas em expectativas futuras e na otimização de recursos em diferentes períodos. Por exemplo, um país pode optar por ter um déficit na conta corrente hoje, ou seja, consumir mais do que produz e pedir emprestado, com a expectativa de que poderá pagar suas dívidas no futuro, quando seus rendimentos forem maiores.

Glauco: Um país toma decisões agora que afetam sua economia futura.

Sócrates: Exatamente. As decisões intertemporais afetam diretamente o balanço de pagos, que registra todas as transações econômicas de um país com o resto

do mundo: as transações correntes, que aparecem na conta corrente, e os fluxos de capital. Mais uma vez, como mencionamos, um déficit na conta corrente é sustentável se se espera que um país cresça economicamente e possa pagar suas dívidas no futuro. No entanto, um déficit persistente sem perspectivas de melhoria econômica leva a problemas sérios de sustentabilidade da dívida e confiança na economia.

Glauco: Todos esses conceitos estão interconectados. Finanças internacionais, balanço comercial, conta corrente e identidades contábeis não são apenas termos abstratos, mas partes de um todo maior que refletem as decisões econômicas de um país. Isso me lembra o que discutimos sobre os déficits gêmeos: a relação entre o déficit fiscal e o déficit na conta corrente.

Sócrates: O conceito de déficits gêmeos sublinha exatamente essa conexão: um desequilíbrio fiscal, quando o governo gasta mais do que arrecada, tende a se refletir em um déficit externo, porque o país deve financiar esse excesso de gasto pedindo emprestado ao resto do mundo.

Sócrates: Todos esses conceitos juntos fornecem uma compreensão integral de como um país interage com o mundo por meio de suas decisões econômicas e como essas decisões podem afetar seu presente e seu futuro. Com esse conhecimento, você entenderá melhor as dinâmicas econômicas globais e como elas se relacionam com as políticas nacionais.

A balança de pagamentos e o tipo de câmbio

No porto de Pireu, ao som das ondas que se quebram contra os navios mercantes, Sócrates e Glauco conversam sobre a balança de pagamentos e a taxa de câmbio, explorando como os fluxos de comércio e de capital influenciam a estabilidade econômica de uma nação e a variação de sua moeda.

Glauco: Eu estava pensando no que conversamos e, em particular, gostaria de entender melhor o que é a balança de pagamentos e como funciona a taxa de câmbio.

Sócrates: Ambos os conceitos são fundamentais para compreender a economia internacional, como já discutimos nas nossas conversas sobre finanças internacionais, conta corrente e balança comercial. Vamos começar com a balança de pagamentos.

Glauco: Já ouvi falar dela, mas não sei bem o que inclui nem por que é tão importante.

Krugman: E, em uma crise de estoques, a pressão sobre o tipo de câmbio surge porque os mercados se dão conta de que a situação é insustentável. A confiança na moeda se erode gradualmente, o que poderia implicar uma crise de solvência.

Rogoff: Um exemplo seria a Grécia em 2010. Os mercados não pararam de financiar a Grécia de um dia para o outro, como ocorre nos *sudden stops*. Foi a acumulação de dívida o que provocou uma crise de confiança e a necessidade de uma reestruturação maciça.

Krugman: Enquanto um exemplo de crise de fluxos seria a crise asiática de 1997, onde as economias da Tailândia e da Coreia do Sul enfrentaram saídas maciças de capital, o que forçou desvalorizações abruptas.

Rogoff: Claro, e ambas as crises podem estar interconectadas. Por exemplo, um *sudden stop* aceleraria uma crise de estoques ao aumentar os custos de financiamento ou forçar desvalorizações que aumentam o peso da dívida em moeda estrangeira.

Krugman: Por isso, é importante que os países adotem medidas preventivas para evitar cair em uma espiral de crises de fluxos que se transforme em uma crise de estoques.

Entrevistador: Muito obrigado a ambos por compartilhar conhecimentos e perspectivas sobre este tema básico.

Paul Krugman: Obrigado, foi um prazer.

Ken Rogoff: Obrigado, também para mim foi um prazer compartilhar este tempo.

O FMI e outros organismos internacionais

No mercado do Ágora, Sócrates e Glauco debatem o FMI e outros organismos internacionais, analisando sua influência na estabilidade econômica global e refletindo sobre o desenvolvimento e as políticas de ajuste estrutural.

Glauco: Falamos muito sobre o FMI, especialmente em relação aos países que enfrentam problemas econômicos. No entanto, não estou tão seguro sobre o que é exatamente, qual é sua história, como funciona, como se financia e que tipo de programas oferece. Ouvi dizer que interage com outras instituições, como o Banco Mundial e a Corporação Financeira Internacional (CFI). Você poderia me explicar tudo isso?

Sócrates: O FMI é uma organização internacional criada para garantir a estabilidade do sistema monetário internacional, o sistema de taxas de câmbio e pagamentos internacionais que permite que os países e seus cidadãos façam transações entre si. Você sabe como surgiu?

Glauco: Foi criado após a Segunda Guerra Mundial, mas não conheço detalhes. Você poderia me contar sobre sua história?

Sócrates: O FMI foi fundado em 1944, durante a Conferência de Bretton Woods, em New Hampshire, nos Estados Unidos. Naquela época, o mundo tentava se recuperar do desastre que a Segunda Guerra Mundial havia deixado, e as economias estavam bastante abaladas. Os líderes mundiais queriam criar um sistema econômico global mais estável para evitar aquelas políticas econômicas erráticas que contribuíram para a Grande Depressão dos anos 30 e, em parte, para a guerra em si. E para que você acha que os países queriam criar o FMI?

Glauco: Imagino que a ideia era promover a estabilidade econômica e financeira para evitar crises e facilitar a cooperação econômica entre países.

