

A escolha de Sofia?

José Luis Oreiro | Luiz Fernando de Paula
Valor, 24/06/2011

Não é preciso optar entre a desindustrialização e o fim do Bem-Estar Social.

Algumas visões ortodoxas sustentam que para que o país possa ter uma taxa de juros mais baixa seria necessário: 1) acabar com a acumulação de reservas internacionais por parte do Banco Central (BC) e aprofundar o processo de conversibilidade do Real, o que levaria a uma maior valorização da taxa real de câmbio de forma a atrair a poupança externa necessária para o "equilíbrio macroeconômico"; ou 2) aumentar a poupança doméstica por intermédio da redução do grau de cobertura do Estado do Bem-Estar Social, uma vez que as políticas sociais atuais geram incentivos contrários à abstenção de consumo presente, contribuindo assim para uma baixa taxa de poupança doméstica.

O argumento se baseia no seguinte raciocínio. Em função da estrutura perversa de incentivos à abstenção de consumo presente, devido à ampla cobertura previdenciária, a taxa doméstica de poupança no Brasil é baixa, de maneira que o equilíbrio macroeconômico entre oferta e demanda agregada exige uma elevada taxa real de juros, criando um grande diferencial positivo entre a taxa de juros doméstica e a taxa de juros internacional.

Numa economia aberta com mobilidade de capitais, esse diferencial de juros cria enormes incentivos para a entrada de capitais especulativos, os quais tendem a apreciar a taxa real de câmbio. Esta apreciação incrementaria as importações e reduziria as exportações, aumentando o déficit em conta corrente, o qual seria financiado com poupança externa. À medida que o câmbio se aprecia e a poupança externa flui para o país, contudo, a demanda doméstica passa a ser direcionada para bens produzidos no exterior, diminuindo a pressão sobre a oferta de bens disponíveis, o que permite a manutenção de uma taxa de inflação estável com juros mais baixos.

"Parece pouco plausível que o problema do juro alto se deva à falta de poupança doméstica."

Assim, sustenta-se que, com o fim da política de acumulação de reservas combinado com a plena conversibilidade do real, a economia irá alcançar um novo ponto de equilíbrio no qual os juros reais serão mais baixos e o câmbio será mais valorizado do que na situação inicial. O corolário desta política é que a nova taxa real de câmbio de equilíbrio será provavelmente muito baixa para dar garantias mínimas de sobrevivência à indústria nacional. O país estaria condenado, portanto, à desindustrialização.

Logo, a eliminação do problema "juro alto, câmbio valorizado" requer que o governo e a sociedade brasileira façam uma escolha entre desindustrialização e fim do Estado do Bem-Estar Social, uma verdadeira "escolha de Sofia".

O governo atual tenta - segundo a perspectiva ortodoxa - escapar desse dilema por intermédio da política de acumulação de reservas conduzida pelo Banco Central. Quando o BC compra reservas, e as esteriliza por intermédio de operações compromissadas, ocorre um aumento da demanda por moeda estrangeira, a qual produz uma elevação "artificial" do preço da mesma, de maneira a se produzir uma taxa real de câmbio subvalorizada.

Essa desvalorização artificial do câmbio impede o aumento da poupança externa, travando assim o processo de ajuste "natural" pelo qual a demanda doméstica se equipararia a oferta disponível, o que permitiria a redução da taxa real de juros. Logo, a política de acumulação de reservas consegue impedir (parcialmente) a valorização natural da taxa real de câmbio, à custa da manutenção da taxa real de juros em patamares elevados na comparação com outros países. Essa política de acumulação de reservas, contudo, tem um elevado custo fiscal, em função do alto custo de carregamento dessas reservas, resultado do diferencial entre a taxa de juros doméstica e a taxa de juros internacional.

A argumentação acima tem quatro premissas fundamentais e uma conclusão empiricamente testável. A primeira premissa é que a oferta doméstica de bens é inelástica a longo prazo, de forma que um aumento da demanda agregada autônoma exige um aumento da taxa real de juros para que se mantenha o equilíbrio macroeconômico, ou seja, uma taxa de inflação constante e estável. A segunda é que o Brasil sofre de um problema estrutural de escassez de poupança doméstica devido aos incentivos perversos criados pela Constituição de 1988, os quais estimulam o consumo presente em detrimento da poupança e do consumo futuro. A terceira é que a apreciação do câmbio real gera um aumento da taxa de poupança externa, sem que haja uma redução da taxa de poupança doméstica. Assim, a apreciação da taxa real de câmbio permite um aumento da poupança agregada da economia, não havendo substituição de poupança doméstica por poupança externa. A quarta é que o elevado risco cambial, causado pelo alto risco de conversibilidade, que por sua vez aumenta os custos de hedge, contribui para que a taxa de juros doméstica seja superior as taxas internacionais.

