

Opções de política econômica*

Antonio Delfim Netto[§]

RESUMO

Este trabalho identifica e avalia criticamente através de evidências empíricas e teóricas quatro equívocos relevantes da política econômica seguida durante o Plano Real. O primeiro foi a crença de que a moeda forte ajuda e construir uma economia forte; o segundo foi a desconfiança de que a memória de um longo processo inflacionário transfere para os preços todas as desvalorizações provocadas no câmbio; o terceiro diz que num mundo globalizado existem poupanças externas suficientes para financiar qualquer nível de déficit em conta corrente e ; quarto, que o aumento da produtividade da economia brasileira pode ser promovido pela valorização cambial e sua crescente absorção pelas empresas multinacionais. Estas concepções contribuíram para aumentar as limitações impostas pelo setor externo, historicamente a principal restrição da economia brasileira para o desenvolvimento.

Palavras-chave: Plano Real, política cambial, contas externas.

ABSTRACT

Through empirical and theoretical evidences, this article identifies and appraises four relevant policy mistakes incurred during the Real Plan. The first mistake was the common belief that strong currency means strong economy; the second, because of the inflationary memory of the recent past, was the fear that devaluation of the exchange rate would be translated fully into price increases; the third error asserts that, in a globalized world, the existence of sufficient foreign savings would finance any level of current account deficit; the fourth misjudgment asserts that the increase of the overall productivity of the Brazilian economy could be pursued by the overvaluation of the exchange rate and by the expanding insertion of the multinational corporations. Those mistakes contributed to increase the foreign constraints, historically the main restraint to Brazilian development.

Key words: Real Plan, exchange rate policy, external accounts.

* O autor agradece as observações dos economistas Paulo Yokota, Marcelo Tsuji, Julio Cesar Callegari, e a colaboração da estagiária Cassiana Y. Hayashi Fernandez.

§ Professor aposentado da FEA-USP.

Desde Adam Smith, o objetivo principal dos que se preocupavam com a economia política costumava ser a melhoria do nível de bem-estar da população. Recentemente, os economistas, com sua aparente sofisticação, parecem ter perdido o seu problema.

Nas economias atualmente chamadas de emergentes costumava-se perseguir o máximo de desenvolvimento possível com os recursos disponíveis, observando, simultaneamente: um **equilíbrio interno**, expresso por contas fiscais balanceadas, estabilização da relação dívida/produto em nível razoável, taxas de juros e inflação condizentes com um satisfatório crescimento do produto; e um **equilíbrio externo sustentável** a longo prazo, mediante financiamentos e investimentos estrangeiros e estabilização da relação passivo externo/PIB em níveis aceitáveis.

A restrição externa sempre mereceu a atenção dos responsáveis pela formulação da política econômica nos países emergentes. Nunca se supôs que qualquer déficit externo pudesse ser facilmente financiado pelo sistema financeiro internacional. Nem se acreditava que as empresas multinacionais fossem, por definição, mais eficientes que as locais. Se elas possuíam tecnologias mais competitivas e poderiam estimular a produção interna, não se ignorava que sempre havia um custo a ser pago na sua utilização. Como consequência, atribuía-se uma elevada importância ao crescimento das exportações, como mecanismo de geração das divisas necessárias para o pagamento das importações e dos encargos decorrentes da utilização das poupanças estrangeiras.

O grande sucesso obtido na implementação do Plano Real fez com que o governo ficasse prisioneiro da estabilidade monetária, que se tornou praticamente o objetivo único, perseguido com taxas de juros escorchantes, impedindo a criação das condições para a recuperação do desenvolvimento.

A ideologia prevalecente entre os principais responsáveis pela política econômica conduziu a alguns equívocos relevantes: 1) que a moeda forte ajuda a construir uma economia forte; 2) que a memória de um longo processo inflacionário transfere para os preços todas as desvalorizações provocadas no câmbio; 3) que no mundo globalizado existem poupanças externas suficientes para financiar qualquer nível de déficit em conta corrente e; 4) que o aumento da produtividade da economia brasileira pode ser promovido pela valorização cambial e sua crescente absorção pelas empresas multinacionais.

Estas concepções contribuíram para aumentar a vulnerabilidade da economia brasileira com relação ao exterior.