Sócrates: Exatamente. A ideia principal do FMI consistia em promover a estabilidade econômica internacional por meio da cooperação monetária, da estabilidade cambial e da facilitação do comércio internacional. Sua função principal é fornecer assistência financeira temporária aos países com problemas de balanço de pagamentos, ou seja, quando um país não consegue obter moeda estrangeira suficiente para pagar suas importações ou suas dívidas externas. Como mencionamos ao falar sobre a balanço de pagamentos e as taxas de câmbio, um país em crise precisa de apoio para estabilizar sua economia.

Glauco: E como o FMI faz para cumprir com essas funções?

Sócrates: Primeiro, oferece supervisão e assessoramento econômico aos países membros. Isso significa que monitora as políticas econômicas dos países, oferece análises econômicas e financeiras e recomenda políticas para ajudar a manter a estabilidade econômica.

Em segundo lugar, fornece assistência financeira aos países que têm problemas de balanço de pagamentos. Essa assistência geralmente está condicionada a que o país implemente certas políticas econômicas que se espera que o ajudem a superar suas dificuldades financeiras e a restaurar a estabilidade econômica. Essas condições podem incluir reformas fiscais, mudanças na política monetária ou ajustes

estruturais, como discutimos em nossos diálogos sobre a política fiscal e monetária em economias abertas.

Glauco: Você mencionou que o FMI oferece assistência financeira. Como o FMI se financia para oferecer essa assistência?

Sócrates: Se financia principalmente por meio das cotas de seus países membros. Cada país membro do FMI tem que aportar uma cota, uma contribuição para o fundo. Essa cota depende do tamanho da economia do país e sua posição na economia mundial. As cotas determinam quanto cada país aporta, quanto pode pedir emprestado e quanto poder de voto tem dentro do FMI.

Além disso, o FMI obtém recursos emprestando nos mercados financeiros internacionais e por meio de acordos de empréstimo com alguns de seus países membros, o que se chama os Novos Acordos de Empréstimo (NAE). Essas fontes adicionais de financiamento permitem que o FMI tenha a capacidade necessária para responder a crises financeiras globais.

Glauco: Com tudo isso, o FMI enfrentaria qualquer tipo de crise?

Sócrates: Não. Embora o FMI tenha recursos, eles são modestos em comparação com a magnitude da economia global atual. Pense que, quando foi fundado em 1944, o sistema financeiro internacional era muito menos complexo, com fluxos de capital limitados e economias menores. Hoje, o comércio global e os mercados financeiros se expandiram de maneira exponencial, e a profundidade financeira dos mercados internacionais supera o poder de fogo do FMI.

Glauco: O que isso significa em termos práticos?

Sócrates: Significa que o FMI é muito eficaz para ajudar países pequenos e médios em crise, como ocorreu na América Latina ou na África. No entanto, se uma grande economia como o Reino Unido ou a Alemanha enfrentasse uma crise sistêmica, os recursos do FMI seriam insuficientes para oferecer um resgate. Isso evidencia um desajuste entre as capacidades atuais dessas instituições e o tamanho da economia global no século XXI. As instituições globais, projetadas para um contexto econômico simples e menos interconectado, agora enfrentam limitações para lidar com os desafios de um mundo onde os fluxos financeiros e comerciais são maiores e mais complexos.

Glauco: Isso é exclusivo do FMI?

Sócrates: Não. O problema afeta outras multilaterais, como o Banco Mundial, os bancos de desenvolvimento regionais, como o Banco Interamericano de

Desenvolvimento (BID) ou o Banco Asiático de Desenvolvimento (BAD). Essas instituições foram concebidas em uma época em que as economias eram pequenas e os fluxos de capital menos globalizados. Sua capacidade de atuar está limitada diante das necessidades de um sistema financeiro e comercial interconectado e de maior escala.

Por exemplo, embora essas instituições sejam fundamentais para apoiar projetos de desenvolvimento em países de baixa e média renda, ou para responder a crises específicas, elas não estão equipadas para enfrentar crises financeiras globais ou ajudar economias desenvolvidas em momentos de extrema tensão.

Glauco: E quais tipos de programas o FMI oferece aos países que precisam de ajuda?

Sócrates: Oferece vários tipos de programas de financiamento, de acordo com as necessidades de cada país membro. Os mais comuns são o Acordo Stand-By (ASB), o Serviço Ampliado do FMI (SAF) e o Serviço de Crédito Stand-By (SCF) para países de baixa renda. Também existem outros programas, como a Facilidade Rápida de Crédito (FRC) para emergências.

Glauco: Você poderia explicar sobre cada programa?

Sócrates: O Acordo Stand-By é um programa de financiamento a curto prazo projetado para países que enfrentam problemas temporários de balança de pagos. Sob esse programa, o FMI fornece financiamento em troca de que o país beneficiário implemente ajustes econômicos e reformas estruturais para estabilizar sua economia.

Em seguida, está o Serviço Ampliado do FMI, conhecido como SAF, um programa a mais longo prazo projetado para países com problemas de balança de pagos profundos e arraigados. Diferentemente do ASB, o SAF requer reformas econômicas amplas e estruturais para resolver problemas econômicos de fundo que podem ter contribuído para a crise econômica.

Glauco: E o que há das facilidades de crédito rápidas?

Sócrates: Programas como a Facilidade Rápida de Crédito (FRC) são linhas de crédito de emergência que o FMI fornece para dar assistência rápida a países que enfrentam necessidades urgentes, como desastres naturais ou conflitos. Essas facilidades estão projetadas para serem de desembolso rápido, oferecendo recursos financeiros quando mais se necessitam.

Glauco: E como o FMI ajuda os países pobres?

Sócrates: Para os países pobres, o FMI tem programas de financiamento que são concedidos sob condições mais favoráveis, como o Serviço de Crédito Stand-By (SCF): oferece financiamento com taxas de juros baixas e prazos longos, fundamental para ajudar países de baixa renda a estabilizar suas economias sem agravar sua carga de dívida.