"A liberalização financeira não apresenta os resultados esperados sobre o crescimento."

A conclusão, que é empiricamente testável, é que a economia brasileira se encontra hoje com uma taxa de câmbio sub-valorizada. Argumentamos que as quatro premissas são questionáveis, ao passo que a conclusão empiricamente testável é rejeitada na maior parte dos estudos existentes.

A inelasticidade da oferta agregada a longo prazo parece indicar que para visão ortodoxa a economia opera com pleno emprego da força de trabalho ou que, pelo menos, a economia está com uma taxa de desemprego próxima ao que se denomina de NAIRU, ou seja, taxa de desemprego para a qual a inflação não se acelera. Com efeito, a economia brasileira tem registrado nos últimos meses (mas não durante todo o governo Lula) níveis bastante baixos de desemprego, o que tem levado vários economistas a afirmar que o Brasil vive, hoje em dia, um estado de pleno emprego de fato.

A argumentação se baseia explicitamente na hipótese de que a oferta agregada é inelástica¹, logo o pleno emprego deve ser a "norma" e não o caso fortuito². Tendo em vista que o Brasil convive há vários anos com o problema "juro alto, câmbio valorizado" não nos parece correto basear toda uma argumentação lógica em cima de um pressuposto que, se for válido, aplica-se apenas ao período bem mais recente da economia brasileira. De fato, o pleno emprego certamente não tem sido a norma no Brasil desde o início dos anos 80.

A premissa de que o Brasil sofre de um problema de escassez crônica de poupança doméstica devido aos incentivos perversos produzidos pela Constituição de 1988 também parece não ser uma hipótese plausível. Do ponto de vista da teoria keynesiana, tal como os gastos agregados determinam a renda global da economia, o poupança agregada resulta das decisões empresariais de investimento.

De fato, ao observarmos o comportamento da taxa de investimento e da poupança bruta no Brasil entre o primeiro trimestre de 2000 e o primeiro de 2011, constatamos que: 1) as flutuações da taxa de poupança são mais intensas do que as flutuações da taxa de investimento; mas, grosso modo, as flutuações da última acompanham as flutuações da primeira, e 2) a taxa de poupança bruta apresenta dois momentos de intensa variação, a saber, entre o primeiro trimestre de 2003 e o primeiro de 2004, período no qual ela apresenta um forte aumento de 4%; e o primeiro trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2009, período em que a taxa de poupança sofre uma redução bastante significativa de 4,2%.

Essas mudanças súbitas na taxa de poupança bruta não podem ser atribuídas a mudanças no Estado do Bem-Estar, mas sim a evolução da taxa real de câmbio, da taxa de inflação e da política tributária do governo. Com efeito, o início do governo Lula se caracterizou pela combinação de taxa real de câmbio depreciada e taxa de inflação relativamente alta (ainda que em declínio), fatores que combinados deprimem o salário real, produzindo assim uma redução do consumo privado e, conseqüentemente, um aumento da poupança doméstica privada. Entre 2008 e 2009, a redução da taxa de poupança pode ser explicada pelas medidas temporárias de desoneração tributária para estimular o consumo de alguns bens duráveis de maneira a combater os efeitos da crise financeira mundial.

Findos os programas de redução temporária de tributos, observa-se uma recuperação significativa da taxa de poupança bruta, a qual aumenta 2,2% entre o primeiro trimestre de 2009 e o primeiro de 2011.

Além disso, parece ser pouco plausível que o problema do juro elevado no Brasil se deva à escassez de poupança doméstica. Com efeito, se essa explicação fosse correta, então a taxa real de juros de longo prazo deveria ser muito alta para os padrões internacionais, o que não acontece. Com efeito, o contrato de DI futuro/swaps com vencimento em julho de 2014 estava pagando um juro real ex-ante de 7,4% ao ano no dia 14/06/2011. Trata-se de um juro elevado, mas não absurdo na comparação com outros países em desenvolvimento.

Na verdade o problema brasileiro é que a taxa real de juros de curto prazo é muito alta para os padrões internacionais. Isso não tem nada a haver com uma alegada escassez

de poupança doméstica, mas com a forma de rolagem da dívida pública brasileira herdada do período de inflação alta.

A razão fundamental para a persistência de um juro real tão elevado deve-se, em parte, ao fato de que nosso país é o único no mundo onde o mercado monetário e o mercado de dívida pública estão conectados por intermédio das chamadas Letras Financeiras do Tesouro, a "jabuticaba" brasileira, as quais respondem por cerca de 35% da dívida federal. A existência desses títulos faz com que a taxa de juros que a autoridade monetária utiliza para colocar a inflação dentro da meta definida pelo CMN seja a mesma taxa de juros que o Tesouro paga por uma fração considerável da dívida pública.

