

Desde 1995 as duas características fundamentais da economia brasileira são a instabilidade macroeconômica, não obstante a alta inflação tenha sido debelada, e a quase-estagnação da renda por habitante. Mais amplamente, o que define o sistema macroeconômico brasileiro é seu caráter perverso, porque incompatível com o desenvolvimento econômico e com a distribuição de renda. Desde a crise internacional que se desencadeou em 1979 os brasileiros não sabem o que é desenvolvimento econômico. Houve desenvolvimento social e político, e algum crescimento da economia, porque a renda per capita aumentou um pouco e o crescimento da população ainda é positivo. Houve desenvolvimento político e social em consequência da transição para a democracia e de sua consolidação, e porque os grandes investimentos na área social minoraram um pouco o quadro de pobreza e desigualdade. Entretanto, para que a concentração de renda diminua de forma significativa é necessário retomar o desenvolvimento econômico e absorver o excedente estrutural de mão-de-obra que ainda caracteriza a economia subdesenvolvida do país. A melhora significativa dos indicadores sociais e dos índices de desigualdade ocorreu graças a um aumento elevado do gasto social do Estado — um aumento que fazia parte do Pacto Popular-Democrático estabelecido no Brasil no final dos anos 1970. No momento, porém, torna-se impossível continuar a aumentar a carga tributária para dar continuidade a essa política. A única solução é retomar o desenvolvimento econômico, reduzir a oferta ilimitada de mão-de-obra ainda existente neste país dual que é o Brasil, e assim possibilitar que os salários cresçam com o aumento da produtividade.

Ao invés de desenvolvimento econômico, entretanto, o que temos no Brasil — e também na América Latina — desde 1980 é a quase-estagnação, como se pode ver pelos dados da Tabela 1. A renda por habitante, que crescia aceleradamente entre os anos 1950 e 1970, caiu para um nível inferior a 1% anual nos anos 1980 e 1990 foi muito modesta e, nos anos 2000, não obstante o grande aumento de exportações, o crescimento da renda per capita anual foi de apenas 1,54%, mesmo depois da revisão dos dados sobre o

crescimento do PIB brasileiro pelo IBGE no início de 2007. A queda da renda per capita nos anos 1980 não foi surpresa: depois de um crescimento espantoso na década anterior, as distorções no sistema econômico eram inevitáveis. O endividamento externo via acesso à poupança externa deixou o país à mercê do segundo choque do petróleo em 1979 e da elevação da taxa de juros internacional em 1980, de forma que o Brasil, na companhia de um grande número de outros países em desenvolvimento, mergulhou na grande crise da dívida externa. Esta crise em pouco tempo se transformou também em uma crise fiscal, seja porque os grupos dominantes lograram transferir para o Estado suas obrigações, seja porque a crise política e a transição democrática estimularam o populismo econômico. A instabilidade macroeconômica que então se instaurou no Brasil refletiu-se na alta inflação inercial que dominou o ambiente econômico brasileiro entre 1980 e 1994.

Tabela 1  
TAXAS DE CRESCIMENTO DO PIB PER CAPITA COMPARADAS  
(Médias anuais em %)

Média	Países da OCDE	América Latina	Brasil
1950-1979	3,3	2,3	3,9
1980-1989	2,3	-0,3	1,0
1990-1999	3,0	1,3	0,8
2000-2004	5,0	0,2	1,5

Fonte: Cepal, OCDE.

Enquanto isso, os demais países se desenvolviam. Conforme podemos ver também na Tabela 1, o crescimento da economia brasileira a partir de 1980, além de ser baixo quando comparado com o período anterior, é também baixo em relação aos países ricos da OCDE. Entre 1950 e 1979, o Brasil crescia mais rapidamente do que a América Latina e os países da OCDE. Desde 1980, crescemos muitíssimo mais lentamente do que os países ricos, contrariando toda a teoria econômica que supõe a tendência à convergência dos níveis de desenvolvimento; desde 1990 passamos a crescer mais lentamente que os próprios países latino-americanos que antes ficavam muito atrás do Brasil. No período 2000-2004 nossa taxa de crescimento foi melhor do que a da América Latina devido à grande crise da Argentina, mas esse país já se recuperou e vem crescendo de forma acelerada, enquanto as taxas brasileiras continuam amplamente insatisfatórias, apesar do grande aumento das exportações desde 2002. A Tabela 2, por sua vez, apresenta o crescimento

médio do PIB per capita do Brasil comparado com o de alguns países grandes, no período 1996-2005. Em um período de altas taxas de crescimento, a do Brasil foi muito pequena. Os dados dessas duas tabelas mostram que a semi-estagnação da economia brasileira é um problema nosso — não é um problema da economia mundial ou da América Latina. Nos anos 1980, dada a crise da dívida externa que atingiu toda a região, tratava-se de um problema da América Latina que podia ser atribuído à dívida e à alta inflação, mas desde 1994 trata-se de uma semi-estagnação brasileira, fruto da nossa incapacidade de enfrentar os desequilíbrios macroeconômicos existentes e de definir uma estratégia nacional de desenvolvimento.

Tabela 2  
CRESCIMENTO DO PIB PER CAPITA — 1996-2005  
(Vários países)

País	%
China	7,7
Índia	4,4
Rússia	4,3
Polônia	4,1
Coréia do Sul	3,7
Espanha	3,1
Chile	2,8
Estados Unidos	2,2
África do Sul	1,7
Brasil	1,3
Japão	1,0

Fontes: CNI, com dados de FMI, Banco Mundial e IBGE.