Os problemas econômicos enfrentados pelas economias do Sudeste Asiático e da Rússia desencadearam restrições no sistema financeiro internacional, fragilizado pelos excessivos riscos assumidos e pelos descontrolados fluxos financeiros internacionais que não correspondem à evolução da produção e do comércio. Os financiamentos para as economias emergentes acabaram sofrendo uma brusca contração, principalmente para aquelas que apresentavam significativos desequilíbrios em seus fundamentos, como a economia brasileira.

Passou a ser imperativo o ajuste destas economias, começando pela necessidade de reverter seus déficits fiscais. Muitos estudos foram efetuados sobre o assunto. Entre eles, o de Roberto Perotti,¹ baseado em pesquisa de mais de 66 casos de ajuste fiscal em países membros da OECD, indica que somente 14 podem ser considerados de sucesso, ou seja, após três anos a relação dívida/PIB decresceu um mínimo de 5%. Nestes, os esforços foram concentrados principalmente nos cortes das despesas relacionadas com o pessoal público e transferências governamentais e não em aumentos de impostos e cortes de investimentos.

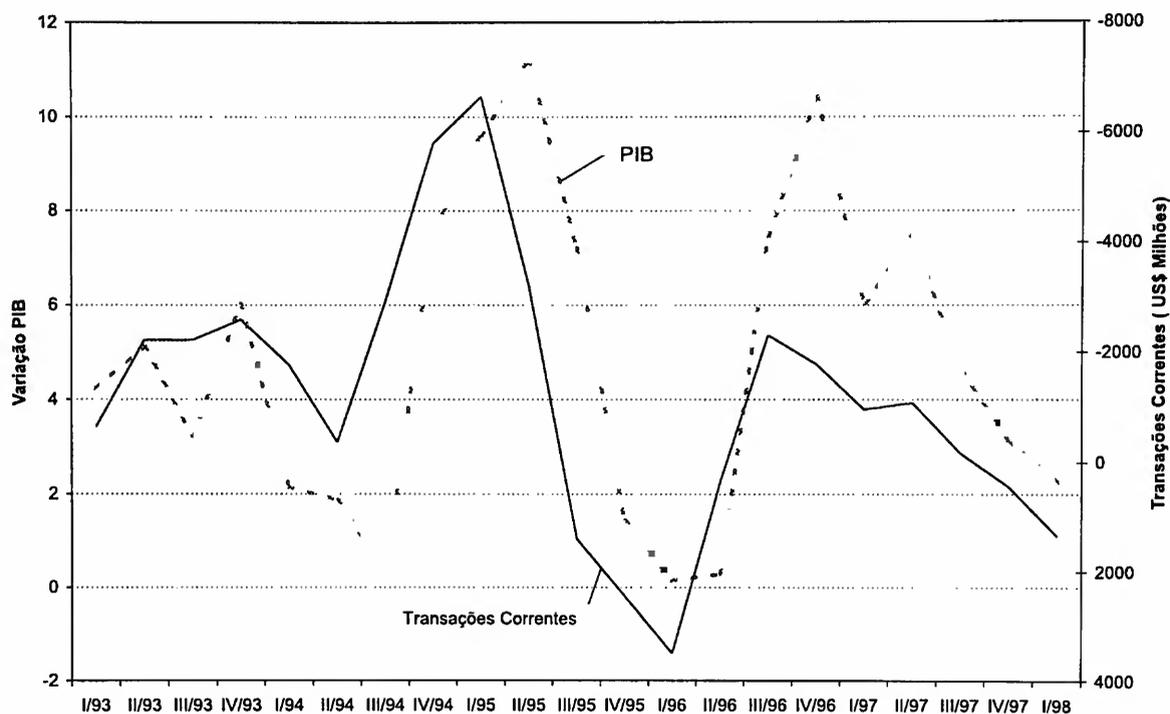
No caso brasileiro, o governo, num entendimento com o FMI, hoje preocupado com a propagação da recente crise pelas Américas, acabou por propor um forte ajuste fiscal concentrado no aumento de impostos com viés antiexportador e na promessa de cortes de verbas orçamentárias. Ele já tinha provocado, nos últimos anos, um brutal aumento da carga tributária, sem conseguir controlar as suas despesas, sobrecarregadas com os juros da dívida pública. De outro lado, o conjunto de medidas tem um forte sentido centralizador, numa economia com ampla diversidade regional, e onde as maiores necessidades estão concentradas nos municípios, principalmente com o aumento do desemprego. São evidentes as tendências recessivas de tais ajustes, além de caminharem na direção oposta da reforma fiscal desejável para aumento da eficiência da administração pública e da economia.