Glauco: Como o FMI interage com outras instituições internacionais, como o Banco Mundial e a CFI?

Sócrates: Como mencionamos em nossa conversa sobre globalização, o Banco Mundial e o FMI nasceram na mesma Conferência de Bretton Woods, e embora tenham objetivos complementares, seus papéis são diferentes. Enquanto o FMI se concentra na estabilidade macroeconômica e na supervisão das políticas econômicas, o Banco Mundial se concentra no desenvolvimento econômico a longo prazo e na redução da pobreza. O Banco Mundial financia projetos específicos de desenvolvimento, como infraestrutura, educação e saúde, e oferece assessoria técnica e política para fomentar o desenvolvimento econômico.

A CFI, por outro lado, é parte do Grupo do Banco Mundial e se concentra no setor privado. Seu objetivo é fomentar o desenvolvimento econômico apoiando o investimento privado nos países em desenvolvimento, oferecendo empréstimos, investimentos de capital e serviços de assessoria a empresas privadas.

Glauco: Embora o FMI, o Banco Mundial e a CFI tenham funções distintas, eles trabalham juntos às vezes?

Sócrates: Sim. O FMI, o Banco Mundial e a CFI muitas vezes colaboram em países que enfrentam crises econômicas ou que precisam de apoio para desenvolver suas economias. Por exemplo, se um país enfrenta uma crise de balanço de pagamentos, o FMI fornecerá assistência financeira para estabilizar a economia, e o Banco Mundial dará financiamento para projetos de desenvolvimento a longo prazo que ajudem a reconstruir a economia. A CFI apoiará o desenvolvimento do setor privado e fomentará o investimento privado no país.

Glauco: O FMI desempenha um papel fundamental na estabilização econômica, enquanto o Banco Mundial e a CFI se concentram no desenvolvimento a longo prazo e no setor privado. E como se decide quais países receberão ajuda do FMI?

Sócrates: Qualquer país membro do FMI pode pedir assistência financeira. No entanto, o FMI avalia a situação econômica do país e estabelece condições antes de aprovar um empréstimo. As condições são reformas e políticas que o país deve

O que são e como analisar os mercados de ações?

Em uma tarde ensolarada no jardim, Sócrates e Glauco se sentam em um banco de pedra. Ao redor, os estudantes conversam em pequenos grupos enquanto as folhas caem suavemente. O ar fresco e a tranquilidade do local convidam a um diálogo profundo sobre as inversões.

Glauco: Há alguns dias, conversamos sobre como analisar títulos, e gostaria de saber o que é a bolsa ou mercado de ações, do qual ouvi falar várias vezes.

Sócrates: Você já se perguntou qual é a diferença entre investir em instrumentos que oferecem renda fixa ou variável?

Glauco: Isso tem relação com a minha pergunta?

Sócrates: Sim. A renda fixa é um investimento no qual você sabe antecipadamente quanto vai receber como pagamento no futuro. Os títulos são um exemplo. Quando você investe em um título, empresta dinheiro a uma entidade governamental ou empresa, que se compromete a pagar juros fixos. Ao vencimento, o capital é devolvido. Isso resulta em um investimento bastante seguro, desde que o devedor seja confiável e tenha vontade de pagar.

Glauco: E o que dizer das inversões com renda variável?

Sócrates: Nesse caso, falamos principalmente de ações. Quando você compra uma ação, adquire uma pequena parte de uma empresa. Você não sabe quanto vai ganhar, porque depende do desempenho da empresa. Se a empresa cresce e tem sucesso, as ações que você comprou aumentam de valor, e se não, perdem valor. Esse tipo de investimento é mais arriscado, mas tem potencial para obter maiores retornos.

Glauco: Uma ação é simplesmente um pedaço de uma empresa?

Sócrates: Exatamente. Ao ter uma ação, você se torna proprietário parcial daquela empresa: isso lhe dá direito a receber uma parte dos lucros, conhecidos como dividendos, se os diretores da firma decidirem distribuí-los. Além disso, as ações são compradas e vendidas no mercado acionário.

Glauco: Como funciona esse mercado?

Sócrates: O mercado acionário, ou bolsa de valores, é o local onde as ações são compradas e vendidas. Os investidores decidem o preço com base no que acreditam que valha a empresa. Se todos pensam que a firma vai crescer, a demanda por suas

ações aumenta e, portanto, o preço também. E o contrário ocorre se as perspectivas não forem boas.

Glauco: Como se sabe se uma ação está cara ou barata?

Sócrates: Ah, aí entra em jogo a arte da valoração. Há várias métricas usadas, e uma comum é a razão preço/lucro, ou *P/E ratio*, em inglês. Esse indicador diz a você quanto os investidores estão pagando por cada real de lucro que a empresa gera. Nessa razão, “P” é o preço da ação no mercado, ou seja, quanto custa comprar uma ação; “E” representa os lucros por ação, calculados dividindo os lucros totais da empresa pelo número de ações em circulação. Portanto, a *P/E ratio* indica quantas vezes o preço da ação supera os lucros que essa ação gera. Quanto mais alto for a *P/E ratio*, mais cara é a ação, porque os investidores estão dispostos a pagar mais, em geral, por expectativas de crescimento futuro.

Glauco: Um P/E alto sempre significa que está cara?

Sócrates: Não. Um P/E alto pode indicar que os investidores esperam um crescimento significativo nos lucros futuros. No entanto, se as expectativas não se cumpriram, a ação poderia estar sobrevalorizada e seu preço cair. É questão de expectativas e risco.

Glauco: O que aconteceu com essas valorações nas grandes crises? Ouvi falar sobre 1987, 2001 e a crise financeira global.

Sócrates: Vamos revisar. Antes da segunda-feira negra de 1987, o mercado estava em máximos históricos, com *P/E ratios* muito altos, acima de 20 em muitos casos. A queda foi abrupta: mais de 20% em um único dia. Depois disso, o mercado levou cerca de dois anos para se recuperar aos níveis anteriores.