Por mais grave que fosse, uma crise como aquela que se desencadeou no Brasil a partir de 1979-1980, quando ocorre o segundo choque do petróleo e a elevação das taxas de juros internacionais, poderia durar dois ou três anos. Está, entretanto, durando 25 anos, e é preciso saber por quê. Para isso, é necessário dividir o período de 25 anos em duas partes: um primeiro período, entre 1980 e 1994, quando prevalecia a alta inflação inercial, e um segundo a partir da estabilização dos preços alcançada pelo Plano Real. Este segundo período poderia ainda ser subdividido, para dar conta do choque externo positivo representado, a partir de 2002, pelo crescimento extraordinário das exportações brasileiras. Estas dobraram entre 2002 e 2005, mas

o efeito sobre as taxas de crescimento do país foi muito pequeno. Apenas no ano de 2004 o crescimento do PIB foi satisfatório, alcançando 5,7%; no ano seguinte baixou para 2,9%; em 2006 o crescimento foi de apenas 3,7%, apesar de a economia mundial haver continuado a crescer aceleradamente.

Entre 1980 e 1994, o baixo crescimento está diretamente relacionado com as crises da dívida externa e fiscal que se expressam em altas taxas de inflação. A crise da dívida externa é um problema de solvência da Nação como um todo, enquanto a crise fiscal é uma falência do Estado, que traduz o esgotamento do modelo de substituição de importações. Mal ou bem, esses problemas foram enfrentados nos anos 1980 e início dos anos 1990, de forma que estavam razoavelmente equacionados quando o Plano Real afinal logrou estabilizar a alta inflação. A reforma da economia brasileira começou com a bem-sucedida desvalorização cambial de 1983, a partir da qual se produziram elevados superávits comerciais; teve prosseguimento com a reforma financeira do Ministério da Fazenda que acabou com a multiplicidade de orçamentos (1983-1987); continuou com a renegociação da dívida e a abertura comercial, ambas políticas iniciadas em 1987 e terminadas no início dos anos 1990; e completou-se com a neutralização da inércia inflacionária pelo Plano Real, em 1994.<sup>1</sup>

O importante agora é compreender o segundo período, quando o Brasil tinha todas as condições para retomar o desenvolvimento e, no entanto, não o fez. O Plano Real (que limito ao ano de 1994) havia sido uma estratégia bem-sucedida de neutralização da inércia inflacionária baseada em uma teoria nacional, desenvolvida fundamentalmente por economistas brasileiros. Era uma indicação clara de que os problemas macroeconômicos de um país devem ser enfrentados pelos economistas desse país, a partir de uma análise específica das restrições e oportunidades que sua economia enfrenta no quadro da economia mundial. Não obstante, os brasileiros viviam naquele momento a crise do modelo nacional-desenvolvimentista e o triunfo do capitalismo sobre o comunismo, das economias de mercado sobre as economias de comando. Provavelmente por essas razões — porque a Nação brasileira estava enfraquecida pela crise e porque a hegemonia ideológica do Norte, particularmente dos Estados Unidos, se tornara muito forte —, o governo brasileiro decidiu adotar, a partir de 1995, a ortodoxia convencional, ou seja, o conjunto de diagnósticos, recomendações e pressões que os países ricos diri-

---

<sup>1</sup> Minha análise do período 1980-1994 encontra-se principalmente nos ensaios reunidos em Bresser-Pereira (1992), *A crise do Estado*.

gem aos países em desenvolvimento. Naquele momento, após a crise da dívida externa, as agências governamentais e quase-governamentais em Washington e os agentes financeiros em Nova York (as duas fontes principais da ortodoxia convencional) propunham aos países emergentes uma nova estratégia de desenvolvimento: “abrir a conta de capitais e crescer com poupança externa”. Essa estratégia contrariava a experiência histórica do desenvolvimento econômico que mostra que este é sempre alcançado com recursos próprios; contrariava, também, a própria experiência de estabilização do Fundo Monetário Internacional, que até os anos 1980 recomendava depreciação cambial quando um país se via diante de uma crise de balanço de pagamentos. Desde o início dos anos 1990, porém, a agência deixara de se preocupar com os déficits em conta corrente (que são a própria poupança externa), a partir do pressuposto de que a entrada de poupança externa implicaria correspondente aumento da taxa de investimento do país, e concentrara sua atenção apenas no controle da inflação, que se daria através de ajuste fiscal, da política de juros e de âncora cambial.<sup>2</sup> O equilíbrio externo, segundo a nova versão da ortodoxia convencional que então se estabeleceu,<sup>3</sup> seria automaticamente resolvido pelo ajuste fiscal combinado com a hipótese dos déficits gêmeos. Os países, que mal haviam saído da grande crise da dívida externa, eram agora chamados a se endividar para crescer com poupança externa. Em um primeiro momento, deviam se dedicar ao *confidence building*, ou seja, deviam tornar-se “merecedores” dessa poupança — do crédito ou dos investimentos diretos dos países ricos; em um segundo, depois de haverem se endividado, deviam submeter-se ainda mais fortemente aos ditames da ortodoxia convencional simplesmente para conseguirem rolar a dívida externa já contraída.

A política do *confidence building* que assim se impunha significava que o país deixava de pensar por conta própria e passava a seguir as políticas re-

---

<sup>2</sup> Os livros-texto continuam a falar em “política monetária” em vez de “política de juros”. Mas o fato é que os bancos centrais abandonaram a estratégia clássica de controlar a taxa de juros através da administração da oferta e da demanda de moeda, e, mais especificamente, a política monetarista de metas monetárias foi também abandonada pelos bancos centrais, que passaram a administrar diretamente a taxa de juros. Em consequência, a curva LM dos modelos IS-LM foi substituída pela curva MP, passando o modelo a ser IS-MP (Nakano, 2002).

<sup>3</sup> Chamei inicialmente a ortodoxia convencional, na forma que ela assume no início dos anos 1990, de Segundo Consenso de Washington, distinguindo-o do primeiro, dos anos 1980. A expressão “ortodoxia convencional” é mais geral e, por isso, mais conveniente.

comendadas pela ortodoxia convencional. Quais eram essas políticas? Cada país, além de (1) adotar como estratégia de crescimento a competição pela poupança externa dos países ricos, deveria (2) aprofundar suas reformas orientadas para o mercado, particularmente a abertura financeira (para que o financiamento externo não enfrentasse obstáculos), e (3) combater a inflação com três instrumentos: ajuste fiscal, âncora cambial e, sempre que necessário, a elevação da taxa de juros básica ou de curto prazo do banco central. Entretanto, como a política de âncora cambial fracassou em poucos anos, foi prontamente substituída pela flutuação do câmbio (agora o mercado resolveria automaticamente os problemas do equilíbrio externo...) e por uma nova âncora ou quase-âncora: a política de metas de inflação que mais solidamente justificaria altas taxas de juros.