A principal restrição da economia brasileira para o desenvolvimento tem sido, historicamente, a limitação imposta pelo setor externo. A opção pelo ajuste fiscal com uma política monetária contracionista, sem um ajuste cambial, não garante a consistência dinâmica no financiamento do gigantesco déficit externo em contas correntes, principalmente diante do volume já atingido pela dívida pública interna e pelo passivo externo. Esta opção, além de provocar uma forte pressão recessiva, acaba por determinar um horizonte de crescimento econômico extremamente modesto, incompatível com a disponibilidade de mão-de-obra no Brasil.

1 Perotti, R. The political economy of fiscal consolidations. *Scandinavian Journal of Economics* 100, p. 367-394, 1998.

Sempre que a economia brasileira encontra limitações no financiamento do seu balanço em conta corrente, dada a falta de crescimento de suas exportações, acaba sendo obrigada a elevar a sua taxa de juros, provocando uma diminuição do seu nível de atividades, o que ocorreu nos últimos anos, como se observa no Gráfico I.

Gráfico I
Saldo em Transações Correntes & Variação do PIB



Fonte: IBGE, Bacen.

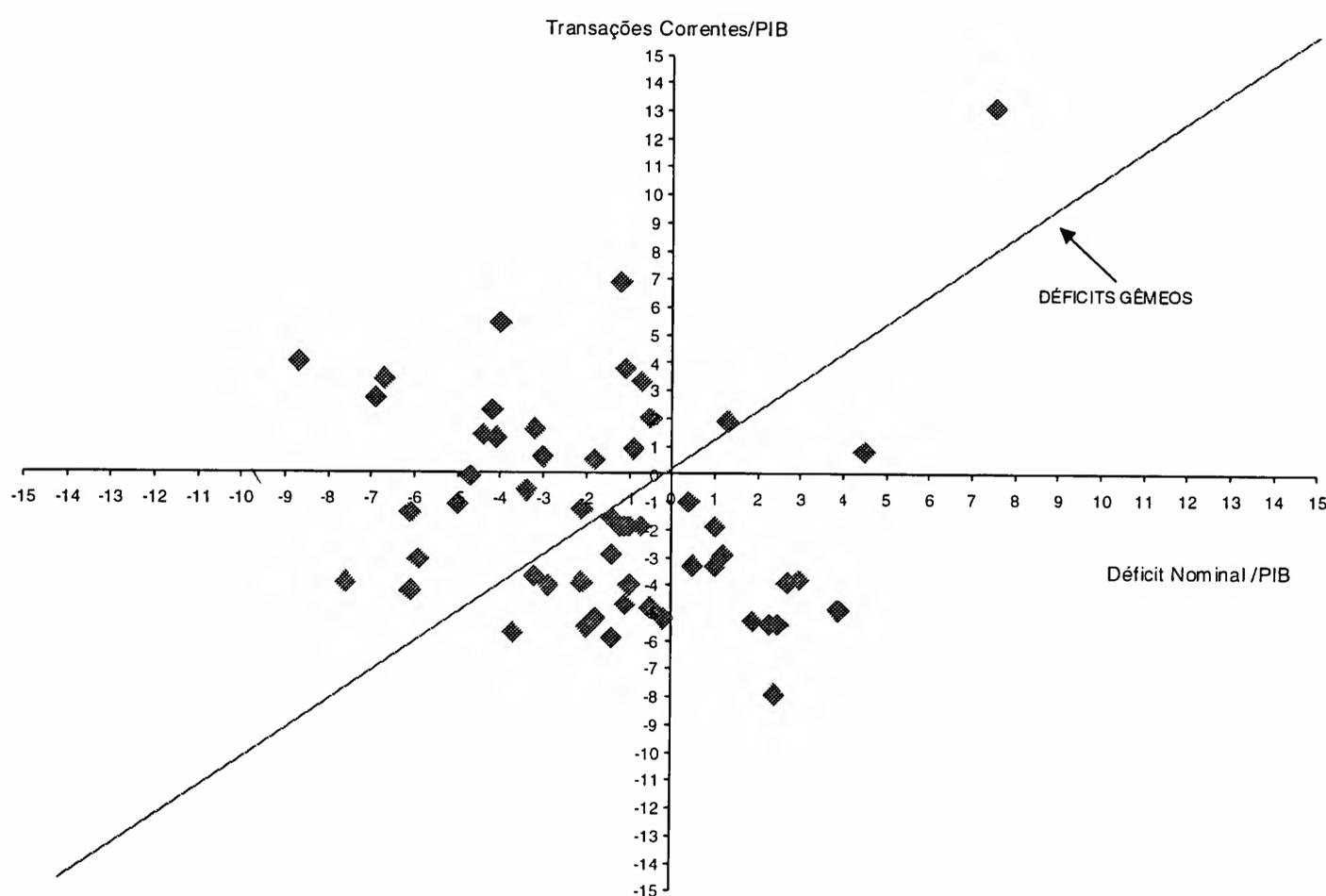
Com base na experiência colhida no Sudeste Asiático, o Banco Mundial apresenta, hoje, uma posição crítica a este tipo de ajuste. O sacrifício imposto aos mais desfavorecidos seria excessivo e, ainda que conveniente para as instituições financeiras internacionais, não garantiria a retomada do processo de desenvolvimento nas economias emergentes e a solução dos seus problemas fundamentais.

