

# Opinião

## GRUPO GLOBO

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO  
PRESIDENTE: João Roberto Marinho  
VICE-PRESIDENTES: José Roberto Marinho - Roberto Iriene Marinho

## Valor

é uma publicação da Editora Globo S/A  
DIRETOR GERAL: Frederic Zughalis Kachar  
DIRETORA DE REDAÇÃO: Maria Fernanda Delmas  
Princípios editoriais do Grupo Globo: [http://globo.net\\_edit](http://globo.net_edit)

# Brasil terá que conviver com juros mais altos

A incerteza criada pelas medidas do governo para cortar impostos e ampliar os gastos durante as eleições deverá fazer o Brasil conviver com um nível de juros mais alto por muito tempo, prejudicando tanto o setor público quanto o setor privado. Em relatório publicado na semana passada, a Instituição Fiscal Independente (IFI) calcula que, tudo somado, chega a R\$ 166 bilhões o impacto das iniciativas para burlar os limites fiscais neste ano, desde a manobra para tirar do teto de gastos o pagamento de precatórios até o recente aumento de transferências de renda para a população e setores organizados.

A IFI liga os pontos e diz que, provavelmente, esse desarranjo fiscal "implicará taxas de juros de equilíbrio mais elevadas", referindo-se ao nível de juros que coloca a economia em pleno emprego, sem pressionar a inflação. O relatório nota que o Banco Central, recentemente, elevou a sua taxa neutra de 3,5% para 4% ao ano. "O deslocamento da taxa real de juros para um nível mais elevado configuraria uma mudança para um equilíbrio pior, com efeitos sobre as condições de financiamento dos setores público e privado", registra a IFI. De fato, o governo já está pagando, há algum tempo, uma taxa de juros mais alta para rolar a dívida pública. Em maio, o custo médio de novas emissões de títulos pelo Tesouro chegou a 11,69%, uma alta de 6,2 pontos percentuais em um período de 12 meses. Uma parte dessa alta nos custos é temporária, pois o Banco Central foi obrigado a colocar a meta da taxa Selic em um nível superior à taxa neutra para combater o forte surto inflacionário.

O fato de ser temporário, porém, não exime o próprio governo de culpa. A pandemia e a invasão da Ucrânia aumentaram preços de bens industriais e commodities, incluindo energia, metais e alimentos. Esse choque deveria ter sido pelo menos parcialmente amenizado por uma valorização cambial, já que o Brasil é exportador de produtos básicos. Mas o risco fiscal atua como um vetor de depreciação do real, ao lado do aperto monetário em economias desenvolvidas.

Os pacotes fiscais também estão provocando pressão sobre a demanda agregada, dificultando o trabalho

desinflacionário do Banco Central. Além dos R\$ 166 bilhões destacados pela IFI, o governo também injeitou mais recursos na economia em medidas como a antecipação do pagamento do 13º salário a aposentados e pensionistas e liberação de recursos do FGTS, além da expansão do crédito direcionado.

No curto prazo, a política fiscal do governo obriga, portanto, o Banco Central a operar com uma taxa básica de juros mais alta. Assim, o setor privado paga mais caro nas suas captações e tem menos recursos disponíveis nos mercados de capitais, inviabilizando projetos de investimento.

O que preocupa, porém, são as consequências mais duradouras da política fiscal na taxa de juros de equilíbrio. Desde a adoção do regime de metas de inflação, em 1999, ela vinha caindo, partindo de um patamar de dois dígitos, em termos reais. Antes da pandemia, caminhava para abaixo de 3%.

Em boa medida, o Brasil tomou carona numa tendência global de queda nos juros de equilíbrio, dentro das forças da chamada estagnação secular. Fatores como o envelhecimento da população, queda da produtividade e menor demanda por capital na economia de alta tecnologia mudaram o equilíbrio entre poupança e empréstimos.

Mas houve méritos de nossa política econômica, com reformas que reduziram os prêmios de risco, como a trabalhista e previdenciária. Ultimamente, porém, houve retrocessos. Os analistas econômicos do setor privado culpam a política fiscal pela alta recente da taxa neutra, numa pesquisa feita pelo Banco Central.