Entre as políticas econômicas constantes da ortodoxia convencional, apenas a do ajuste fiscal era correta, mas mesmo esta ficou no plano da intenção e não se confirmou em metas exigentes e políticas fiscais rigorosas. As metas fiscais estabelecidas não eram, como veremos, de redução do déficit público, mas de aumento do superávit primário que podia ocorrer com a manutenção de alto déficit público, desde que os juros pagos pelo Estado fossem altos. Conforme observa Cardim de Carvalho (2005: 336), “em vez do estoque da dívida diminuir como era esperado em função do equilíbrio fiscal que seria alcançado com a estabilização de preços, os desequilíbrios fiscais acabaram por se agravar em resultado, entre outras coisas, do próprio aumento das despesas com o serviço da dívida, explicado pela manutenção de taxas de juros excepcionalmente elevadas”. No plano das contas externas, abrir a conta de capitais para crescer com poupança externa, ou seja, com déficits em conta corrente, significava aceitar endividamento externo crescente acompanhado de taxa de câmbio apreciada. Usar a taxa de câmbio como âncora cambial implicava uma apreciação ainda mais forte. Usar, em substituição, uma política de plena flutuação cambial significava perder controle da taxa de câmbio e permitir também sua apreciação. No plano interno, manter a taxa real de juros de curto prazo em nível elevado, a partir da hipótese de que a taxa neutra ou de equilíbrio (aquela que não acelera a inflação) seria alta, envolve elevados custos fiscais e impede as operações de crédito necessárias para financiar investimento e bens de consumo durável, além de também implicar apreciação da taxa de câmbio. Tudo isso quando sabemos que o ajuste fiscal é fundamental para um país e que uma taxa de câmbio relativamente depreciada e, portanto, competitiva, tem sido a condição por excelência de desenvolvimento de países que já superaram a fase da substituição de importações e adotam um modelo exportador.

Quando a crise de balanço de pagamentos de 1998 impôs o abandono da âncora cambial, a política de flutuação do câmbio que a substituiu em 1999 continuou a promover a apreciação crônica do câmbio, já que os outros dois fatores de apreciação (a entrada livre de capitais e as altas taxas de juros) continuavam em vigor, como continuam até hoje. A economia brasileira continuava assim vulnerável a crises de balanço de pagamentos. A nova crise não tardou em materializar-se em 2002, impulsionada também por uma crise política. Durante todo esse tempo, a política monetária ou, mais precisamente, a política de juros adotada pelo Banco Central do Brasil<sup>4</sup> (elevar essa taxa a qualquer sinal de aumento da inflação e não baixá-la para menos de 9% em termos reais) manteve-se como um fator fundamental de desestabilização da economia brasileira. Já era assim no tempo da âncora cambial, mas o caráter doentio da alta taxa de juros de curto prazo definida por essa instituição tornou-se ainda mais claro a partir da flutuação do câmbio de 1999 e a adoção imediatamente em seguida da política de metas de inflação. A adoção da política de metas de inflação ocorria em um momento inadequado. Esta é uma prática útil para monitorar a inflação *dentro de um determinado regime* de política monetária, mas não serve para realizar o que se fazia necessário naquele momento: *mudar o regime* de política monetária, sair da armadilha dos juros altos e do câmbio baixo. O que a economia brasileira precisava então, como continua precisando hoje, era de uma estratégia envolvendo todo o governo e não apenas o Banco Central para escapar das altas taxas de juros que então prevaleciam. Ao montar seu modelo de metas de inflação em meados de 1999, quando a taxa real de juros de curto prazo era altíssima, o Banco Central não teve dúvidas em estabelecer como taxa de juros de equilíbrio cerca de 9% em termos reais, reconhecendo, dessa forma, a armadilha em que se metia. Com isso, se via obrigado a aumentar a Selic, ou seja, a taxa de juros de curto prazo, toda vez que a taxa de juros chegasse a esse nível real, ao invés de adotar uma estratégia de baixa da taxa de juros que poderia, temporariamente, implicar em algum aumento da inflação devido à depreciação cambial que necessariamente sobreviria.

Discutirei amplamente as implicações de todos esses problemas, como discutirei também a substituição da estratégia de âncora cambial pela de câmbio flutuante que não demora a ocorrer, pressionada pelas crises sucessivas

---

<sup>4</sup> A partir daqui usarei apenas Banco Central, com iniciais maiúsculas, para me referir ao Banco Central do Brasil, e “banco central” para os demais casos.

de balanço de pagamentos que caracterizaram os anos 1990. Aqui o que importa assinalar é que o resultado de tudo isso foram, diretamente, altas taxas de juros, taxas de câmbio sempre tendendo à apreciação e crises financeiras recorrentes; em consequência, a taxa de investimento não aumentou e a quase-estagnação se manteve. O objetivo fundamental, que era aumentar a taxa de investimento, não se concretizou, e o Brasil continuou a apresentar taxas inferiores a 19% ao ano de acumulação de capital,<sup>5</sup> taxas muito inferiores às alcançadas pelos países dinâmicos da Ásia e os razoavelmente dinâmicos da Europa Central e do Leste, cujas taxas de investimento e sua variação nos últimos doze anos aparecem na Tabela 3. Ficamos abaixo até da África.

Tabela 3  
TAXA DE INVESTIMENTO EM GRUPOS DE PAÍSES — 1995-2004  
(% do PIB)

	Média 1995-2004	2004
Países desenvolvidos	21,3	20,6
África	20,0	21,3
Leste e Centro Europeu	23,9	24,5
Dinâmicos da Ásia	32,6	35,4
América Latina	20,8	20,4
Brasil	17,7	17,8
Mundo	22,1	21,9

Fonte: CNI, com dados de FMI, Banco Mundial e IBGE.