Glauco: Impressionante! E o que aconteceu em 2001?

Sócrates: No caso da bolha das pontocom em 2001, os *P/E ratios* chegaram a níveis absurdos, muitas vezes superiores a 30. As ações de tecnologia foram supervalorizadas, e quando a bolha estourou, o mercado caiu mais de 40%. A recuperação total levou quase quatro anos, pois o golpe foi muito grave em certos setores.

Glauco: E a crise financeira global?

Sócrates: A crise de 2008 foi diferente. Embora os *P/E ratios* não fossem tão extremos quanto em 2001, os problemas com as hipotecas *subprime* e a falta de liquidez causaram uma queda de quase 50% nos índices bolsistas globais. O mercado

atingiu o fundo do poço em 2009 e a recuperação foi mais lenta. Somente em 2013 as ações recuperaram os níveis pré-crise.

Glauco: Que história! Parece que os mercados sempre tendem a se recuperar, mas com muita paciência.

Sócrates: As quedas podem ser bruscas, mas o tempo e a confiança eventualmente levam os mercados de volta aos níveis anteriores, desde que as condições econômicas melhorem.

Glauco: Há outras métricas para valorar as ações?

Sócrates: Sim, muitas. Por exemplo, o valor contábil, ou *P/B ratio*, que compara o preço da ação com o valor contábil dos ativos da empresa. Nessa razão, “P” é o preço da ação no mercado, e “B” representa o valor contábil por ação, calculado dividindo o valor contábil total dos ativos da empresa pelo número de ações em circulação. Se o P/B for alto, pode ser porque os investidores acreditam que a empresa gerará mais valor no futuro. Também está o fluxo de caixa descontado, que estima o valor presente dos fluxos de caixa futuros que a empresa gerará, ajustados pelo tempo e risco.

Glauco: E para o mercado como um todo? Como se sabe se todo o mercado está caro ou barato?

Sócrates: Para avaliar se todo o mercado está caro ou barato, são usadas várias métricas. Uma comum é o P/E do mercado, que calcula a média da razão preço/lucro de todas as empresas em um índice representativo. Um índice consiste em um grupo de empresas que serve como referência para medir o desempenho do mercado como um todo. Se o P/E médio do mercado for muito alto, alguns interpretam que as ações estão sobrevalorizadas e que pode haver uma correção.

Outra métrica é o Shiller P/E, também conhecido como CAPE. Essa razão ajusta o P/E considerando os lucros médios das empresas durante os últimos 10 anos, ajustados pela inflação. Isso ajuda a suavizar os efeitos dos ciclos econômicos, oferecendo uma visão mais a longo prazo sobre se o mercado está caro ou barato.

Além disso, é utilizada a relação entre a capitalização bursátil e o PIB. Aqui, é comparado o valor total das ações no mercado com o PIB da economia. Se essa razão for muito alta, pode ser um sinal de que o mercado está sobrevalorizado em relação ao tamanho da economia, como ocorreu em momentos anteriores a grandes bolhas financeiras.

Cada medida oferece uma perspectiva diferente, e os analistas costumam considerá-las em conjunto para obter uma avaliação mais completa do mercado.

Glauco: As taxas de juros desempenham algum papel na valoração?

Sócrates: Claro. Antes de entrar nisso, vamos entender o Valor Presente Líquido (VPL) e o fluxo de caixa descontado. Imagine que você investe em um projeto ou uma ação e espera receber uma série de pagamentos no futuro, como dividendos. O problema é que esses dividendos futuros não valem o mesmo que receber o dinheiro hoje. Isso ocorre porque o dinheiro que você tem hoje poderia ser investido e gerar lucros.

O VPL ajuda a calcular quanto valem hoje esses pagamentos futuros. Para fazer isso, é aplicada uma taxa de desconto, que geralmente está relacionada à taxa de juros ou ao risco do investimento. Basicamente, divide-se cada fluxo futuro por um fator que cresce com o tempo. Esse fator reflete quanto o dinheiro perde valor com o tempo.

Para tornar mais concreto, a fórmula do VPL é esta:

$$VPL = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+r)^t} - C$$

onde $\sum_{t=1}^n$ indica que se somará uma sequência de fluxos de caixa ou pagamentos F_t . Cada pagamento F_t corresponde a um fluxo recebido no período de tempo t , onde t varia desde 1 (o presente) até n (o último período). Por isso, o símbolo da somatória mostra que se somará desde $t = 1$ até n .

Cada fluxo F_t se “desconta”, ou seja, seu valor presente é calculado utilizando o termo $(1+r)^t$, onde r é a taxa de juro ou taxa de desconto. Esse termo é elevado à potência t dependendo de quão longe no tempo esteja a receita do fluxo. Dessa maneira, os pagamentos mais distantes se dividem por um termo maior e, portanto, têm um valor presente descontado menor.

Por último, C representa o investimento inicial, ou seja, o montante desembolsado no começo do projeto ou investimento.

Assim, a fórmula calcula o valor presente de todos os fluxos futuros descontados segundo a taxa de juro ou risco associado. Logo, se resta o investimento inicial

(C) para determinarmos se o investimento gera uma renda líquida (valor presente líquido positivo) ou uma perda líquida (valor presente líquido negativo).

Glauco: E o que isso significa na prática?

Sócrates: Vamos a um exemplo. Imagine que lhe prometem entregar 100 dracmas em um ano e que a taxa de juros é de 10%. De acordo com essa taxa, o valor presente descontado desses 100 dracmas que você receberá em um ano é: $100 / (1 + 0,1) \approx 90,91$. Em seguida, suponha que lhe prometem entregar outros 100 dracmas em dois anos. Utilizando a mesma fórmula, o valor presente desses 100 dracmas é: $100 / (1 + 0,1)^2 \approx 82,64$.

