

Depois de examinar o problema fiscal e os três preços macroeconômicos que definem a macroeconomia da estagnação no Brasil após a estabilização dos preços de 1994 — a taxa de câmbio, a taxa de juros e a inflação —, estou em condições de apresentar uma síntese do que foi até aqui apresentado e de relacionar as variáveis discutidas de maneira a formar um todo: um sistema — um sistema econômico sem dúvida perverso, mas que tem uma lógica que lhe é própria.

A partir do Plano Real (1994) configurou-se um novo quadro macroeconômico cujas linhas gerais vêm sendo mantidas desde então. Se tomarmos os três preços macroeconômicos analisados como critério, temos as seguintes características: (1) baixa taxa de inflação, (2) elevada taxa de juros de curto prazo (Selic) e (3) taxa de câmbio valorizada. Eu poderia acrescentar os dois outros preços macroeconômicos que não julguei necessário aprofundar neste livro — a taxa de lucro e a taxa de salários —, mas basta aqui assinalar dois pontos: primeiro, que o diferencial entre taxa de lucro esperada e a taxa de juros não foi suficiente para estimular os empresários a investir além do que vêm fazendo para manter suas fábricas modernas e competitivas, não foi portanto suficiente para que investimentos autônomos se realizassem;¹ segundo, que a taxa de salários vem se mantendo basicamente estagnada não obstante o aumento da produtividade, porque além de continuar a existir uma oferta ilimitada de mão-de-obra que dificulta o crescimento dos salários médios, os altos níveis de desemprego desempenham o mesmo papel no curto prazo.

A política macroeconômica, por sua vez, tem caráter ortodoxo convencional, caracterizando-se por (a) controle da dívida pública através de política fiscal baseada em superávits primários elevados, (b) controle da inflação

¹ Graças ao aumento das exportações, os lucros das empresas nos últimos três anos aumentaram 350% em comparação com o mesmo período anterior, segundo estudo da Economática (*O Estado de S. Paulo*, 23/10/2006), mas isso não foi suficiente para que aumentassem a taxa de investimento.

através da taxa de juros de curto prazo elevada e (c) falta de uma real política de taxa de câmbio, embora desde julho de 2003 o governo tenha passado a comprar dólares para impedir que a taxa continuasse a baixar.

A combinação do quadro macroeconômico descrito através dos preços macroeconômicos com a política monetária convencional tem levado aos seguintes resultados: (i) semi-estagnação da renda por habitante e dos salários, (ii) elevado nível de desemprego e (iii) alta carga tributária. Um choque estrutural externo ocorrido em 2002, a partir da depreciação cambial causada pela crise desse ano e do aumento dos preços dos bens exportados, levou as exportações brasileiras a dobrarem, mas, como já havia acontecido com a estabilização dos preços de 1994, essa melhoria do quadro internacional não mudou o quadro geral de baixo crescimento.²

Neste capítulo procurarei, da forma mais simples possível, analisar esse quadro macroeconômico, entendendo-o, entretanto, como um sistema aberto que não pode nem deve ser adequadamente descrito por um modelo formal matemático reducionista. Parto do pressuposto metodológico de que a macroeconomia é um ramo da economia essencialmente histórico-dedutivo, ou seja, quando ocorrem fatos históricos novos relevantes é necessário adaptar o modelo macroeconômico à nova realidade.³ Nesses termos, um modelo macroeconômico absolutamente geral não faz sentido, ainda que Keynes tenha falado em “teoria geral”. Existem conceitos macroeconômicos gerais e alguns princípios ou tendências, como o consumo depender da renda, a poupança do investimento, e este da taxa de lucro esperada, que por sua vez depende da demanda agregada que combina as variáveis anteriores, mas, dadas as mudanças tecnológicas e institucionais de caráter estrutural, o macroeconomista precisa adaptar e reformular seu modelo à medida que fatos novos surgem. Além disso, o modelo variará dependendo do estágio de desenvolvimento econômico do país, de seu tamanho, e das relações de autonomia ou dependência que mantenha com países mais desenvolvidos.

O modelo macroeconômico brasileiro pode ser definido a partir de uma série de variáveis que classifico em variáveis estruturais, variáveis de política econômica, variáveis-resultado de fluxo e variáveis-resultado de estoque. São elas:

² É preciso também não esquecer que essa melhoria é provisória, e que já existem sinais favoráveis de reversão do quadro internacional desde 2003.

³ Sobre essas idéias, ver Bresser-Pereira (2005d); sobre a utilização do conceito de sistemas abertos na teoria econômica, ver Dow (1996) e Chick (2004).

(1) duas variáveis estruturais: (1.1) baixos salários e (1.2) alta concentração de renda e conseqüente tendência ao populismo fiscal e cambial;

(2) quatro variáveis institucionais ou de política econômica: (2.1) inexistência de uma política de corte de despesas correntes que realmente elimine o desequilíbrio fiscal; (2.2) alta taxa de juros de curto prazo definida pelo Banco Central; (2.3) falta de política estratégica da taxa de câmbio, na medida em que se opta sem restrições pela abertura da conta de capitais e pela estratégia de desenvolvimento com poupança externa; e (2.4) sobrevivência de várias formas de indexação dos títulos públicos de curto prazo, dos contratos superiores a um ano, dos preços administrados dos serviços públicos privatizados e dos salários sancionada pelos dissídios coletivos;

(3) sete variáveis-resultado de fluxo: (3.1) poupança pública negativa e déficit público nominal e operacional, apesar de elevado superávit primário; (3.2) baixo nível de investimento, principalmente o público; (3.3) quase-estagnação da renda per capita; (3.4) nível de desemprego e de informalidade altos e salários baixos; (3.5) taxa de lucro insuficiente para fazer frente à taxa de juros, a não ser para empréstimos subsidiados; (3.6) superávit em conta corrente precário, já que a taxa de câmbio que prevaleceu no segundo semestre de 2006 não mais o assegurava a médio prazo, intertemporalmente; e (3.7) elevada carga tributária, que, além de financiar um sistema social de bem-estar, que parcialmente compensa o alto grau de desigualdade, tem como função um sistema previdenciário público e privado deficitário e os altos juros pagos aos rentistas;

(4) três variáveis-resultado de estoque: (4.1) elevada taxa de endividamento público, principalmente quando se considera a relação juros pagos pelo Estado/PIB; (4.2) elevada taxa de endividamento externo do Estado-nação, apesar da melhoria das contas externas e da zeragem da dívida externa pública; e (4.3) elevado índice de desnacionalização da economia, inclusive dos serviços públicos monopolistas, que se acentuou nos anos 1990.