#### INSTABILIDADE MACROECONÔMICA

Essas decisões de política econômica e sua subordinação à ortodoxia convencional conspiraram para que a economia brasileira se mantivesse quase-estagnada. Voltarei novamente a elas no transcórrer deste livro. Neste primeiro capítulo, que apenas oferece um quadro geral da macroeconomia da estagnação, é necessário assinalar também a intrínseca instabilidade macroeconômica que tem caracterizado a economia brasileira. Embora a política macroeconômica convencional aqui adotada seja feita em nome da estabili-

<sup>5</sup> Afinal, em 2006, segundo estimativa do Grupo de Análise de Conjuntura do IPEA, a taxa de investimento subiu para 20,4% a 20,8% do PIB.

dade, o que temos é permanente instabilidade. A economia brasileira não está apenas semi-estagnada há 25 anos. Os brasileiros, escaldados pela alta inflação inercial de 1980-1994 e satisfeitos com os preços quase estáveis desde 1995, não percebem com clareza que a economia brasileira está também marcada pela instabilidade macroeconômica, sendo essa a causa mais direta e imediata do baixo crescimento. Por muito tempo, a partir de uma interpretação equivocada da teoria keynesiana, entendeu-se que haveria uma compensação entre crescimento e estabilidade. De fato, no curto prazo, essa compensação existe: uma economia que cresce rapidamente pode estar sujeita à inflação de demanda e, se sua taxa de câmbio não for competitiva, à crise de balanço de pagamentos. No médio prazo, entretanto, a estabilidade macroeconômica é essencial para o desenvolvimento. A saúde financeira do Estado, expressa em baixo índice de endividamento público e poupança pública positiva, é uma condição da estabilidade macroeconômica e do crescimento. Keynes só defendeu o déficit público como política econômica anticíclica a partir do pressuposto de que as finanças do Estado estivessem naquele momento em equilíbrio, ao mesmo tempo em que existia insuficiência de demanda e desemprego. Nessa circunstância particular seria legítimo incidir temporariamente em déficit (Bresser-Pereira e Dall'Acqua, 1991). Fora disso, um déficit público crônico e um alto endividamento público, assim como alta taxa de inflação, são sinais de desequilíbrio, se não de crise.

A teoria econômica do desenvolvimento não deu à estabilidade macroeconômica suficiente importância na época do seu auge (anos 1940 e 1950), talvez porque, durante os trinta Anos Dourados ou Gloriosos do capitalismo (1945-1975) — que coincidiram com os anos do acordo de Bretton Woods —, a estabilidade macroeconômica parecia ter sido alcançada, mesmo pelos países em desenvolvimento, graças às taxas de câmbio fixas e à existência de limitações factuais aos empréstimos internacionais (o sistema financeiro internacional, provavelmente, estava ainda escaldado com os *defaults* internacionais do início dos anos 1930). Ninguém imaginava, portanto, que nos anos 1970 o quadro mudaria totalmente, menos devido ao fim da conversibilidade do dólar (1971) e ao primeiro choque do petróleo (1973), e mais devido a um fator correlato, mas autônomo, que afetaria profundamente a estabilidade e o crescimento dos países em desenvolvimento: a decisão do sistema financeiro internacional de aproveitar a oportunidade de reciclar petrodólares para passar a transferir grande volume de recursos aos países em desenvolvimento na forma de financiamento, e a decisão correlata dos países em desenvolvimento de aproveitarem essa “oportunidade” para financiar seus investimentos. Esses financiamentos tinham o apoio teóri-

co de todas as correntes ou escolas econômicas. Durante os anos 1970, os países se endividaram fortemente, sobretudo os latino-americanos, e o resultado foi sua grave desestabilização macroeconômica a partir do início dos anos 1980. Não obstante, depois da crise dos anos 1980, os financiamentos internacionais aos países em desenvolvimento voltaram nos anos 1990 com toda a força, com o total apoio da ortodoxia convencional, que via nesse endividamento a concretização de sua política de crescimento com poupança externa. Sem surpresa, o novo endividamento internacional transformou-se em fator fundamental de instabilidade macroeconômica e de paralisação do crescimento.

Países como o Brasil, que já haviam realizado sua revolução industrial e que agora tinham todas as condições para crescer mais rapidamente do que os países ricos e, assim, convergir gradualmente para seus níveis de desenvolvimento, como a teoria econômica previa, passaram a crescer a taxas substancialmente menores. Se me perguntassem qual foi a causa dessa instabilidade e dessa quase-estagnação e limitassem minha resposta a apenas uma causa, não teria dúvida em afirmar que foi uma taxa de câmbio sobre-apreciada, porque desde 1990, com a abertura comercial e financeira, a doença holandesa deixou de ser neutralizada pela administração da taxa de câmbio efetiva (que inclui as tarifas), e porque, entre 1994 e 2002, o país adotou uma política de crescimento com poupança externa que apreciou ainda mais a taxa de câmbio efetiva; com uma taxa de câmbio sobre-apreciada não houve demanda agregada de exportação para estimular os necessários investimentos industriais em atividades com elevado valor adicionado per capita.