A propalada concepção dos “déficits gêmeos”, que ligava os déficits governamentais aos do setor externo, acabou por ser destruída pelos fatos.² O caso mais gritante foi o da economia norte-americana, que mesmo com a eliminação do déficit fiscal, em função da

2 A rigor, os déficits gêmeos seriam produzidos por uma identidade contábil. Nela o déficit fiscal deve ser cuidadosamente estipulado devido às exigências da contabilidade nacional. Ele não é o déficit “primário”. Aqui, aproxima-se, grosseiramente, o déficit da definição contábil pelo déficit nominal.

brilhante performance do seu crescimento econômico nos últimos anos, continua registrando os mais altos déficits em conta corrente. Num grande número de outras economias observa-se, igualmente, que não existe uma relação clara entre os dois fenômenos, como pode ser observado no Gráfico II, o que sugere que o ajuste fiscal pode resolver somente parte do problema.

Gráfico II
Déficit em Transações Correntes/Déficit Fiscal 1996-1997



Fonte: FMI.

Importantes economistas do passado sempre apontaram que o câmbio valorizado acaba fragilizando a economia, assunto que tem sido retomado recentemente por Paul Krugman. Ainda que a orientação que vem sendo adotada pela equipe econômica proporcione uma significativa vantagem para os credores externos, que se beneficiaram das arbitragens de juros e não correram riscos cambiais até agora, a competitividade externa brasileira ficou muito comprometida nos terceiros países, diante das generalizadas desvalorizações que ocorrem no mundo, notadamente após as crises asiáticas.

O câmbio, além de determinar as relações entre moedas, representa um preço relativo entre os produtos “*tradeables*” e “*non-tradeables*”. A valorização dos setores voltados para o mercado interno os tornam atrativos para novos investimentos, enquanto os orientados para o aumento das exportações acabam sendo desestimulados, agravando o desequilíbrio do setor externo. Todo o fluxo de investimentos externos, inclusive os que adquiriram ativos internos no processo de privatização, tende a aumentar os encargos externos futuros de forma permanente, sem gerar as divisas necessárias para o seu atendimento.

Como a percepção no exterior é de que o Brasil, num momento qualquer, acabará realizando um ajuste cambial, os custos dos financiamentos externos embutem a margem para a sua cobertura, mesmo ela não ocorrendo. Assim, por exemplo, os financiamentos externos acabaram tornando-se mais custosos após o “*default*” da Rússia. Isto resulta em custos totais proibitivos, que são transmitidos para os juros internos pelos mecanismos dos fluxos financeiros e arbitragem internacional. O problema tornou-se mais complexo quando os mercados passaram a preferir a qualidade dos riscos aos ganhos mais elevados.

Os patamares mínimos de juros internos ficaram extremamente elevados, o que é agravado pela existência de arcaicos depósitos compulsórios no Banco Central e cunhas fiscais adicionais que estão sendo impostas pelo governo, aprofundando as tendências recessivas da economia. Na medida em que a dívida pública necessita ser financiada, os recursos do setor privado acabam sendo transferidos para os setores governamentais de menor eficiência no conjunto da economia.