A maioria dos dados relativos a essas variáveis já foi apresentada nos capítulos anteriores. A radical concentração de renda está por trás da perda da idéia de Nação e do populismo econômico. Os salários baixos são uma indicação da desigualdade existente no país e do subdesenvolvimento brasileiro caracterizado por baixa produtividade média da economia e oferta ilimitada de mão-de-obra. O desemprego elevado é um indicador do potencial produtivo que não está se efetivando, ressalta a impossibilidade de realização pessoal para grande número de cidadãos, especialmente os jovens que estão entrando no mercado de trabalho, e um sinal claro da existência de uma

macroeconomia da estagnação. A indexação formal de contratos e informal de salários é uma herança da alta inflação que o Plano Real foi incapaz de eliminar; sua existência sugere que a inércia inflacionária continua a ser um fenômeno importante. A elevada taxa básica de juros existente no Brasil caracteriza-se pela radical desproporção entre a taxa de juros básica brasileira e a dos demais países de igual ou pior classificação de risco. A tendência à sobre-apreciação da taxa de câmbio, ou seja, à sua manutenção em nível relativamente apreciado, está relacionada, de um lado, à doença holandesa, oferta excessiva de capitais externos em busca de taxas de juros e lucro mais elevadas e, de outro, com a política de crescimento com poupança externa associada à abertura da conta de capitais. Como decorrência dessas características, a economia brasileira tem apresentado taxas de crescimento que caracterizam a semi-estagnação.

Não obstante os superávits primários, o déficit público elevado mantém o índice de endividamento público em nível alto, principalmente se considerarmos a taxa de juros que incide sobre essa dívida. Já o déficit em conta corrente transformou-se, a partir de 2003, em superávit, mas isso não decorreu da política econômica em vigor, mas de um grande aumento das exportações brasileiras proporcionado pela prosperidade internacional e por duas crises de balanço de pagamentos que depreciaram o câmbio. Graças a essa depreciação, o círculo vicioso envolvendo, de um lado, endividamento público e elevadas taxas básicas de juros, e, de outro, elevados níveis de endividamento externo e baixas taxas de câmbio, rompeu-se pela mudança desta última variável. Abria-se, assim, uma oportunidade para que as autoridades monetárias baixassem a taxa de juros, já que o aumento da taxa de acumulação de capital e a retomada do desenvolvimento passavam a depender apenas dessa baixa. Entretanto, como essa oportunidade não foi aproveitada, a taxa de câmbio voltou a se apreciar, de forma que o déficit em conta corrente tende a voltar e a insustentabilidade das contas externas, a se manifestar novamente.

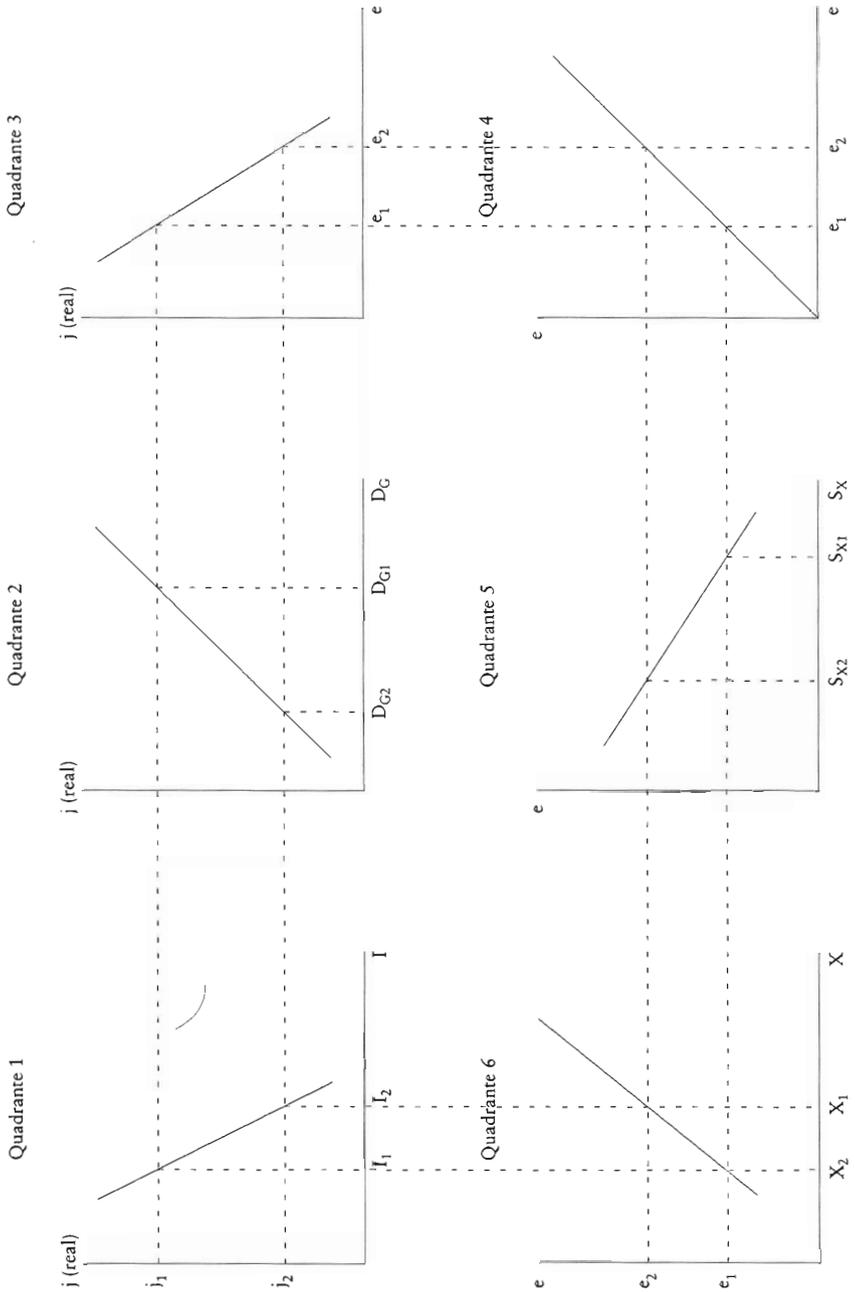
O MODELO PERVERSO E O BENIGNO

Na introdução deste livro afirmei que no Brasil 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. De fato, o quadro macroeconômico que prevaleceu depois do Plano Real pode ser resumido por uma equação macroeconômica ou por um modelo perver-