A partir dos anos 2000, o novo desenvolvimentismo, que então se constituía como estratégia nacional de desenvolvimento, adotou uma atitude dura em relação ao endividamento público e externo, enquanto a ortodoxia convencional que se pressupõe “dura” afrouxava sua posição em relação aos déficits em conta corrente para se tornar coerente com sua política de crescimento com poupança externa. De fato, o novo desenvolvimentismo é mais exigente do que a ortodoxia convencional em relação ao equilíbrio intertemporal das contas públicas e das contas externas, apesar de toda a retórica de “rigidez” ou “dureza” de que essa ortodoxia pretende se revestir. A ortodoxia convencional considera “natural” que um país em desenvolvimento tenha tanto uma dívida pública como uma dívida externa elevadas, desde que estáveis, e considera também “natural” que os juros que remuneram essas duas dívidas sejam elevados e que a taxa de câmbio seja suficientemente valorizada para que o país não comece a pagar sua dívida com as receitas das exportações. Para a ortodoxia convencional, déficits em conta corrente sig-

nificam que o país está recebendo poupança externa e esta seria essencial para o crescimento. O novo desenvolvimentismo rejeita inteiramente essa perspectiva frouxa — compatível com o populismo cambial e com a captura por rentistas do patrimônio público. Para que haja estabilidade macroeconômica, as duas dívidas devem ser modestas e as taxas, adequadas. Um Estado-nação altamente endividado, assim como um Estado altamente endividado, são frágeis financeiramente, estão sempre sujeitos aos “conselhos” da ortodoxia convencional e às crises de balanço de pagamentos. Quando um Estado-nação tem uma alta dívida externa, seus cidadãos devem realizar poupanças extraordinárias simplesmente para pagar os juros da dívida. Da mesma forma, quando um Estado tem uma dívida pública alta precisa realizar poupanças públicas elevadas para não incidir em desequilíbrio fiscal. Se o endividamento ocorrer no setor privado, poupanças extraordinárias implicarão a necessidade de taxas de lucros extraordinárias para pagar os juros; já se o Estado for o principal responsável pela dívida, seja ela interna ou externa, a carga tributária deverá ser também extraordinária para pagar os juros. Nos dois casos, isso acarretará salários menores e consumo reduzido, consistentes com uma moeda relativamente depreciada (que reduz os salários reais), já que a taxa de lucro deverá ser mantida para manter a economia funcionando. A ortodoxia convencional, entretanto, quer compatibilizar o pagamento de altos juros pelo Estado com moeda apreciada — e portanto com salários reais elevados — e com a manutenção da carga tributária constante. Ora, isto só é possível se o endividamento desse Estado continuar a aumentar — ou seja, se o problema original, ao invés de ser resolvido, se agravar. Outra possibilidade é buscar um aumento no superávit primário que estabilize o endividamento, mas isto, com a manutenção da taxa de juros elevada e o câmbio apreciado, implicará em redução dos lucros — aquilo que definitivamente não pode acontecer em uma economia capitalista a não ser que estes sejam extraordinários.

A estabilidade macroeconômica não se define apenas por preços relativamente estáveis e um ajuste fiscal definido por superávits primários, mas por pleno emprego, inflação sob controle, taxa média de juros moderada, taxa de câmbio competitiva e pelo caráter intertemporalmente sadio das contas do Estado e do Estado-nação. Do ponto de vista das finanças públicas existe estabilidade macroeconômica quando a relação dívida pública/PIB e a relação juros pagos pelo Estado/PIB estiverem dentro de um limite aceitável; se essas relações estiverem altas, não bastará que o superávit primário seja alto: o déficit público em relação ao PIB deverá ser suficientemente baixo para que a relação dívida pública/PIB caia gradualmente; e a taxa de juros deverá

ser gradualmente reduzida para que a relação juros pagos pelo Estado/PIB também baixe gradualmente. Do ponto de vista do país como um todo, haverá estabilidade macroeconômica se a relação dívida externa/exportações estiver dentro do limite aceitável e se o eventual déficit em conta corrente for suficientemente pequeno para não elevar esse outro índice de endividamento; se este não for o caso, será preciso transformar o déficit em conta corrente em superávit ou lograr aumentar as exportações para que a relação dívida/exportações passe a ser confortável. Tanto em um caso como no outro o mais importante é a medida de fluxos — o déficit público ou o déficit em conta corrente — porque são eles que, afinal, determinam se no decorrer do tempo a economia está equilibrada ou caminha para a crise. Não basta, portanto, que a inflação esteja sob controle e as metas de superávit primário estejam sendo atingidas.

Conforme observa José Antonio Ocampo (2003: 93), a mudança da perspectiva keynesiana que definia estabilidade macroeconômica como “pleno emprego e crescimento econômico estável, acompanhado por baixa inflação e contas externas sustentáveis” foi substituída por “equilíbrio fiscal e estabilidade de preços”. Ora, argumenta ele, essa política de tirar do centro do palco a atividade econômica real não se justifica economicamente, dado o alto custo das crises reais e o caráter pró-cíclico que os mercados não controlados assumem ao aprofundar tanto os momentos de euforia como os de crise. Não basta o equilíbrio das contas públicas do Estado e das contas externas do Estado-nação: é preciso também que os preços macroeconômicos estratégicos estejam corretos — que a taxa de juros “seja moderada”, como determina a lei norte-americana que regula o Federal Reserve Bank, e que a taxa de câmbio seja estável, permitindo a previsibilidade por parte dos exportadores, e competitiva, garantindo o equilíbrio intertemporal das contas externas. Finalmente, além da inflação sob controle, para que haja estabilidade macroeconômica é preciso que haja um razoável pleno emprego. Não digo simplesmente pleno emprego — o nível de atividade que admite apenas o desemprego friccional (decorrente das mudanças de emprego dos trabalhadores) —, porque é difícil dizer qual seja essa taxa. E rejeito o conceito NAIRU (*non accelerating inflation rate of unemployment*) — a taxa de desemprego que não acelera a inflação —, porque essa taxa é ainda mais difícil de ser medida e, principalmente, porque esse conceito tem sido utilizado pela economia convencional para esconder o desemprego que é inconsistente com uma macroeconomia neoclássica. Durante anos, economistas convencionais usaram esse conceito para dizer que não havia desemprego nos Estados Unidos, quando a taxa medida era superior a 6% da mão-de-

obra ativa; quando essa taxa baixou 2 pontos percentuais sem que nenhuma mudança estrutural houvesse ocorrido, a antiga taxa de pleno emprego foi rapidamente esquecida. Digo pleno emprego razoável porque entendo que existe uma taxa de desemprego um pouco superior à do desemprego friccional, que representa um compromisso entre, de um lado, trabalhadores e membros da classe média profissional que a querem menor, pois não querem ficar desempregados, e, de outro lado, rentistas que a querem maior, para evitar qualquer ameaça de que a inflação decorrente de um menor desemprego dilua seus ativos. James Galbraith (1997) mostrou que é fraca a evidência de que a ultrapassagem da hipotética NAIRU leva a uma inaceitável aceleração da inflação: os custos de procurar restringir a demanda a esse nível são altos, e os benefícios, pequenos.