Quanto mais alta a taxa neutra, maior o esforço fiscal que o governo é obrigado a fazer. O modelo econômico usado pela IFI mostra que, hoje, seria necessário um superávit primário de 1,4% do PIB para estabilizar a dívida bruta nos 79,6% do PIB previstos para o fim deste ano.

Mas as estimativas da IFI parecem conservadoras. Elas consideram um juro real de longo prazo de 3,88% ao ano, e que a economia entre numa trajetória de crescimento sustentado de 2% no longo prazo. A julgar pela rapidez em que são destruídas as instituições fiscais, os juros devem ser maiores, e o crescimento da economia, bem menor.



Elas são ativos especulativos. Por **Reginaldo P. Nogueira Jr e Samuel Monteiro de Barros**

# Criptomoedas são mesmo moedas?

O valor da bitcoin em dólares caiu mais de 50% desde o começo do ano. A queda se tornou mais acentuada a partir de maio, à medida que a inflação global levou bancos centrais a elevarem as taxas básicas de juros. Os criptoativos também têm sofrido muito com maior volatilidade nesse momento de crise.

Isso coloca em teste os argumentos mais otimistas com relação às criptomoedas e o seu papel em um futuro arranjo monetário. Em especial, porque elas não cumprem todos os pontos esperados para uma moeda no sentido clássico, não deixando de ser basicamente um ativo especulativo.

Uma moeda possui três funções econômicas básicas: 1- ser um meio de troca; 2- uma reserva de valor; e 3- uma unidade de conta. A primeira função é o desenvolvimento óbvio na saída de uma economia de escambo: ao invés de se trocar mercadorias por mercadorias, passa-se a utilizar algo como um mecanismo intermediário para as trocas. Do sal ao ouro, ao papel moeda. Nesse quesito as criptomoedas ainda engatulam, bitcoin à frente, com alguns avanços de aceite na economia formal. É claro que a dificuldade de maior aceitação se dá exatamente pela natureza privada, sem curso forçado legal. Mas são nas funções 2 e 3 que elas se distanciam mais claramente da métrica tradicional de definição de uma moeda.

Uma moeda deve garantir algum valor e estabilidade ao longo do tempo, de maneira que assuma um papel de padrão de pagamentos diferidos. É o que se chama de reserva de valor. Casos de alta inflação e instabilidades monetárias graves levam vários países a adotarem medidas drásticas de controle e, em alguns casos como no Brasil dos anos 1980 e 1990, até mesmo a substituição de uma moeda. No caso de criptomoedas, a variação muito forte de valor é uma constante, elevando risco e reduzindo ampla aceitação.

O próprio fato de que criptomoedas são descentralizadas, e não possuem curso forçado legal, dificultam a expansão de uso, e a segurança de que uma "troca" ordenada possa ocorrer em caso de colapso, como ocorreu com a introdução do real em 1994, por exemplo.

Ademais, as criptomoedas não se tornaram uma unidade de conta, e estão longe disso. Valores não são amplamente expressos em termos de bitcoin, por exemplo, inclusive por sua alta volatilidade. O fato de que as criptomoedas sejam negociadas em diversas plataformas diferentes, sempre de maneira descentralizada, também enfraquece seu papel como unidade de conta. Nesse contexto, não faz muito sentido em dizer que sejam uma moeda. Elas são ativos especulativos, com todos os riscos associados.

Investimentos especulativos em geral buscam retornos mais rápidos pela compra e venda de ativos na crença de uma valorização ou desvalorização futura. É esse o caso das criptomoedas, que possuem muita de suas oscilações baseadas na crença de valorização de algum índice acessório futuro, o que provoca volatilidades significativas. Com isso é natural observar altas elevadas e quedas vertiginosas.

## Papel das criptos será ainda mais afetado pelo avanço das emissões de moedas digitais por bancos centrais

Esta forma, observando as criptomoedas como investimentos especulativos, elas apresentam alguns pontos positivos. Como, por exemplo, se observarmos a Bitcoin, até por ser a criptomoeda mais famosa do mercado, desde a sua criação em 2009 ela já chegou às máximas de valor, sendo US 69 mil em 2021. Olhando de forma histórica, a Bitcoin apresenta, em 12 anos, valorização acumulada de 13.000%, uma média de mais de 150% ao ano.