so, definido por altas taxas de juros e baixa taxa de câmbio, que inviabiliza a elevação da taxa de acumulação de capital e a retomada do crescimento econômico. Não são necessários argumentos sofisticados para compreender a diferença entre essa equação e a equação inversa, benigna, definida por taxa de juros moderada e taxa de câmbio relativamente depreciada. Os países que se desenvolveram no século XX, como o Japão, a Alemanha, a Itália, os Tigres Asiáticos, e mais recentemente a China, fizeram-no baseados em uma equação desse tipo. O próprio Brasil só se desenvolveu nos anos 1970 enquanto a taxa de câmbio efetiva era suficientemente baixa para estimular as exportações de manufaturados ou a substituição de importações.

A Figura 7, constituída de seis quadrantes numerados em sentido horário, procura captar o essencial do modelo macroeconômico brasileiro pós-1994 e o compara com o modelo benigno dos países que se desenvolvem. O modelo brasileiro é definido pela taxa de juros elevada, j_1 , e pelos pontos correspondentes nos cinco demais gráficos, enquanto que o modelo benigno é definido por j_2 e pelos pontos correspondentes. Conforme vemos no Quadrante 1, a taxa de juros alta, j_1 , resulta em investimento, I_1 , baixo, dado o desestímulo aos empresários em inovar causado diretamente pelo custo do capital e, indiretamente, pelo menor consumo de bens duráveis e de construções residenciais. Resulta também (Quadrante 2) em despesa pública elevada, D_{G1} , dado o alto nível dessa taxa de juros e o nível igualmente alto da dívida pública. Contribui também para que a taxa de câmbio, e_1 , seja baixa em termos de dólares, ou seja, que a moeda se mantenha apreciada devido à arbitragem internacional em economias abertas: teoria da paridade descoberta (Quadrante 3). O Quadrante 4 é uma linha de 45 graus para passar a taxa de câmbio da abscissa para a ordenada. A taxa de câmbio apreciada correspondente à alta taxa de juros irá, por sua vez, determinar elevado déficit em conta corrente ou em entrada de poupança externa, S_{x1} (Quadrante 5), e, ao mesmo tempo, um nível baixo de exportação, X_1 (Quadrante 6). Finalmente, essas exportações rebaixadas, X_1 , desestimulam também os investimentos, I_1 . É importante, porém, observar que não é apenas nem principalmente a taxa de juros elevada que determina a taxa de câmbio baixa. Esta, em um país em desenvolvimento, tende a ser sobre-apreciada, como vimos no capítulo 4, principalmente porque o país é vítima da doença holandesa e porque adota a política de crescimento com poupança externa. Esse fato não é ignorado no gráfico, mas determinado pela posição da curva entre juros e câmbio deslocada para a direita: se não existisse a tendência à sobre-apreciação da taxa de câmbio a curva do Quadrante 3 estaria mais à esquerda, as mesmas taxas de juros correspondendo a taxas de câmbio menores ou mais competitivas.

Figura 7
DOIS MODELOS MACROECONÔMICOS



O modelo benigno começa na Figura 7 com j_2 , ou seja, com uma taxa de juros moderada, e apresenta resultados inversos aos do modelo perverso em todas as variáveis. Naturalmente, é apenas na figura que o processo começa com a taxa de juros. Fizemo-lo começar por aí porque essa é uma variável que é ou pode ser exógena, e para salientar a importância da taxa de juros no modelo. Poderia, também, começar com a decisão de crescer com a poupança externa, que, do ponto de vista da ortodoxia convencional, é a decisão que está no centro de sua própria lógica na medida em que aprecia a moeda local.

A economia brasileira, como a maioria das economias latino-americanas, apresenta, portanto, uma equação macroeconômica perversa de altas taxas de juros e baixa taxa de câmbio. Já apresentei as conseqüências macroeconômicas desta equação de forma muito resumida através da Figura 7. Por outro lado, no capítulo 4, seção “Substituição de poupanças: um modelo”, apresentei o modelo que permite calcular a taxa de substituição de poupança interna pela externa, o qual está implícito no modelo que estou apresentando neste capítulo, se supusermos que o país passou do modelo benigno para o perverso e incorreu em aumento de poupança externa e apreciação do câmbio. Vou agora apresentar as relações da Figura 7 através das identidades macroeconômicas clássicas, indicando através de flechas os aumentos ou diminuições das variáveis. Esta é uma maneira simplificada de mostrar a substituição da poupança interna pela externa anteriormente analisada.

Neste tipo de economia, o produto nacional, Y , é

$$Y = C + I + X - M - J_x$$

onde C é o consumo, I o investimento, X as exportações, inclusive de serviços, M a importação, inclusive de serviços, e J_x , os juros e dividendos pagos ao exterior. Dado o endividamento externo elevado, tanto financeiro quanto patrimonial, os juros e dividendos pagos ao exterior são altos, e a relação juros e dividendos pagos ao exterior/exportação é alta, obrigando o país a realizar um superávit comercial ou de transações reais (que inclui os serviços) elevado — um superávit comercial suficientemente grande para corresponder aproximadamente a J_x e, assim, evitar déficits em conta corrente explosivos.

$$J_x \cong (X - M)$$

Entretanto, como a taxa de câmbio tende a ser apreciada, a não ser depois de crises de balanço de pagamentos, seja devido à política de cresci-

mento com poupança externa, seja devido à taxa de juros interna elevada que atrai capitais especulativos, esse superávit comercial necessário não é normalmente alcançado:

$$S_x > 0$$

O fato, entretanto, de o país estar recebendo poupança externa ou ter um déficit em conta corrente não significa que o investimento aumentará. Isso dependerá da taxa de substituição da poupança interna pela externa, correspondente à equação 5 do modelo citado.