Observe que os 100 dracmas que você receberá em dois anos têm um valor presente descontado menor do que os que você receberá em um ano. Isso ocorre porque, para calcular o valor presente do fluxo que você receberá em dois anos, divide-se por $(1 + 0,1)^2$, ou aproximadamente 1,21, enquanto o fluxo que você receberá em um ano é dividido por $(1 + 0,1)$, ou seja, 1,10.

Agora, se supomos que o investimento inicial é zero, então o VPL é a soma dos valores presentes de todos os fluxos futuros.

Glauco: Qual é a razão pela qual um fluxo que receberei em dois anos tem um valor presente menor do que o que receberei em um ano?

Sócrates: É simples. Se a taxa de juros for 10%, quantos reais deveriam me entregar hoje para que eu tivesse 100 dracmas em um ano?

Glauco: Se hoje me entregassem 90,91 dracmas e eu os colocasse a juros a 10% por um ano, ao final do mesmo teria 100 dracmas. Por isso é que o valor presente de 100 dracmas em um ano é 90,91.

Sócrates: Você entendeu bem a lógica do desconto de fluxos, que está por trás de quase todas as decisões de investimento.

Glauco: Agora entendi a intuição por trás do desconto dos fluxos. Como isso afeta as ações?

Sócrates: Diretamente. Quando as taxas de juros sobem, se nada mais mudar, o VPL dos fluxos futuros cai, reduzindo o valor das ações que representam esses fluxos. Por isso, em ambientes de taxas baixas, as ações tendem a subir, e quando as taxas sobem, o mercado acionário costuma ajustar-se para baixo.

Glauco: Parece bastante complicado. Como um investidor decide entre renda fixa ou variável?

Sócrates: É uma questão de tolerância ao risco. Quem busca segurança escolhe renda fixa. Quem está disposto a assumir mais risco para obter maiores retornos opta por renda variável. A maioria dos investidores escolhe uma combinação, que às vezes inclui outras inversões, como imóveis. No entanto, sempre é necessário fazer uma análise profunda dos riscos e oportunidades antes de decidir. Como em todo investimento, convém ser prudente.

Glauco: Mas, se compro um título a dez anos, embora planeje vendê-lo ao cabo de um ano, não estou assumindo um risco semelhante ao de uma ação? Afinal, o preço do título variará muito de acordo com as taxas de juros do mercado.

Sócrates: Efectivamente, embora os títulos sejam considerados instrumentos de renda fixa, seu comportamento se assemelha muito ao da renda variável, se o horizonte de investimento do comprador for mais curto do que o vencimento do título. Nesse caso, o valor de mercado do título flutua consideravelmente com as mudanças nas taxas de juros. Assim, o retorno que o investidor obterá é incerto. Por isso, além do tipo de ativo, é fundamental que cada investidor considere a relação entre o prazo do instrumento e seu horizonte de investimento. Às vezes, o que parece seguro à primeira vista não é tão seguro na prática.

Franco Modigliani desmistifica as finanças corporativas

Estamos em um auditório icônico do MIT. Aqui, num ambiente projetado para o aprendizado e a reflexão, inicia-se uma conversa profunda, porém acessível, com o renomado economista Franco Modigliani, que dedicou grande parte de sua carreira acadêmica a esta instituição. O apresentador, professor e comunicador da universidade, conhecido por sua habilidade de simplificar temas complexos, prepara-se para apresentar Modigliani, ressaltando suas contribuições ao campo da economia.

Entrevistador: Boa noite a todos. Temos a honra de contar com a presença de um dos economistas mais influentes do século XX, o professor Franco Modigliani. Vencedor do Prêmio Nobel de Economia em 1985, ele é reconhecido por suas contribuições em diversas áreas, como a teoria do ciclo de vida do consumo e da poupança, e, claro, pelo teorema de Modigliani-Miller sobre a estrutura de capital das empresas. Professor Modigliani, é um prazer tê-lo conosco.

Franco Modigliani: Muito obrigado pelo convite. É um prazer compartilhar minhas ideias com vocês.

Entrevistador: Professor, gostaria de começar falando sobre o teorema que desenvolveu com Merton Miller. Sabemos que se trata de um conceito fundamental em finanças corporativas; poderia explicá-lo, em termos simples, para o público?

Franco Modigliani: O teorema que desenvolvemos com Miller parte de uma pergunta básica: importa a forma como a empresa financia suas operações? Em outras palavras, o valor da empresa muda se ela se financia com dívida (empréstimos ou emissão de títulos) ou com capital próprio (emissão de ações)?

Entrevistador: É uma questão interessante. Qual é a resposta que o teorema oferece?

Franco Modigliani: Na sua forma mais simples, o teorema afirma que, sob certas condições ideais, a maneira como a empresa se financia não altera o seu valor total. Ou seja, o valor da empresa é independente da sua estrutura de capital, da combinação de dívida e capital próprio que utiliza.

Entrevistador: Parece contraintuitivo. Como pode ser que não importe se a empresa se endivida ou emite mais ações?

Franco Modigliani: Entendo que pareça estranho à primeira vista. Vou ilustrar com um exemplo.

Suponha que o valor total da empresa seja 100 milhões de dólares. Esse valor não muda; o que varia é a forma como ele se divide: 50 milhões em dívida e 50 milhões em ações. A lógica é que o valor da empresa depende dos seus ativos e da capacidade de gerar receitas, não da forma de financiamento. Seja financiada totalmente por capital próprio ou por uma combinação de dívida e ações, o valor permanece constante, desde que se mantenham certas hipóteses, como a inexistência de impostos, de custos de falência ou de assimetrias de informação.



Entrevistador: Por que isso ocorre?

Franco Modigliani: A ideia é que os investidores podem reproduzir por conta própria qualquer estrutura de financiamento que a empresa adote. Se a empresa se endivida para aumentar o retorno dos acionistas, os investidores podem obter o mesmo efeito endividando-se pessoalmente para comprar mais ações. Assim, o mercado ajusta o preço da empresa de modo que a estrutura de capital não afete o seu valor total.