As desvalorizações cambiais provocadas nas mais variadas economias do mundo, em diferentes situações, comprovaram que elas não guardam uma relação com a inflação, como propalado pelo governo. O efeito da flutuação cambial, mesmo quando ela é determinada pelas forças de mercado (e não por uma “desvalorização” arbitrada) é o de modificar na direção oposta o salário real. Não se deve confundir a queda do salário expressa em moeda estrangeira, o salário em dólares, por exemplo, que é importante fator de competitividade, com a queda dos salários reais em moeda nacional. Esta última será determinada pela participação das mercadorias transacionáveis na cesta que define o índice de custo de vida.

Suponha-se, para esclarecer, um salário nominal de 5.000, uma taxa de câmbio inicial de 10% e uma participação dos transacionáveis de 15% no índice do custo de vida. Qual o

efeito de uma modificação de 20% na taxa de câmbio? O salário em dólares cai de 500 (5.000/10) para 417 (5.000/12), uma queda de 17%, mas o salário real em moeda nacional cairá 3% (20% de aumento sobre os 15% de bens transacionáveis), o que levaria a um aumento da taxa de câmbio real de 17%.³

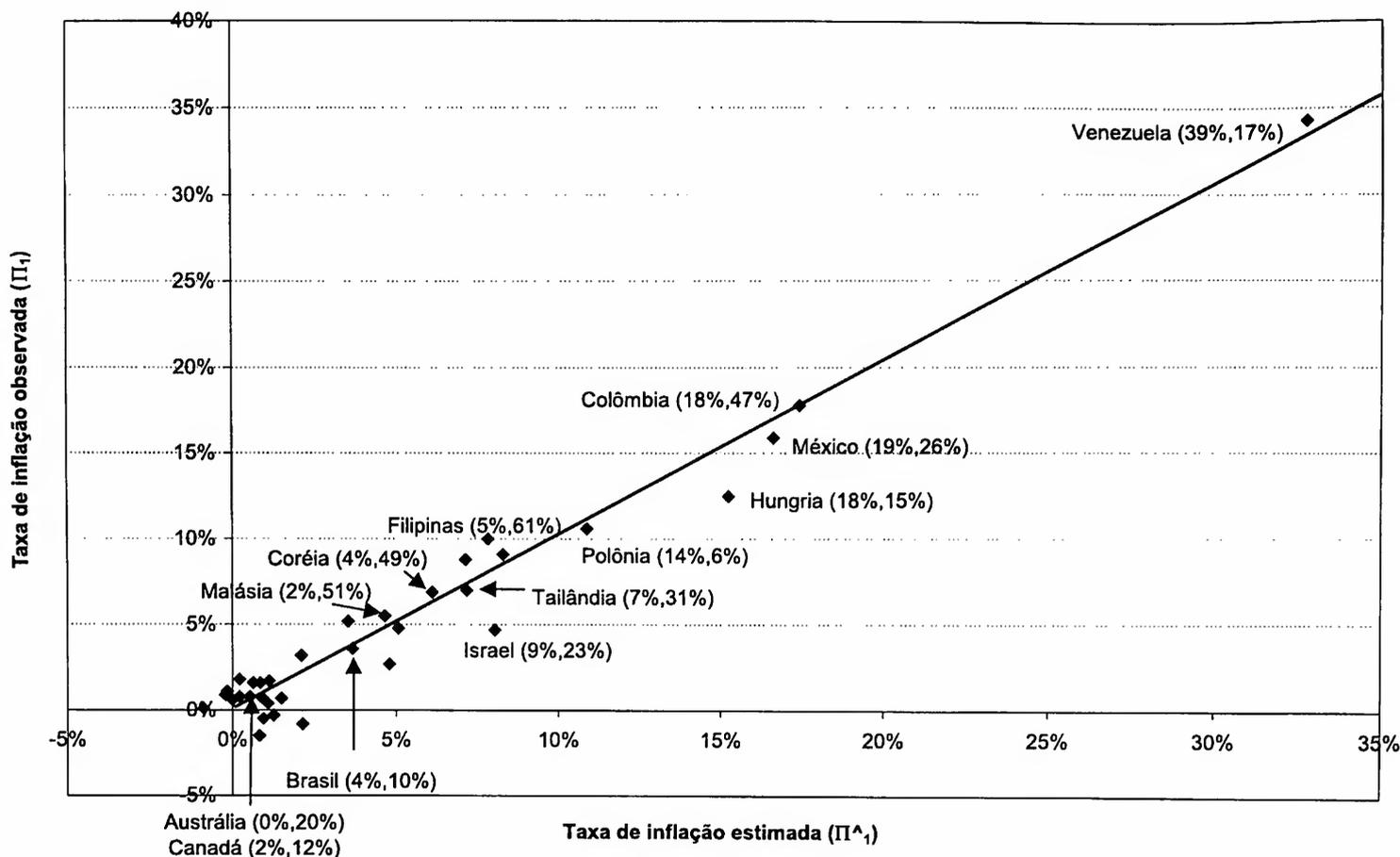
Fica evidente que a flutuação cambial não pode produzir efeito se: 1º) os salários nominais na moeda nacional tiverem uma correção automática e imediata pelo custo de vida, porque aí o salário real não pode ser reduzido e a desvalorização se consumirá em inflação; ou 2º) se a transmissão do aumento da taxa de câmbio para os bens não-transacionáveis for integral, o que elevaria todos os preços em 20%. Ora, nenhuma dessas condições existe plenamente, de forma que as manobras cambiais têm os seus efeitos divididos entre um aumento do câmbio real e um aumento dos preços. A repartição entre eles depende não apenas do mercado de trabalho mas também das políticas monetária e fiscal.