$$z = \delta S_i / \delta S_x$$

Trata-se, portanto, de saber qual será o valor relativo das duas variações. Isso dependerá dos efeitos que tem a taxa de câmbio do lado da oferta e do lado da demanda. Do lado da oferta agregada, a taxa de câmbio valorizada pressiona os salários e o consumo interno para cima, reduzindo-se a poupança interna, $\downarrow S_d$, enquanto, do lado da demanda, a diminuição das exportações e o aumento das importações aumenta a poupança externa, $\uparrow S_x$.

$$\downarrow S_d = Y - C \uparrow$$

$$\uparrow S_x = X \downarrow - M \uparrow - J_x$$

Nessas circunstâncias, o que ocorrerá com os investimentos? Tudo dependerá da taxa de substituição da poupança interna pela externa. Se a diminuição da poupança interna for menor que o aumento da poupança externa, a substituição será parcial, e haverá algum aumento do investimento. Se a variação da primeira for a metade da segunda, teremos uma taxa de substituição da poupança interna pela externa de 50%, ou seja, 50% da poupança externa se transformará em investimento e 50% em consumo. No Brasil, no período de 1993 a 1999, essa taxa foi de 72%, de modo que menos de um terço dos empréstimos e investimentos diretos externos transformou-se em investimento, o restante resultando em maior consumo.

Quando a taxa de substituição da poupança interna pela externa é maior que 50%, os recursos externos não financiarão primordialmente investimento. No limite, quando a taxa de substituição é de 100%, tudo irá para o consumo. O que de fato ocorrerá será o aumento do consumo e a substituição do investimento financiado com capitais gerados internamente

por investimentos financiados por capitais externos, que geram obrigações futuras do país para com o exterior.

É importante assinalar que a apreciação do câmbio que não deriva da doença holandesa tende a se perpetuar até o advento de uma crise de balanço de pagamentos, já que a política de crescimento com poupança externa ou com déficit em conta corrente mantém a pressão da taxa de câmbio para baixo, ou seja, mantém a taxa de câmbio artificialmente valorizada. A crise de balanço de pagamentos, porém, não tarda. A economia brasileira já experimentou uma em 1998, outra em 2002 e, se mantiver a taxa de câmbio nos níveis reais atuais, experimentará outra dentro de algum tempo.

ARMADILHA DOS JUROS E DO CÂMBIO

Em todo este livro tenho afirmado que a economia brasileira se encontra em uma armadilha de alta taxa de juros e baixa taxa de câmbio. Chegou o momento de tornar esse conceito mais preciso. Apesar de seu nível alto, os movimentos na taxa básica de juros no Brasil são naturalmente similares aos que se observam em outros países, ou seja, ela aumenta em expansões e diminui em contrações. No entanto, nossas autoridades monetárias não têm sido capazes de fazer reduções consistentes nessa taxa, nem de impedir a apreciação do real. E o resultado é o que chamamos de “armadilha da taxa de juros e da taxa de câmbio”. O fato de a própria taxa de juros de curto prazo flutuar entre 8% e 17% em termos reais, quando em outros países esse nível de flutuação é quatro a cinco vezes menor, já constitui ele próprio uma armadilha. Isso pode ser visto graficamente com facilidade. Como em qualquer país, a taxa de juros básica varia no Brasil para cima e para baixo — é mais alta quando a economia está aquecida e mais baixa quando desaquecida —, mas, diferentemente dos demais países, essa variação ocorre em um nível muito mais alto. Não apenas mais alto do que o nível de variação que existe nos países desenvolvidos, mas também do que o nível de variação da taxa básica de juros nos países de desenvolvimento intermediário.

Podemos começar a análise discutindo a armadilha com foco na taxa de juros e depois com foco na taxa de câmbio: não podemos considerar apenas uma das variáveis porque as duas estão fortemente relacionadas. Considerando a taxa de juros, a maneira mais simples de explicar a armadilha é lembrar da taxa de juros de equilíbrio de 9% em termos reais, que o Banco Central utiliza em seu modelo de meta de inflação. Aceitar essa taxa como a de equilíbrio significa que as autoridades monetárias não poderão reduzir a

taxa de juros de curto prazo abaixo desse nível senão por períodos muito curtos, já que a partir desse ponto a inflação se aceleraria. Esta é na verdade uma armadilha que o Banco Central se auto-impôs, revelando sua pouca disposição para baixar a taxa de juros. Não vou aqui repetir as críticas que já fiz ao cálculo desse nível de taxa de juros de equilíbrio, nem ao momento inapropriado em que o governo decidiu implementar uma política de metas de inflação — uma política que serve para administrar, mas não para mudar, um regime de política monetária.

O mecanismo básico pelo qual opera a armadilha da taxa de juros é simples. Sempre que o Banco Central começa um processo de redução da taxa de juros, a taxa de câmbio se deprecia e as conseqüentes alterações nos preços relativos, com aumento dos preços dos bens comercializáveis em relação aos não-comercializáveis, provocam um aumento da inflação. Isso é uma ameaça para a política de metas de inflação, e o Banco Central reage aumentando novamente a taxa de juros. Assim, paradoxalmente, uma inflação do lado da oferta é combatida com uma política que visa à contração da demanda. Interrompida a redução da taxa de juros dessa maneira, tão prematura, será fácil compreender por que a economia brasileira caracteriza-se pelo “vôo da galinha”: vôos curtos, em que mal o crescimento começa, é imediatamente paralisado.