Entrevistador: Quais são as condições necessárias para que isso seja verdade?

Franco Modigliani: O teorema parte de várias suposições simplificadoras. Primeiro, assumimos que não há impostos, nem para a empresa nem para os investidores, eliminando qualquer vantagem fiscal da dívida. Segundo, ignoramos custos de falência ou de bancarrota, ou seja, consideramos que o endividamento não gera riscos ou custos adicionais. Também supomos que todos os participantes do mercado têm acesso à mesma informação (informação simétrica) e que os mercados são eficientes, refletindo essa informação nos preços sem custos de transação. Por fim, consideramos que os investidores são plenamente racionais e buscam maximizar seus ganhos.

Entrevistador: No mundo real, porém, essas condições nem sempre se verificam. Existem impostos, risco de falência e assimetrias de informação. Como isso afeta o teorema?

Franco Modigliani: Na prática, fatores como impostos e custos de falência fazem com que a estrutura de capital realmente importe. Por exemplo, em muitos países os juros pagos sobre a dívida são dedutíveis do imposto de renda, o que torna o endividamento mais atrativo, gerando um benefício fiscal.

Mas se a empresa se endivida demais, o risco de inadimplência aumenta, podendo levá-la à falência. Os custos associados — honorários advocatícios, perda de confiança dos clientes, queda nas vendas e a necessidade de liquidar ativos a preços inferiores ao seu valor — reduzem o valor da empresa.

Entrevistador: Como aplicar o teorema de Modigliani-Miller na prática?

Franco Modigliani: O valor do teorema está em oferecer um ponto de referência, um “modelo ideal”, a partir do qual analisamos como os fatores reais influenciam a decisão sobre a estrutura de capital. Ao saber que, em um mundo perfeito, a estrutura de capital não importa, focamos em identificar e quantificar as imperfeições que fazem com que ela importe.

Entrevistador: Pode dar um exemplo de como os impostos entram nessa decisão?

Franco Modigliani: Como mencionei, os juros da dívida costumam ser dedutíveis, enquanto os dividendos pagos aos acionistas não são. Portanto, financiar-se com dívida pode reduzir a carga tributária da empresa e aumentar seu valor. Contudo, aumentar a dívida também eleva o risco financeiro, o que tem efeitos negativos.

Entrevistador: Poderia detalhar um pouco mais o risco financeiro e os custos de falência?

Franco Modigliani: O risco financeiro é o risco adicional que os acionistas assumem quando a empresa utiliza dívida para financiar suas atividades. Quanto maior a dívida, mais a empresa precisa pagar juros e amortizar o principal nas datas previstas. Se não conseguir cumprir essas obrigações, pode entrar em falência.

Os custos de falência incluem despesas judiciais, perda de reputação, queda nas vendas e a possível liquidação de ativos a preços inferiores ao seu valor de mercado. Esses custos são significativos e desestimulam o endividamento excessivo.

Entrevistador: Portanto, na prática, as empresas devem equilibrar os benefícios fiscais da dívida com os riscos e custos associados ao endividamento.

Franco Modigliani: Exatamente. O objetivo é encontrar a estrutura de capital ótima, que maximize o valor da empresa ao equilibrar esses fatores. Não existe uma solução única; tudo depende da situação específica da empresa, do setor, da estabilidade de suas receitas e de outros aspectos.

Entrevistador: Como o teorema de Modigliani-Miller influenciou as finanças corporativas?

Franco Modigliani: Nosso teorema foi fundamental para compreender a importância da estrutura de capital e dos fatores que a afetam. Ele serviu de base para o desenvolvimento de teorias e modelos mais complexos que incorporam as imperfeições do mercado. Também mudou a forma como os gestores financeiros encaram as decisões de financiamento e as estratégias para maximizar o valor da empresa.

Entrevistador: Além do teorema, o senhor também é conhecido pela teoria do ciclo de vida do consumo e da poupança. Poderia resumir brevemente do que se trata?

Franco Modigliani: A teoria do ciclo de vida sustenta que as pessoas planejam consumo e poupança ao longo da vida para manter um padrão de vida estável.

Durante a fase de atividade laboral, normalmente poupam para garantir bem-estar econômico na aposentadoria, período em que a renda diminui porque não podem mais trabalhar. Na aposentadoria, as poupanças acumuladas são usadas para sustentar um nível de consumo semelhante ao que tinham enquanto trabalhavam. Essa teoria ajuda a entender as decisões financeiras individuais e seu impacto na economia como um todo.

Entrevistador: É impressionante como seus trabalhos abrangem tanto a macroeconomia quanto as finanças corporativas. Voltando ao teorema, qual mensagem principal o senhor gostaria que a nossa audiência levasse desta conversa?

Franco Modigliani: Quero enfatizar que compreender os princípios básicos de economia e finanças nos ajuda a tomar decisões melhores, tanto pessoal quanto empresarialmente. Embora o teorema que desenvolvi com Miller se baseie em condições ideais, ele nos ensina a identificar e considerar os fatores que realmente importam no mundo real, como impostos, riscos e custos do endividamento.

Entrevistador: Professor Modigliani, foi um prazer ouvir suas explicações tão claras e acessíveis. Tenho certeza de que nossa audiência apreciou muito esta conversa.

Franco Modigliani: O prazer foi meu. Sempre é gratificante compartilhar conhecimento e contribuir para uma maior compreensão desses temas.

Entrevistador: Muito obrigado, professor. E obrigado a todos por nos acompanharem esta noite. Nos vemos na próxima edição, onde continuaremos a explorar as ideias que moldam nossa economia e nossa sociedade. Boa noite!