No entanto, não só de altas vive a Bitcoin, como o momento atual bem nos mostra. De maneira geral para as criptomoedas, diferentemente de moedas tradicionais, os sobressaltos sofridos são frequentemente maiores. Podemos ver, como exemplo, os tombos médios na casa dos 25% em apenas uma semana, entre 13 e 17 de junho de 2022. Além das quedas com desvalorização de 31% em sete dias seguidos, ocorridos no final de 2020. Movimentos muito similares aos encontrados em opções de mercado,

Small Caps e micros do mercado acionário, são considerados ativos especulativos, ou em períodos de guerra.

Mas se nada disso basta, podemos citar a declaração de Christine Lagarde, presidente do Banco Central Europeu, que em setembro de 2021, em um painel da Escola de Alta Estudos Comerciais de Paris, disse que as "criptomoedas são ativos altamente especulativos, e não moedas, como afirmam ser". Ela complementa, que são "diferentes de moedas digitais emitidas por bancos centrais", que são reguladas, podem ser uma alternativa mais fácil de usar e barata. Também com potencial de agilizar e facilitar as transações no mercado.

É interessante que na busca de encontrar soluções a alguns dos pontos aqui levantados, algumas criptomoedas têm tentado oferecer lastros e garantias. Em alguns casos observamos situações de criptomoedas lastreadas em dólares, por exemplo. Mas é importante notar que esse tipo de arranjo não deixa de ser muito diferente de uma taxa de câmbio fixa, com todos os riscos de ataques especulativos bem conhecidos e estudados nos anos 1990.

O papel de criptomoedas, em geral, será ainda mais afetado pelo avanço das emissões de moedas digitais por bancos centrais. Diversos países têm apresentado propostas nesse sentido, com a China se destacando à frente. Além, é claro, de intervenções e novas regulações que devem caminhar cada vez mais.

Assim, em resumo, argumentamos que as criptomoedas não deveriam ser entendidas como moedas privadas de ampla utilização, mas sim como investimentos de cunho especulativo. Essa diferença é importante para o próprio entendimento do ativo e seu papel nas finanças internacionais. Isso porque, nesse caso, aceitamos que seu investimento se dá pela expectativa de ganho futuro com sua valorização, e não para seu uso regular em transações comerciais.

As opiniões contidas nesse artigo não representam as do Ilumina, nem devem ser consideradas como sugestões de investimento

Reginaldo P. Nogueira Jr., é Ph.D em economia e diretor-geral do Ilumina SP e DF Samuel de J. Monteiro de Barros, é doutor em Administração e professor de pós-graduação do Ilumina RJ