Há hoje uma tendência generalizada de queda da inflação que absorve parte dos efeitos das desvalorizações cambiais. A Venezuela, com uma inflação de 39% em julho de 1997, desvalorizou 17% e em outubro de 1998 sua taxa de inflação era menor. Algo parecido aconteceu com a Colômbia, que com uma taxa de inflação de 18% desvalorizou 47% e a inflação permaneceu a mesma. Israel, com uma inflação de 9%, desvalorizou 23% e a inflação caiu.

Tomando-se uma amostra de 34 países entre julho de 1997 e outubro de 1998, representada no Gráfico III, chega-se a uma fórmula na qual a taxa de inflação anual no fim do período pode ser aproximada pela soma de 83% da taxa de inflação do início do período com 7% da desvalorização realizada no período. Essa amostra exclui Rússia e Indonésia, onde o problema foi político, assim como a Índia e a Turquia (que tiveram condições especiais), mas inclui todos os asiáticos. No caso do Brasil, por exemplo, a inflação inicial era de 4,4% e a desvalorização no período de 10%. A fórmula chega à inflação final de 3,7% (83% da inflação inicial mais 7% da desvalorização), que se compara com a inflação observada de 3,6%.

3 Uma análise mais sofisticada pode ser vista em Buitter, W. *Principles of budgetary and financial policy*. 1990, p. 445.

Gráfico III
34 Países - Julho 97/Outubro 98
Inflação Estimada = 83% (inflação inicial) + 7% (desvalorização cambial)



Fonte: The Economist.

Os recentes estudos da Cepal³ acabaram por mostrar, também, que o crescimento da produtividade nos diversos setores econômicos não ocorre pela penetração dos investimentos externos. O fenômeno que provocou maior concorrência no mercado interno brasileiro, antes fortemente protegido, foi a abertura para o exterior, com as significativas baixas das tarifas de importação, até de forma unilateral e descuidada. Agora, diante dos déficits comerciais insustentáveis, estão sendo implementadas medidas restritivas de importação. No futuro, estas novas dificuldades acabarão por criar limitações para a expansão das exportações, porque todo “imposto ou restrição sobre as importações são um imposto sobre as exportações”

Ainda que a economia mais globalizada tenha acirrado a concorrência internacional, o Brasil já deu mostras, no passado, da flexibilidade que possui para adaptar-se às novas

³ Bielchowsky, R. (coord.). *Investimentos na transição brasileira dos anos 90*. Brasília: CEPAL, 1998.

condições vigentes. Os seus empresários são capazes de mobilizar os fatores de produção disponíveis e responder aos desafios que são colocados pela política econômica. E na medida em que muitos destes fatores estão ociosos, existem amplos espaços para o aumento da produção e da produtividade, com baixos custos sociais. Basta que as opções corretas de política econômica sejam adotadas.