Bônus: o que são derivativos financeiros e opções?

| Em uma tarde ensolarada em Atenas, Sócrates passeia pela Ágora e encontra Glauco. |

Sócrates: Bom dia! Estava pensando em como as pessoas lidam com o risco nos negócios.

Glauco: A que você se refere exatamente?

Sócrates: Lembrei da história de Tales de Mileto. Você a conhece?

Entrevistador: Obrigado, Satoshi.

Satoshi Nakamoto: Obrigado pela oportunidade de discutir esses temas. O futuro das finanças evolui com rapidez, e será emocionante ver como as stablecoins e a DeFi se desenvolverão nos próximos anos.

Debate: Lições portuguesas para uma nova estabilidade

O auditório do Banco de Portugal está lotado. Vítor Gaspar, ex-ministro das Finanças de Portugal durante a crise do euro, e Ricardo Reis, professor de Economia na London School of Economics, discutem sobre como preservar a estabilidade econômica europeia após a experiência do resgate de 2011.

O auditório do Banco de Portugal está lotado. Lá fora chove com a serenidade de uma tarde lisboeta; lá dentro, a conversa promete um contraponto entre duas visões que marcaram a última década europeia. Vítor Gaspar, ex-ministro das Finanças de Portugal durante a crise do euro e atual diretor do FMI para a Europa, senta-se ao lado de Ricardo Reis, professor de Economia na London School of Economics e um dos teóricos mais influentes da nova macro europeia. Uma geração os separa; um idioma, uma história e uma preocupação comum os unem: como preservar a estabilidade num continente que aprende a conviver com a incerteza.

Entrevistadora: Professor Gaspar, professor Reis, muito obrigada por estarem aqui. Vamos começar pelo começo. Em 2011, Portugal pediu assistência financeira internacional. Catorze anos depois, o país é citado como exemplo de disciplina fiscal e recuperação. O que mudou entre aquele Portugal do resgate e o atual?

Vítor Gaspar: O que mudou foi o consenso. Em 2011, Portugal enfrentava uma crise de financiamento, uma crise de confiança e uma crise de governança. Não tínhamos acesso aos mercados, o déficit era insustentável e o país dependia da credibilidade dos outros. O programa de assistência não foi apenas um conjunto de medidas: foi um marco de confiança. Estabilizamos as contas públicas, reformamos instituições e, acima de tudo, demonstramos que conseguíamos cumprir o que prometíamos. Essa coerência — entre diagnóstico, política e execução — transformou a percepção do país. Em economia, confiança é capital.

Ricardo Reis: Concordo com a importância da confiança, mas acho que a forma como ela foi construída teve um custo alto. Portugal aplicou uma consolidação fiscal muito rápida num contexto europeu de recessão generalizada. Isso multiplicou

os custos sociais e prolongou a recuperação. O que se ganhou em reputação se perdeu em produto. Às vezes a disciplina mal sincronizada pode ser contraproducente: o ajuste precisa ser crível, mas também sustentável.

Entrevistadora: Então a pergunta seria se o ritmo foi o certo?

Ricardo Reis: Exatamente. Numa união monetária, o problema não é só o tamanho do ajuste, mas a sua coordenação. Se todos os países consolidam ao mesmo tempo, o multiplicador fiscal é maior e a recessão mais profunda. Portugal fez o que devia, mas a Europa demorou a fazer o que podia. Se o BCE tivesse agido antes, a curva de dor teria sido mais curta.

Vitor Gaspar: É uma crítica válida, mas os responsáveis políticos não podem planejar com base no contrafactual. Naquele momento, a prioridade era recuperar credibilidade. Sem ela, o custo do financiamento teria sido ainda maior e as reformas, impossíveis. A sequência foi clara: primeiro, estabilidade, depois crescimento. No longo prazo, essa sequência deu frutos.

Entrevistadora: Os dois concordam que a credibilidade é essencial, mas discordam sobre como alcançá-la. Que papel as instituições europeias desempenharam nesse processo?

Vitor Gaspar: As instituições são o coração da estabilidade. A União Europeia aprendeu com a crise. Em 2011, não existia o Mecanismo Europeu de Estabilidade nem a união bancária. Hoje temos instrumentos de prevenção e gestão que antes eram impensáveis. Mas o mais importante foi a mudança de mentalidade: entender que a estabilidade de um país é a estabilidade de todos. Essa interdependência nos obrigou a construir regras comuns mais exigentes.



Ricardo Reis: Sim, mas o equilíbrio ainda é precário. As regras europeias são necessárias, mas não suficientes. Precisamos de flexibilidade para adaptá-las a circunstâncias em mutação. Um país com dívida alta e crescimento baixo requer um caminho diferente do de outro com superávit e expansão. A política econômica

não pode ser simétrica numa união assimétrica. Na minha visão, a nova governança fiscal europeia deve se basear menos em metas numéricas e mais em avaliações de sustentabilidade de médio prazo.

Entrevistadora: Professor Reis, o senhor costuma dizer que a inflação dos últimos anos “devolveu a política monetária à vida”. O que quis dizer com isso?

Ricardo Reis: Durante quase uma década, o BCE enfrentou inflação baixa demais e juros próximos de zero. A política monetária se tornou quase irrelevante: o debate estava na política fiscal e na regulação. A pandemia e a guerra mudaram o cenário. A inflação obrigou os bancos centrais a recuperar protagonismo e credibilidade. Mas também colocou à prova sua independência: agir a tempo, sem ceder a pressões políticas. Na minha avaliação, o BCE reagiu corretamente, embora com um atraso inicial.

Vitor Gaspar: Concordo que a inflação devolveu urgência ao debate, mas acrescentaria que ela mostrou a importância da coerência fiscal. Sem disciplina orçamentária, os bancos centrais enfrentam um dilema impossível: subir os juros para controlar os preços ou mantê-los baixos para evitar uma crise de dívida. A Europa precisa de equilíbrio entre as duas políticas. Nem austeridade perpétua nem expansão sem limites.