<b>Diretor Adjunto de Redação</b> Cristiano Amorim cristiano.amorim@valor.com.br	<b>Diretor de Redação</b> David Britner (Brasília) david.britner@valor.com.br	<b>Editor de Agregações</b> Fernando Lopes fernando.lopes@valor.com.br	<b>Editor de Projetos Especiais</b> Della Bramante della.bramante@valor.com.br
<b>Editor Executivo de Opinião</b> João Roberto Campos joao.campos@valor.com.br	<b>Editor de Opinião</b> Luciano Pires luciano.pires@valor.com.br	<b>Editor de Finanças</b> Tatiana Moreira tatiana.moreira@valor.com.br	<b>Correspondente Internacional</b> Ana Carolina Guedes ana.carolina.guedes@valor.com.br
<b>Editor Executivo de Notícias</b> Catherine Viana catherine.viana@valor.com.br	<b>Editor de Notícias</b> Mário Sérgio Fernandes mario.sergio.fernandes@valor.com.br	<b>Editor de S.A.</b> Nelson Nery nelson.nery@valor.com.br	<b>Correspondente Nacional</b> Glebe Braga (Rio de Janeiro) glebe.braga@valor.com.br
<b>Editor de Opinião</b> Renato Borges renato.borges@valor.com.br	<b>Editor de Brasil</b> Márcio de Moraes e Sousa marcio.moraes@valor.com.br	<b>Editor de Legislação e Tributos</b> Arthur Carlos Bion arthur.carlos.bion@valor.com.br	<b>Editor de Política</b> Fernando Torres fernando.torres@valor.com.br
<b>Editor de Opinião</b> Sergio Lamucci sergio.lamucci@valor.com.br	<b>Editor de Política</b> César Fialho cesar.fialho@valor.com.br	<b>Editor de Arte e Fotografia</b> Sílvia Galvão Netto silvia.galvaonetto@valor.com.br	<b>Editor de Opinião</b> Zé Carlos ze.carlos@valor.com.br
<b>Editor de Opinião</b> Francisco Góes francisco.goes@valor.com.br	<b>Editor de Internacional</b> Haverlan Sacramento haverlan.sacramento@valor.com.br	<b>Editor de Opinião Online</b> Paula Okubo paula.okubo@valor.com.br	<b>Editor de Opinião</b> Ribeira Costa ribeira.costa@valor.com.br
<b>Editor de Opinião</b> Rafael Torres rafael.torres@valor.com.br	<b>Editor de Tecnologia e Consumo</b> Cynthia Matta cynthia.matta@valor.com.br	<b>Coordenador Valor Data</b> Wilken Valente wilken.valente@valor.com.br	<b>Editor de Opinião</b> Alex Ribeiro (Brasília) alex.ribeiro@valor.com.br
<b>Editor de Opinião</b> Adriano Mattos adriano.mattos@valor.com.br	<b>Editor de Indústria e Infraestrutura</b> João Ribeiro joao.ribeiro@valor.com.br		

Valor PRD / Diretor de Negócios Digitais: Tarcísio A. Bovelet Jr. [tarcisio.bovelet@valor.com.br](mailto:tarcisio.bovelet@valor.com.br)  
Diretor de Opinião e Assessor de Imprensa: Paulo PRD [paulo.prd@valor.com.br](mailto:paulo.prd@valor.com.br) ou [0800-010332](tel:0800-010332)  
Filiado ao IBC (Instituto Brasileiro de Comunicação) e ABJA (Associação Brasileira de Jornalismo)  
Valor Econômico Av. 9 de Julho, 5229 - Jardim Paulista - CEP 01407-907 - São Paulo - SP - Telefone 0 xx 11 3767 3000  
Departamento de Publicidade Impressa e On-line SP: Telefone 0 xx 11 3767-7955. RJ: 0 xx 21 3121 1144. DF: 0 xx 61 3717 3333  
Legal SP 0 xx 3767 1323  
Redação 0 xx 11 3767 1000. Endereço eletrônico [valor@valor.com.br](mailto:valor@valor.com.br)  
Secundária de Brasília SCN Quadra 05 Bloco A-50 - Brasília Shopping - Torre Sul - sala 301 - 3º andar - Asa Norte - Brasília/DF - CEP 70715-900  
Secundária de Rio de Janeiro Rua Marques de Portugal, 25 - Nível 2 - Bairro Cidade Nova - Rio de Janeiro/RJ - CEP 20230-240

**Publicidade - Outras Cidades**  
BAIXADA/PE e Região Norte  
Café Chá Omeia e Região  
Recapitulação

Para contratação de publicidade e atendimento ao assinante, entre em contato pelos canais:  
Call center: 0800 701888 - WhatsApp e Telegram: 021 4002 5100. Portal do assinante: [portaldoassinante.com.br](http://portaldoassinante.com.br)  
Para assinaturas corporativas e e-mail: [corp@valor.com.br](mailto:corp@valor.com.br)  
Anúncios: o assinante que quiser a suspensão da entrega de seu jornal deve fazer esse pedido central de atendimento com 48 horas de antecedência.  
Preço da assinatura anual nova (Impressa + digital para o região Sul, Sudeste e RJ): R\$ 148,80 ou R\$ 139,90 mensal.  
Preço da assinatura, com ou sem o atendimento ao assinante: Call 0800 701 8888. Cartão de crédito: R\$ 148,80. Cartão de crédito: aproximadamente 365%.