A economia brasileira, desde 1980, não preenche esses critérios de estabilidade macroeconômica. O desemprego continua muito alto: nem o mais convicto economista convencional, adepto da NAIRU, terá coragem de falar em pleno emprego no Brasil. A taxa real de juros de curto prazo é a mais alta do mundo e só fica abaixo de 9% reais por algum “acidente”, como o ocorrido em 2003. A sociedade brasileira pode “estar acostumada” a essa alta taxa de juros desde 1995, como estávamos acostumados à alta inflação inercial entre 1980 e 1994, mas isso não elimina o caráter intrinsecamente doentio do fenômeno: como a alta inflação e o grande desequilíbrio naquele período, desde 1995 a alta taxa de juros é a doença mais grave que a economia brasileira enfrenta; é uma anomalia que não pode ser explicada pelo simples funcionamento do mercado. Essa anomalia se traduz em taxas rebaixadas de crescimento, em enorme dificuldade em financiar os bens não-comercializáveis ou voltados para o mercado interno e, principalmente, em necessidade de elevada carga tributária. A taxa de câmbio, finalmente, além de altamente instável, tende a baixar e se tornar apreciada devido aos influxos de capital atraídos pelos altos juros, depreciando-se apenas nos momentos de crise ou de ameaça de crise. Apenas a taxa de inflação, embora de forma ainda insatisfatória, preenche a exigência de uma economia estável; os atuais 3%, porém, não são seguros porque foram alcançados em grande parte graças a uma apreciação insustentável a médio prazo da taxa de câmbio.

Do ponto de vista fiscal, a economia brasileira está longe de ter alcançado o equilíbrio. Embora desde 1999 venha cumprindo a meta de superávit primário, que é aquela que interessa aos credores e ao FMI, continua com poupança pública negativa e seus índices de endividamento continuam preocupantes, principalmente o índice de juros pagos pelo Estado/PIB. Houve uma queda do índice de endividamento público, que já alcançou 57% do

PIB e hoje se encontra em torno de 50%. Entretanto, essa melhoria não se deveu a uma diminuição real da dívida, mas ao fato de que a dívida pública externa, hoje praticamente zerada em termos líquidos, era relativamente alta, de forma que a apreciação do real implicou em diminuição da relação dívida pública/PIB. Quanto ao nível dessa relação, 45%, ele é aparentemente razoável quando comparado com outros países. Mas esse nível é enganador. Como todo bom economista e todo especialista em finanças sabe, as medidas de fluxo são sempre mais relevantes do que as de estoque. É preciso considerar qual é a taxa de juros que incide sobre essa dívida. E nesse caso, a situação fiscal do Brasil é precária: o país já não está mais na “crise fiscal do Estado” que identifiquei nos anos 1980,<sup>6</sup> desde o início dos anos 1990 não se pode mais falar em insustentabilidade fiscal para caracterizar a economia brasileira, mas, conforme veremos no capítulo 6, o desequilíbrio fiscal se mantém.<sup>7</sup>

Tabela 4  
ÍNDICES DE ENDIVIDAMENTO EXTERNO E RISCO-BRASIL

Ano	Dívida externa/ exportações (vezes)	Dívida externa/ PIB (%)	Risco-Brasil (Embi+)
1995	3,42	20,68	933
1997	3,77	22,96	521
1999	5,03	41,15	640
2001	3,88	40,82	870
2002	3,77	45,14	1.439
2004	2,28	33,12	383
2005	1,58	25,53	305

Fonte: *Bloomberg*. Índices de endividamento calculados com base em banco de dados de [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br). Dívida externa de dezembro de cada ano. O risco-Brasil está aqui medido pelo Embi+ (Emerging Markets Bond Index Plus) calculado pelo J. P. Morgan.

<sup>6</sup> Examinei a crise fiscal do Estado a partir do *paper* que apresentei em Cambridge em abril de 1987, alguns dias antes de assumir o Ministério da Fazenda, “Mudanças no padrão de financiamento do investimento no Brasil”. Esse e outros trabalhos sobre essa crise estão reunidos em *A crise do Estado* (Bresser-Pereira, 1992).

<sup>7</sup> A crise fiscal do Estado termina no governo Collor (1990-1992), o que demonstrou maior determinação em resolvê-la. Para uma análise da sustentabilidade fiscal brasileira ver Bicalho (2005), que aplicou teste no período 1997-2004.

Apenas os índices de endividamento externo e o risco-país melhoraram substancialmente de 1999 em diante, graças ao enorme aumento das exportações que ocorreu a partir de então. Como mostra a Tabela 4, o índice dívida externa/exportações, que chegou a cinco vezes em 1999, baixou para um nível ainda alto, mas muito melhor, de 1,6 vezes em 2005. Observe-se, porém, que o índice dívida externa/PIB também melhorou, mas com menor intensidade. O primeiro índice é mais significativo, mas a diferença entre os dois índices mostra que a melhoria no primeiro decorreu principalmente do aumento das exportações, que quase dobraram a partir de 1999. Conforme já vimos, essa melhoria implicou um ajuste externo de cerca de 5,8% do PIB no período, já que o déficit em conta corrente de 4,33% do PIB em 1999 transformou-se, em 2005, em um superávit de 1,49% do PIB (Tabela 10).