Entrevistadora: Em outras palavras, a estabilidade exige coordenação. Mas essa coordenação é difícil: uma política comum sem um orçamento comum. A Europa avançou nessa direção?

Vitor Gaspar: O Next Generation EU foi um passo histórico. Pela primeira vez, a União emitiu dívida conjunta para financiar investimento. É uma forma de mutualizar o risco e fortalecer o mercado único. Mas não podemos esquecer que esse instrumento foi extraordinário. O desafio agora é combinar responsabilidade nacional com solidariedade europeia. O euro se sustenta se houver disciplina nos Estados e visão coletiva nas instituições.

Ricardo Reis: Concordo que foi um passo histórico, mas acho que ele não deve ser visto como excepcional, e sim como o início de uma política fiscal europeia de verdade. As crises globais — sanitárias, climáticas, energéticas — exigem estabilizadores comuns. Se continuarmos dependendo apenas de políticas nacionais, as assimetrias vão se aprofundar. A Europa precisa tanto de uma regra fiscal inteligente quanto de um orçamento anticíclico.

Entrevistadora: Passemos à dívida pública. Portugal conseguiu reduzi-la depois da crise, mas hoje volta a rondar níveis elevados. O número importa quanto?

Vitor Gaspar: A dívida importa, mas a dinâmica importa mais. O essencial é a diferença entre a taxa de juros real (r) e o crescimento real do PIB (g). Se $r < g$, a dívida se estabiliza mesmo com um déficit primário moderado. Mas isso exige credibilidade. Um país que inspira confiança paga menos pela sua dívida; um que a perde, paga mais, e aí a aritmética se torna cruel. Por isso digo que a estabilidade não é contabilidade: é reputação.

Ricardo Reis: Concordo com a lógica, mas alerto para o excesso de complacência. Não podemos assumir que $r < g$ é eterno. A alta dos juros em 2022-2023 mostrou que os equilíbrios podem se inverter rapidamente. Se os governos aproveitaram os anos bons sem reduzir a dívida, depois não têm margem para agir na recessão. O equilíbrio entre prudência e flexibilidade é frágil: prudência demais freia o crescimento; flexibilidade demais corrói a confiança.

Entrevistadora: E como a sustentabilidade ambiental se encaixa nesse debate? Alguns argumentam que o investimento verde deveria ficar fora das regras fiscais.

Vitor Gaspar: O desafio climático redefine a economia pública. Investir na transição verde não é gasto corrente: é investimento em estabilidade futura. Mas mesmo esses investimentos precisam ser eficientes e avaliados com transparência. Não se trata de afrouxar as regras, mas de adaptá-las para distinguir o essencial do supérfluo.

Ricardo Reis: Nisso concordamos. A mudança climática exige ação coletiva e sustentada, mas o financiamento precisa ser crível. Se for percebido como pretexto para fugir da disciplina, vai perder legitimidade. A Europa pode liderar a transição se mantiver sua reputação de solvência. O euro verde precisa ser também um euro confiável.

Entrevistadora: Deixem-me levá-los a uma questão mais conceitual. Depois de duas décadas de euro, qual é a maior lição para as economias pequenas e abertas como Portugal?

Vitor Gaspar: Que a abertura exige responsabilidade. Quando você compartilha uma moeda, abre mão de instrumentos e ganha estabilidade, mas só se a sua política interna acompanhar. A disciplina não é punição; é uma forma de proteger a soberania dentro de um sistema interdependente.

Ricardo Reis: Que a estabilidade precisa de legitimidade democrática. As regras funcionam quando as sociedades as sentem como suas. A economia do euro não pode se separar da política do euro. Precisamos de instituições que não apenas imponham disciplina, mas que a expliquem e a façam parte do contrato social.

Entrevistadora: Podemos dizer, então, que a nova estabilidade europeia será mais política do que técnica?

Vitor Gaspar: Será as duas coisas. A técnica sem política é cega; a política sem técnica é perigosa. A Europa vai avançar se combinar prudência fiscal, política monetária previsível e coesão social.

Ricardo Reis: E se aprender a conviver com a incerteza. A economia não é um equilíbrio permanente: é uma sequência de ajustes. A flexibilidade é a nova disciplina.

O público aplaude. A entrevistadora abre o microfone para as perguntas finais.

Uma estudante pergunta: Professor Gaspar, como convencer as pessoas de que a estabilidade também pode ser inclusiva?

Vitor Gaspar: Com resultados. A estabilidade se torna popular quando melhora vidas: emprego, crédito acessível, serviços públicos sustentáveis. Comunicar isso é tão importante quanto alcançar isso.

Outro estudante: Professor Reis, a Europa corre risco de uma nova crise de dívida?

Ricardo Reis: Sempre existe risco. Mas a diferença em relação a 2011 é que agora temos instituições, experiência e um BCE determinado. O risco não desaparece; ele é gerenciado.

Outro estudante: Se Portugal enfrentasse outra crise, o que fariam diferente?

Vitor Gaspar: Manter a transparência desde o primeiro dia. A confiança se perde em horas e se reconstrói em anos.

Ricardo Reis: E combinar prudência com empatia. Os números importam, mas são as pessoas que votam.

A entrevistadora olha para o público e conclui:

Entrevistadora: Hoje ouvimos duas vozes distintas que compartilham uma mesma convicção: que a estabilidade europeia não é um destino, mas uma tarefa.

Gaspar nos lembrou que a disciplina constrói reputação; Reis, que a flexibilidade evita rigidez. Entre as duas visões se desenha a nova Europa: mais prudente, mais consciente e — esperamos — mais humana.

O auditório aplaude de pé. Na mesa, os dois economistas se cumprimentam com um aperto de mão. Lá fora, o sol começa a aparecer entre as nuvens sobre o Tejo, e Lisboa parece — por um momento — a metáfora perfeita da estabilidade: equilíbrio entre firmeza e mudança.