A armadilha da taxa de câmbio é mais letal que a da taxa de juros, porque ela facilmente termina em crise de balanço de pagamentos, enquanto a primeira pode terminar em crise de dominância fiscal, embora seja difícil que isso ocorra. Em primeiro lugar, podemos pensar nessa armadilha sem considerar a inflação. A taxa de câmbio apreciada devido à doença holandesa, à política de crescimento com poupança externa e à política de taxa de juros alta reduz exportações e aumenta importações. Os índices de endividamento externo do país se deterioram, as perspectivas de piora na margem se agravam e, subitamente, os credores decidem suspender a rolagem da dívida externa, como aconteceu em 1998 e em 2002. Nesse momento, conforme observa Luís Nassif (2003), “o ‘mercado’ não analisa países sob a ótica de que os fundamentos estão bons ou maus, mas se o país está ‘barato’ ou ‘caro’. Seja qual for a situação do país, se ele depender do capital especulativo, chega o momento em que bate no limite de alta. Quando bate, não há milagre que faça o capital permanecer no país”. A crise de balanço de pagamentos torna-se inevitável — e o socorro externo apenas ameniza seus efeitos deletérios.

Juntemos agora a taxa de juros e a taxa de câmbio para termos a armadilha completa. Começemos com a decisão do Banco Central de baixar a taxa de juros em resposta ao desaquecimento da economia. Ao baixar os juros, a resposta da demanda agregada é lenta, enquanto a resposta da taxa

de câmbio é muito mais rápida: em pouco tempo, ela começa a se elevar — a se depreciar. O aumento da taxa de câmbio é um custo, é uma mudança dos preços relativos com o encarecimento dos bens comercializáveis. A inflação volta, assim, a subir para acomodar a mudança de preços relativos inerente a qualquer depreciação cambial, mas esse aumento é momentâneo: assim que essa acomodação ocorre, os preços voltam a se estabilizar se não houver outras causas a pressioná-los para cima e, naturalmente, se não houver indexação. Entretanto, o Banco Central não pensa assim; a política de metas de inflação brasileira não abre espaço para esse tipo de problema. Quando alguma elevação dos preços causada pela desvalorização ameaça a meta de inflação, a taxa de juros volta a ser aumentada, não se levando em conta que se trata de uma “bolha” inflacionária que logo se resolverá.

Já vimos que essa armadilha, que terminou em crise de balanço de pagamentos, foi rompida em dois momentos recentes: 1998 e 2002. Nos dois casos verificou-se que a elevação da inflação causada pela depreciação súbita do real foi moderada — muito menor do que os representantes da ortodoxia convencional esperavam. E, o que é mais importante, assim que a taxa de câmbio deixou de subir, a taxa de inflação caiu. Como, aliás, a boa e simples teoria econômica prevê. Entretanto, como o governo já estava nesse momento voltando a elevar a taxa de juros e a baixar o câmbio, ele atribuiu a queda da inflação à sua política de juros, visando o controle da demanda quando, na verdade, era a velha lei da oferta e da procura que estava funcionando. A inflação não caía antes de 1994 quando o câmbio parava de subir porque naquele tempo toda a economia estava indexada; terminada quase toda a indexação, basta que este pare de subir para que a inflação volte a cair, não necessariamente para o nível anterior, mas para um nível que permita a acomodação dos preços relativos que haviam sido desequilibrados pela depreciação.⁴ Com o aumento da taxa de juros, porém, a taxa de câmbio voltava a se apreciar, reiniciando-se o ciclo.

Disse que é mais difícil que a crise ocorra pelo lado da dominância fiscal do que pelo do balanço de pagamentos. Na verdade, os dois tipos de crise estão intimamente ligados, já que são sempre os credores que suspendem a rolagem da dívida: ou os credores do Estado, que suspendem a rolagem da dívida pública, ou os credores do Estado-nação, que suspendem a rolagem da dívida externa, ou ambos. A crise de 2002, que acabou sendo uma crise

⁴ Na acomodação terão também um papel os ganhos de produtividade causados pela depreciação.

de balanço de pagamentos, quase foi também de dominância fiscal. No momento em que a taxa de juros se torna muito alta por muito tempo, o país entra em um equilíbrio perverso. Os credores podem continuar a se interessar em emprestar, em função dos elevados juros que estão recebendo, mas, em compensação, percebem que o risco de emprestar aumenta e podem passar a querer taxas de juros ainda mais altas, ou então, de repente, suspender a rolagem da dívida do país ou do Estado. Foi o que aconteceu com o Brasil em 1988 e em 2002. Dada a existência desse segundo equilíbrio perverso que se revela pelo fato de que o aumento da taxa de juros não aumenta a oferta de empréstimos, mas, pelo contrário, aumenta a probabilidade de *default* do devedor quando este já deve muito, os credores podem, de repente, suspender seus empréstimos. Esse é um caso de dominância fiscal se o principal devedor é o próprio Estado. Quando um credor toma essa decisão, os outros o seguem, produzindo-se o conhecido “efeito manada”. E o país entra em crise de balanço de pagamentos. Tanto na crise de 1998 quanto na de 2002 foi isso que aconteceu, mas aconteceu apenas com os credores externos; os credores internos não têm condições de suspender a rolagem dos títulos públicos por falta de opção. Os credores externos, porém, não se limitaram a interromper a rolagem da dívida pública, interromperam também a rolagem da dívida externa privada.

Compreendemos, assim, por que duas economias com fundamentos macroeconômicos semelhantes podem praticar taxas de juros muito diferentes, ou então por que países com *ratings* de crédito semelhantes podem ter patamares diferentes de juros. Os países que, como o Brasil, praticam taxas de juros básicas muito elevadas para atrair capitais ou para manter a rolagem da dívida, acabam no ponto de equilíbrio perverso dessa taxa. Em outras palavras, a contínua elevação da taxa de juros básica — de uma taxa que já está em nível alto — poderá ser facilmente percebida pelos credores como um aumento no risco de emprestar ao país. Dessa forma, torna-se possível que países que praticam taxas de juros baixas, mas têm fundamentos macroeconômicos inadequados, acabem sendo percebidos por seus credores como envolvendo menor risco do que países cujos fundamentos macroeconômicos são melhores, mas praticam taxa de juros básica elevada. Este é o caso do Brasil.

TAXA DE JUROS DE EQUILÍBRIO

Vimos que na armadilha da taxa de juros e da taxa de câmbio a definição da taxa de juros de equilíbrio desempenha um papel importante. Uma

questão central na política de metas de inflação é saber qual a taxa de juros de equilíbrio. Esta taxa é definida como aquela na qual o produto potencial é igual ao produto real, ou em que se alcança um nível crítico de capacidade instalada; portanto, é a taxa de juros em que a taxa de desemprego seria nula (ou igual à taxa natural de desemprego, segundo a ideologia neoclássica), e na qual a taxa de inflação não se acelera. A determinação dessa taxa de equilíbrio é essencial porque os bancos centrais adotam hoje, formal ou informalmente, a política de metas de inflação em substituição à política de meta monetária. E não praticam mais política monetária — entendida esta como política de controle dos agregados monetários —, mas política de juros.