Quando não há estabilidade macroeconômica não pode haver desenvolvimento. Não apenas porque entre os indicadores de instabilidade está o desemprego aberto, que reduz automaticamente a taxa de crescimento, mas também porque juros altos reduzem os investimentos e, no caso brasileiro, implicam em maior carga tributária e em deterioração fiscal, porque taxa de câmbio apreciada reduz exportações, investimentos e poupança, aumenta importações e consumo e deixa o país sob constante ameaça de crise de balanço de pagamentos. Quando a instabilidade macroeconômica impede o país de crescer, nós nos encontramos na situação do capitão que teve de explicar a seu general porque não deu as vinte salvas de canhão programadas para quando chegasse o rei de um país amigo, e que começou dizendo: “Senhor general, tenho dez razões para minha falha; a primeira foi porque não havia pólvora...”. O Brasil não se desenvolve de forma satisfatória há 25 anos (desde quando começou a crise de longa duração em que estamos imersos), ou desde 1994 (desde quando os preços foram relativamente estabilizados), principalmente porque não há estabilidade macroeconômica no país. Entre os indicadores de instabilidade, a alta taxa de juros de curto prazo e a taxa de câmbio volátil e tendendo a se manter em nível apreciado são os principais. Estão na origem dos demais desequilíbrios. O interessante dessa alta taxa é o fato de ser esta uma especificidade brasileira. A ortodoxia convencional sem dúvida estimula juros altos, para que haja “aprofundamento financeiro”, ou para que haja “maior poupança”, e porque ela é compatível com taxa de câmbio apreciada e crescimento com poupança externa — a base da “estratégia de desenvolvimento” que os países ricos têm a oferecer aos seus concorrentes de renda média —, mas em nenhum país ela logra tanto êxito em alcançar juros altos como no Brasil. Os interesses internos jogam aqui um

papel muito grande. A taxa de câmbio que tende sempre a se manter em nível apreciado fora das crises é outro indicador básico de instabilidade macroeconômica. É o preço macroeconômico mais estratégico de uma economia porque, como dizia Mario Henrique Simonsen, “a inflação aleija, o câmbio mata”. Tende a se manter apreciada porque os juros são altos e porque, como veremos, a doença holandesa e a política de crescimento com poupança externa empurram a taxa de câmbio para baixo.

A melhoria da situação externa somada a superávits primários elevados levou a uma melhora substancial do índice que mede o risco-Brasil nos últimos anos, conforme podemos ver pelo Embi-Brasil na Tabela 4 e veremos mais adiante na Figura 2 — o que levou diversos analistas a prever que a classificação de risco do Brasil, realizada pelas agências internacionais de risco, poderia em breve subir, fazendo com que o país se tornasse “*investment graded*”. Esta avaliação, entretanto, é irrealista. Ainda que as autoridades em Washington não se cansem de elogiar a política econômica adotada pelo Brasil desde 1995, reconhecendo assim a submissão do país à ortodoxia convencional, as agências de classificação de risco são menos políticas ou mais realistas. São empresas competitivas que dependem dos contratos que assinam com seus clientes. Ainda que seus representantes, quando fazem manifestações públicas, adotem a retórica da ortodoxia convencional, no seu trabalho de classificação são mais cuidadosos. Seus critérios são credibilidade política e institucional, transparência das informações, previsibilidade do comportamento dos formuladores de política econômica, crescimento e principalmente vulnerabilidade a choques internos/externos e a carga do serviço da dívida tanto do setor público quanto privado e seu histórico. Tem havido alguma elevação do *rating* do Brasil no último ano, o que reflete a melhoria das contas externas e os baixos índices de inflação, mas o Brasil tem ainda uma classificação de risco de “grau especulativo”. Por quê? Lisa Schineller (2006), da Standard and Poor’s, é clara a respeito: porque as taxas de crescimento e de investimento em relação ao PIB são insuficientes quando comparadas com as dos demais países (entre 2001 e 2005 a taxa de crescimento dos países BBB foi de 4,5% e a taxa de investimento foi de 24%, contra, respectivamente, 2,7% e 19% no Brasil), porque o peso da dívida pública é ainda muito alto no Brasil, porque a relação entre os juros pagos pelo governo e a receita pública é muito alta (17,5% em 2006 contra 5% nos países BBB) e, finalmente, porque mesmo em relação ao setor externo, o serviço da dívida externa em relação às receitas em conta corrente continua substancialmente mais alto (27%) que o dos países BB (11%). Em suma, os classificadores de risco não se deixam enganar: enganam-se os brasileiros quando acreditam

nos elogios que autoridades econômicas e políticas do Norte dirigem à política econômica do Brasil.

## SISTEMA PERVERSO

A semi-estagnação e a instabilidade macroeconômicas de longa duração que caracterizam a economia brasileira são a consequência de um sistema macroeconômico perverso, cujas principais características e inter-relações examinarei neste livro. Um sistema é um conjunto de elementos articulados entre si de forma a constituir um todo. Essa articulação ou coordenação dos elementos obedece a uma lógica: quando se trata de um sistema vivo, essa lógica é a da sobrevivência; quando se trata de um sistema social, o objetivo mínimo é igualmente a sobrevivência ou a segurança, mas como é constituído por agentes dotados de vontade, há um objetivo econômico adicional: o bem-estar. O homem não trabalha apenas para sobreviver, mas para melhorar seu padrão de vida. Quando, finalmente, se trata de um sistema social moderno, que dispõe do Estado democrático como instrumento de ação coletiva e do mercado como principal mecanismo de coordenação, o bem-estar deixa de ser um objetivo implícito e passa a ser explícito: os governos dos Estados-nação, apoiados e legitimados por seu povo ou Nação, passam a desenvolver estratégias buscando o desenvolvimento econômico — a lógica do sistema passa a ser o desenvolvimento.