Nos tempos da hegemonia keynesiana, a política monetária era utilizada em combinação com a fiscal. Com a hegemonia do monetarismo neoclássico a partir de meados dos anos 1970, os bancos centrais passaram a utilizar metas monetárias. Em menos de dez anos, porém, os banqueiros centrais deram-se conta de que a teoria nada tinha a ver com a realidade e abandonaram as metas monetárias, passando para uma política muito mais pragmática de metas de inflação. O fato de que, em seguida, economistas neoclássicos tenham tratado de cooptar a prática com as expectativas racionais e a “teoria da credibilidade” é irrelevante neste momento. O importante é que os bancos centrais passaram a trabalhar com metas formais ou preferivelmente informais de inflação, e a usar uma taxa de juros neutra ou de referência para, a partir dela, administrar os dois instrumentos de que dispõem ou os dois preços macroeconômicos sobre os quais têm algum poder: a taxa de juros de curto prazo e, em menor grau, a taxa de câmbio.⁵

Além de não trabalharem com metas monetárias, os banqueiros centrais deixaram de fazer política monetária propriamente dita para, através dela, influenciar a taxa de juros, e passaram a determiná-la diretamente. Os livros-texto continuam a falar sobre operações no mercado aberto para aumentar e diminuir a oferta de moeda, mas estas operações passaram a ser secundárias na medida em que os bancos centrais fazem uma política de juros de curto prazo esperando com isso influenciar a taxa de juros de longo prazo. Esta taxa, entretanto, não é totalmente exógena porque, como vimos, os bancos centrais, inclusive o Banco Central desde 1999, adotam uma função de rea-

⁵ A taxa de juros não é o “único” instrumento dos bancos centrais, como afirma a ortodoxia convencional; todos os bancos centrais também procuram, com maior ou menor poder, administrar a taxa de câmbio. Ver Bofinger (2001); e Bofinger, Mayer e Wollmershäuser (2002).

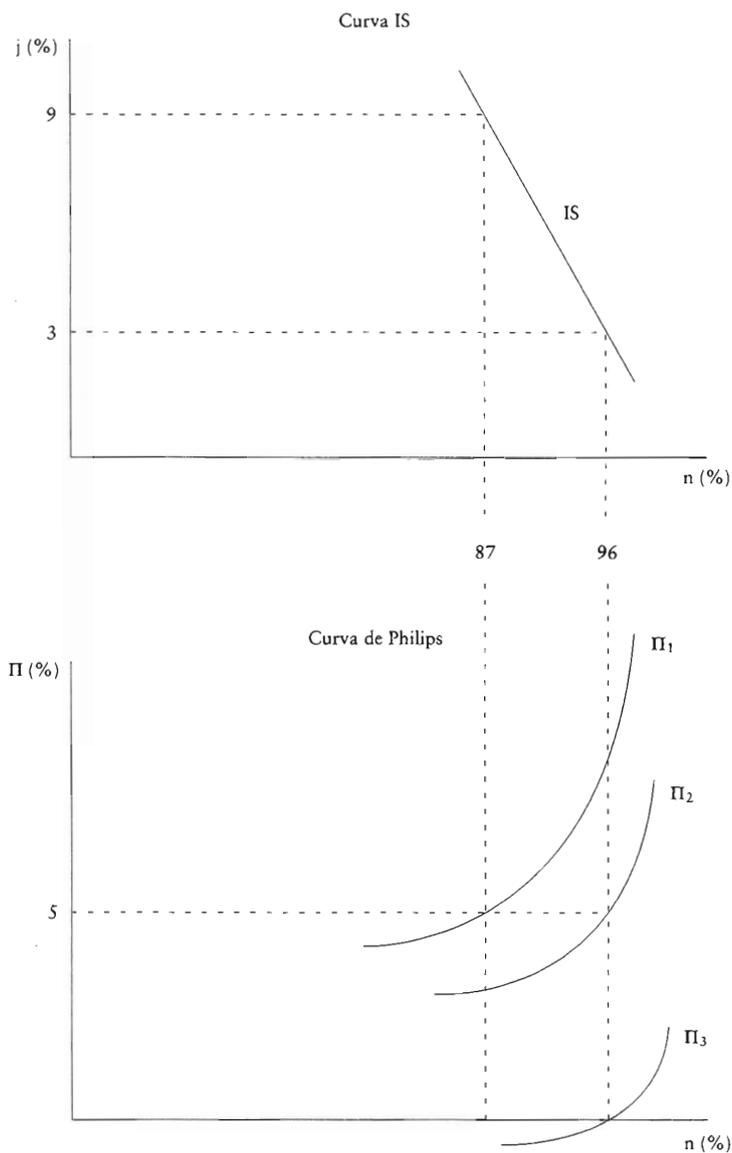
ção que assume o formato da regra de Taylor, na qual a taxa de juros neutra ou de equilíbrio tem um papel-chave.

Já vimos que nos termos da regra de Taylor o banco central deve reagir aos choques e minimizar as perdas (ou seja, as diferenças entre o produto real e o potencial, $Y - Y^*$, e entre a taxa de inflação e a meta de inflação, $p - p^*$), mas deve fazê-lo tendo em conta que não pode desviar-se fortemente de j^* , ou seja, da taxa de equilíbrio. Uma variável fundamental em qualquer modelo de política de metas de inflação, portanto, é a da taxa de juros de equilíbrio. Nos países desenvolvidos essa taxa está em torno de 2% ao ano em termos nominais — e, portanto, em torno de zero em termos reais. No modelo brasileiro, entretanto, gira em torno de 9% em termos reais. Ou seja, o modelo e os banqueiros centrais brasileiros que nele acreditam supõem que a taxa de inflação começaria a subir assim que a taxa de juros descresse abaixo desse ponto. Como o Banco Central chegou a esse número é um mistério. Não existem dados históricos no Brasil que permitam tal inferência, nem argumentos lógicos que sustentem comportamento tão estranho da economia brasileira. De zero para 9% há uma imensa e inexplicável distância — uma distância que não encontra explicação nos argumentos estritamente econômicos, baseados no comportamento dos agentes econômicos individuais, mas sim nos de economia política, baseados nos interesses de grupos.

Podemos entender melhor o problema da taxa de juros de equilíbrio no Brasil através da Figura 8. Nesse gráfico, a taxa de juros de equilíbrio depende da posição da curva de Philips, que relaciona inflação e emprego. A taxa de juros de equilíbrio que o Banco Central pressupõe ao não baixar a taxa de juros real abaixo de 9% é provavelmente a curva Π_1 , na qual essa taxa de juros corresponde a uma inflação de 5% — aproximadamente a taxa de juros de 2005. Temos, portanto, uma curva de Philips fortemente deslocada para a esquerda, que indicaria que a essa taxa de 9% o país chegaria ao pleno emprego ou ao produto potencial. Ora, nem o conceito mais frouxo de desemprego, nem a NAIRU mais elástica permitiria que alguém dissesse que, quando a taxa de juros de curto prazo, em termos reais, chegou a 9%, ou mesmo a 8%, o país teria chegado ao pleno emprego. Uma taxa de juros de equilíbrio nesse nível, portanto, não faz sentido. E não se diga que ela foi obtida através de verificação econométrica, já que os dados históricos sobre taxa de juros e inflação, depois do controle da alta inflação inercial, têm pouca duração e estão prejudicados por dois choques de câmbio (1999 e 2002). Os economistas estruturalistas keynesianos sempre reivindicaram uma relativa especificidade para a economia brasileira; este livro, ao discutir uma macroeconomia do Brasil pós-1994, parte desse pressuposto. Mas, neste

caso, quem reivindica uma especificidade ao nível do absurdo para a taxa de juros de equilíbrio da economia brasileira são os defensores da ortodoxia convencional.

Figura 8
TAXA DE JUROS, EMPREGO E INFLAÇÃO



Não creio, por outro lado, que seja razoável pensar em uma taxa de juros real zero como sendo a taxa de juros de equilíbrio para a economia brasileira atual. A taxa de juros de equilíbrio situa-se, provavelmente, em torno de 3% reais, compatível com um razoável pleno emprego aberto.⁶ Logo, a curva de Philips relevante para a economia brasileira, que, para simplificar, estou supondo como vertical no modelo, hoje (2006) é provavelmente Π_2 e não Π_1 . De acordo com essa curva, uma taxa de juros real de 3% é compatível, em um primeiro momento, com uma taxa de inflação real e uma meta de inflação em, digamos, 5%. Mais tarde, porém, para que se possa baixar a taxa de inflação para, no limite teórico, zero, a curva de Philips consistente com uma política de metas de inflação terá que deslocar-se para Π_3 . Uma política de metas de inflação consistente e cuidadosa poderá lograr gradualmente esse deslocamento. Na verdade, o ideal não seria zero de inflação, já que com essa taxa os ajustes de preços relativos ameaçam se transformar em deflação: a experiência dos países desenvolvidos sugere que 2% é uma taxa ideal de inflação.

No momento, porém, com uma taxa de juros real tão alta, a economia do país encontra-se diante de uma armadilha. Quando baixa a taxa de juros, sobe a taxa de câmbio, produzindo inflação de custos, não de demanda. Um choque de custos não deveria levar o Banco Central a reagir. De acordo com a boa política de metas de inflação, as autoridades monetárias não devem reagir a choques temporários. Não é isso, porém, o que ocorre no Brasil. Além disso, o Banco Central considera apenas o hiato entre a inflação prevista e a meta, como é a prática do Banco Central Europeu, em vez de adotar a política mais competente do Federal Reserve Bank dos Estados Unidos de fazer um compromisso entre os dois hiatos.

Uma política de elevação da taxa de juros para combater a inflação só se justifica se a economia está próxima do pleno emprego e se raciocinamos no curto prazo. Sob essas duas condições a análise baseada na curva de Philips faz sentido pragmático. Entretanto, quando consideramos períodos mais longos, veremos que a inflação é muito mais consequência do que causa de crise econômica (é um mecanismo de defesa contra ela, conforme ensinou Ignácio Rangel); a retomada do crescimento tende a reduzir os níveis de inflação, não aumentá-los.⁷ Este fenômeno já foi verificado mais de uma vez

⁶ Ou compatível com uma “time varying NAIRU” (TV-NAIRU), já que a NAIRU propriamente dita é uma ficção.

⁷ A explicação clássica para esse tipo de comportamento está em Rangel (1963, 1985). No *paper* de 1985 encontra-se a “curva de Rangel”, mostrando uma relação inversa entre crescimento e inflação.

na economia brasileira, mas a “curva de Rangel”, ou seja, a correlação negativa entre taxa de inflação e crescimento, proposta por Rangel, não é exclusividade da economia brasileira. Uma das suas manifestações mais notáveis ocorreu nos Estados Unidos, nos anos 1990 — um período de verdadeiro pleno emprego, enquanto a taxa de inflação se mantinha em níveis incrivelmente baixos.⁸ No Brasil, devemos também ter sempre essa possibilidade em conta.

POLÍTICA ECONÔMICA

O quadro macroeconômico que estou apresentando é constituído de variáveis de mercado e de variáveis de política econômica que se entrelaçam, constituindo afinal um todo. É possível, todavia, distinguir alguns dos traços centrais da política econômica ortodoxa e convencional que o Brasil vem adotando desde 1995. O Ministério da Fazenda e o Banco Central, de acordo com o FMI, perseguem duas políticas apenas — a de meta de superávit primário e a de meta de inflação — e usam a taxa de juros para alcançar a primeira, mesmo quando a inflação não é de demanda, mas inercial, ou então decorrente momentaneamente da elevação da taxa de câmbio. Essa política, além de ineficiente para combater tanto a inflação quanto a aceleração da inflação pelo aumento de custos, prejudica a meta fiscal, já que o déficit público aumenta na medida em que a taxa de juros, incidindo sobre a alta dívida pública, neutraliza os esforços de contenção fiscal.