No Brasil, porém, o sistema econômico vigente não obedece à lógica do bem-estar ou do desenvolvimento. Sua lógica nos últimos doze anos tem sido a dos juros altos e do câmbio baixo. Usando uma linguagem que os economistas entendem bem, sua “função-objetivo” é a obtenção de rendimentos que atendam aos interesses dos rentistas e seus comissionados na área financeira, e a manutenção de uma taxa de câmbio apreciada que neutralize a capacidade de competição internacional da Nação e possibilite às multinacionais remeter maiores lucros em divisa forte para suas matrizes. Toda a lógica da política macroeconômica, que naturalmente é parte integrante desse sistema perverso, aponta nessa direção. Suas consequências são a instabilidade macroeconômica e a quase-estagnação da renda por habitante. Sou provavelmente um dos responsáveis por haver atribuído aos “rentistas” um papel decisivo na macroeconomia política brasileira. Não existe, porém, novidade teórica nisso. Os melhores economistas sempre estiveram preocupados com taxas abusivas de juros em benefício dos rentistas, sabendo que isto é uma doença terrível para qualquer sistema econômico. Keynes falava da ne-

cessidade de “eutanásia dos rentistas”. Bhaduri e Steindl (1985) mostraram que o aumento das taxas de juros depois dos acordos de Bretton Woods atendia aos interesses dos rentistas e dos bancos; Pasinetti (1997) denominou esse aumento de “desforra dos rentistas”. Esses autores, entretanto, jamais poderiam imaginar taxas de juros tão altas quanto aquelas que os rentistas recebem no Brasil — taxas realmente usurárias.

A alta taxa de juros é conseqüência, em última análise, dessa lógica perversa. O entendimento dos interessados e das autoridades monetárias evidentemente não é esse. Para eles, o objetivo é controlar a inflação. Entretanto, conforme o bom senso indica, para manter o controle da inflação não é necessário manter a taxa de juros de curto prazo do Banco Central em um nível muito superior ao risco-Brasil aplicável à taxa de juros de longo prazo: deveria ser menor. Por outro lado, se fosse verdade que o controle da inflação é o objetivo principal da política econômica, nos momentos em que a demanda agregada caísse e a inflação entrasse correspondentemente em declínio, o Ministério da Fazenda e o Banco Central aproveitariam a oportunidade para desenvolver uma estratégia que baixasse a taxa de juros básica para os níveis internacionais compatíveis com a classificação de risco do Brasil. Ora, isso tem sido impensável para os dirigentes dessas duas instituições nos últimos governos, como tem sido impensável terminar com a indexação da taxa de juros de curto prazo e dos contratos celebrados pelo governo — que são essenciais para reduzir a inflação e a taxa de juros. Quando a economia entra em desaquecimento, o Banco Central baixa a taxa de juros, mas o piso em torno de 9% reais está sempre no horizonte. A política fiscal encontra-se também subordinada à taxa de juros satisfatória para os rentistas. Uma vez definida essa taxa, é preciso evitar que o endividamento público cresça em relação ao PIB. Em outras palavras, é preciso que o devedor não fique endividado a ponto de tender a se tornar insolvente e assim arriscar os créditos dos rentistas. A meta de superávit primário de 4,25% foi calculada para que essa finalidade seja atingida. Se o objetivo fosse usar a política fiscal para combater a inflação, as metas fiscais deveriam ser a redução do déficit público e o aumento da poupança pública, não o superávit primário, e essas metas deveriam variar de acordo com o ciclo econômico, mas esta prática também está fora da agenda. O problema dos rentistas e do setor financeiro é usar o superávit primário para fazer com que “a dívida caiba no PIB”. Eles estão sempre temerosos de que não caiba, embora, como veremos quando examinarmos dois índices de endividamento do Estado — a relação dívida pública/PIB e a relação juros pagos pelo Estado/PIB —, fique claro que são os juros, mais do que as despesas correntes do Esta-

do, que não cabem no PIB. Finalmente, a taxa de câmbio também se subordina à lógica da taxa de juros satisfatória. Como essa taxa é muito alta, atrai capitais do exterior. Os fluxos de capital pressionam a taxa de câmbio para baixo, apreciando-a até que se chegue ao equilíbrio perverso de alta taxa de juros e baixa taxa de câmbio — equilíbrio que levou o Brasil à crise em 1998 e, em parte, também em 2002.

Em síntese, enquanto a lógica de um sistema macroeconômico é a do desenvolvimento econômico ou do interesse nacional, a lógica do brasileiro é a dos juros altos e do câmbio baixo, que não atende à Nação, mas aos interesses dos rentistas que vivem de juros, do setor financeiro que se beneficia com comissões, das multinacionais que remetem mais lucros com os mesmos resultados em reais e de todos os países que concorrem comercialmente com o Brasil. É uma lógica perversa, mas bem construída, cujo fundamento econômico é a hipótese de que a taxa de juros de equilíbrio, que não pressiona a inflação, está em torno de 9% ao ano em termos reais no Brasil, e cujo fundamento político, de um lado, são os interesses poderosos internos e externos e, de outro, a dependência ideológica dos brasileiros e seu medo da volta da inflação. É impossível compreender a macroeconomia da estagnação que impera no Brasil sem combinar a economia e a política, porque o próprio sistema macroeconômico é constituído de variáveis puramente econômicas, como a propensão marginal a consumir, e de variáveis de política econômica, como a política de metas de inflação. Variáveis de política econômica são instituições que, uma vez definidas e reiteradas, passam a fazer parte intrínseca do modelo econômico. Ora, essas políticas, como o próprio nome sugere, são resultado da política no sentido mais amplo do termo: dos argumentos e dos compromissos que os cidadãos de uma Nação assumem através de políticos e altos burocratas (como são os diretores dos bancos centrais). Um sistema econômico pode ser, e geralmente é, um sistema ganhaganha, já que a maioria dele se beneficia, mas jamais é um sistema equilibrado de soma zero: sempre existem os que ganham mais. Até aí, nada de especial. A luta política, os conflitos existem exatamente para resolver de alguma forma esses problemas. Entretanto, em certos casos, como é o da economia brasileira, os desequilíbrios tornam-se tão grandes que passam a interessar apenas a uma minoria associada a interesses externos. Neste caso estamos diante de uma situação gravemente perversa, que exige que a Nação se reconstitua, se reorganize e volte a defender seus interesses.