A taxa de juros Selic, embora formalmente definida mensalmente pelo Banco Central, é vista pelas autoridades econômicas como se fosse uma variável endógena, como se fosse um preço de mercado sobre o qual não teriam efetivo poder. Ao definir essa taxa, o que as autoridades monetárias estariam fazendo seria simplesmente sancionar o que o “mercado” estaria autorizando. Esse “mercado” é um curioso mercado “personalizado”, subjetivado, que “acha”, que “é contra”, que “gosta” ou que “reprova”. Não é o verdadeiro mercado — um espaço institucional competitivo em que se trocam informações e se compram e vendem títulos de acordo com determina-

⁸ Digo “verdadeiro pleno emprego” porque se tratava de uma taxa de desemprego em torno de 4%, que deve corresponder ao desemprego friccional — e, portanto, ao pleno emprego —, e não de taxas substancialmente mais elevadas, sempre compatíveis com a teoria da “taxa natural de desemprego”.

das regras. Esse mercado é conhecido no próprio meio como o “*sell side*” do mercado, dominado pelas organizações que vendem títulos.⁹ É invenção sancionada pela mídia de economistas e operadores, que usam uma teoria econômica convencional e ortodoxa e se aproveitam da rapidez das comunicações permitida pela tecnologia da informação para veicular suas informações, opiniões e interesses. Ainda que esse “mercado” personalizado se sobreponha e, em parte, se confunda com o mercado verdadeiro, do qual pretende ser o árbitro, este último, o “*buy side*”, constituído pelos que realmente compram e vendem no mercado, ainda que também nem sempre seja orientado por princípios de racionalidade (o “efeito manada” ocorre nele), é o que realmente vale. Conduzir política econômica no Brasil significa enfrentar, com decisões e com argumentos, esse “mercado” personalizado que emite juízos e representa interesses. Muitos acreditam que os mercados financeiros são imbatíveis, mas isso não é verdade. O próprio mercado personalizado é uma instituição pragmática: quando vê que as políticas às quais se opôs começam a funcionar, seus líderes mudam rapidamente de posição. Com frequência, esse mercado está equivocado, mas não é dogmático, na medida em que seus agentes não estão interessados no valor das idéias (isto é próprio de religiosos e de intelectuais), mas são motivados pelos interesses que elas legitimam ou deslegitimam.

RESUMO DO MODELO

O modelo macroeconômico aberto que acabo de descrever tem naturalmente algumas características de livro-texto de macroeconomia, mas contém outras que não estão nele previstas, ou só estão nos textos avançados, como casos particulares. Essencialmente, o que temos diante de nós é uma macroeconomia da estagnação. Entre essas características, as mais importantes são:

1. O elevado nível da dívida pública e da carga fiscal; déficit público e poupança pública negativa, apesar de elevado superávit primário; explicações principais:

⁹ O termo “*sell side*” refere-se às corretoras que intermediam transações, em contraposição ao “*buy side*”, que são os fundos que compram propriamente os papéis. O “*sell side*” ganha mais notoriedade porque as corretoras produzem relatórios de pesquisa dando opiniões sobre preços e ativos e, assim, expressam verbalmente e por escrito “expectativas” do mercado.

- 1.1. a própria alta taxa de juros básica que incide sobre uma dívida elevada, implicando em elevada despesa fiscal;
 - 1.2. forte aumento do gasto social na tentativa frustrada de cumprir um compromisso estabelecido na transição para a democracia, o de diminuir a desigualdade;
 - 1.3. ineficiência do aparelho do Estado (que, todavia, pesa menos do que as duas explicações anteriores);
 - 1.4. populismo econômico fiscal.
2. O elevado nível da taxa de juros de curto prazo, que tem como piso uma taxa de juros de equilíbrio muito alta; explicações principais:
 - 2.1. há grandes interesses envolvidos em taxas elevadas;
 - 2.2. o ajuste fiscal realizado, embora atenda aos objetivos de superávit primário, mantém o Estado excessivamente endividado, especialmente quando se mede a relação juros pagos pelo Estado/PIB.
3. Tendência à sobre-apreciação da taxa de câmbio, à sua manutenção em nível relativamente valorizado; explicações principais:
 - 3.1. doença holandesa (a mais importante, porque compatível com equilíbrio da conta corrente);
 - 3.2. adoção da política de crescimento com poupança externa e a abertura da conta de capitais que implica necessariamente em taxa de câmbio relativamente apreciada;
 - 3.3. taxa de juros alta atrai capitais externos e assim aprecia a moeda local;
 - 3.4. câmbio apreciado é usado como instrumento para baixar inflação;
 - 3.5. renda altamente concentrada favorece o populismo econômico cambial, ou o aumento artificial dos salários e do consumo implícito em um câmbio apreciado.
4. Tendência da taxa de investimento, cujo aumento é fundamental para que a economia volte a crescer a taxas satisfatórias, a ser pequena; explicações principais:
 - 4.1. a taxa de lucro esperada não é suficientemente elevada para fazer frente a uma taxa de juros altíssima, não obstante os salários serem baixos;
 - 4.2. a taxa de câmbio apreciada eleva artificialmente os salários, principalmente os da classe média (além da riqueza dos ricos), e assim aumenta o consumo e diminui a poupança;

- 4.3. a taxa de câmbio apreciada reduz as exportações e as oportunidades de investimento voltado para a exportação, em uma economia que depende essencialmente das exportações para crescer.
5. Taxa de inflação baixa, mas não atingindo ainda os níveis internacionais; explicações principais:
 - 5.1. a economia brasileira continua parcialmente indexada;
 - 5.2. as crises recorrentes, causadas pela alta taxa de juros e a baixa da taxa de câmbio, levam a depreciações súbitas do real e a novo aumento da inflação.

Estas características definem para o Brasil uma crise crônica que mantém o país quase-estagnado, em termos de renda por habitante, desde 1980. Uma crise cuja característica principal é a elevada taxa de juros de curto prazo, flutuando em termos reais, entre 9% e 16% reais, e cujo problema fundamental a evitar é a apreciação do câmbio causado por essa mesma taxa e pela política de crescimento com poupança externa.