Assim, a taxa Selic é obrigada a cumprir duas funções: ela é a taxa de juros que regula os empréstimos no mercado interbancário, ao mesmo tempo é a taxa pela qual o Tesouro rola uma parte significativa da dívida pública. Como a mesma taxa de juros precisa desempenhar duas funções, segue-se que a função de instrumento de política monetária acaba sendo contaminada pela função de rolagem da dívida pública federal, e vice-versa, uma vez que o BC não tem como fixar um valor da Selic para as operações no mercado interbancário e outro valor da Selic para as operações de rolagem da dívida pública.

Nesse contexto, a fragilidade ainda remanescente das contas públicas brasileiras acaba por fazer com que a taxa de juros requerida pelo mercado para a rolagem da dívida pública seja "excessivamente alta", sendo transmitida, por arbitragem, para as operações normais de política monetária. Alternativamente, o comportamento da política monetária (com viés de alta na taxa de juros) igualmente pode contaminar a rolagem da dívida pública.

Deve-se ressaltar que propalada melhoria da situação fiscal do governo tem sido exagerada: não só o setor público consolidado continua gerando expressivos déficits nominais (3,3% do PIB em 2009 e 2,6% do PIB em 2010), como os juros nominais da dívida (5,4% do PIB em 2009 e 5,3% 2010) superam em muito o superávit primário (3,3% do PIB em 2009 e 2,6% em 2010).

Dessa forma, o Estado brasileiro ainda possui uma postura financeira "Ponzi", ou seja, as receitas líquidas do governo não são capazes de cobrir a totalidade das despesas de juros³, o que eleva o risco de financiamento do Tesouro, aumentando assim o poder de mercado dos compradores de títulos, os quais podem exigir taxas de juros mais altas para a colocação dos papéis do governo.

A premissa de que não existe substituição de poupança doméstica por poupança externa nos parece também bastante questionável⁴. Isso porque uma apreciação da taxa real de câmbio induz um aumento - este sim artificial - do salário real e da participação dos salários na renda. Como a propensão a consumir a partir dos salários é maior do que a propensão a consumir a partir dos lucros, segue-se que uma apreciação da taxa real de câmbio irá produzir uma redução da taxa de poupança doméstica, anulando total ou parcialmente o efeito do aumento da poupança externa sobre a poupança agregada da economia.

A premissa de que o risco de conversibilidade contribui para elevar a taxa de juros doméstica é igualmente questionável⁵. Se existe um assunto que tem sido fortemente questionado pela literatura internacional, e até por instituições multilaterais como o Fundo Monetário Internacional (FMI), são os supostos benefícios da liberalização financeira para os países em desenvolvimento. Mercados financeiros e cambiais em países emergentes se defrontam frequentemente com o problema de integração financeira internacional assimétrica: seus mercados são estreitos vis-à-vis o volume dos fluxos de capitais, podendo torná-los em certas circunstâncias bastante instáveis, com efeitos instabilizadores sobre a taxa de câmbio, já que o comportamento dos investidores externos é em boa medida determinado por fatores exógenos.

Assim, a existência de um volume de reservas cambiais elevado e/ou a possibilidade de se implementar controle de capitais quando a circunstância convir podem sinalizar aos investidores o compromisso do governo de manter um razoável ordenamento no mercado de divisas, contribuindo para sua maior estabilidade. As evidências empíricas sobre os benefícios do processo de liberalização financeira sobre crescimento econômico e estabilidade macroeconômica no Brasil não apresentam os resultados esperados pelos defensores da liberalização⁶.

Quanto ao argumento de que a taxa de câmbio encontra-se subvalorizada, sustentado por alguns economistas ortodoxos⁷, estima-se normalmente um modelo de determinação da taxa real de câmbio de equilíbrio, onde o câmbio de equilíbrio depende dos termos de troca e do passivo externo líquido. Nesse modelo, o câmbio real no Brasil encontra-se 5% acima do valor de equilíbrio, ou seja, a situação prevalecente na economia brasileira seria, nesse caso, de câmbio sub-valorizado. Essa conclusão é contrária a uma boa parte da literatura brasileira que trata do tema em consideração.

O problema de tais modelos é que eles ignoram a dimensão doméstica do conceito de taxa real de câmbio de equilíbrio⁸, a qual é definida como aquele nível da taxa real de câmbio que garante simultaneamente o equilíbrio externo (déficit em conta corrente sustentável no longo prazo) e o equilíbrio interno (economia operando com pleno emprego e inflação estável). Dessa forma, não é de surpreender que nas estimativas convencionais a dinâmica da taxa real de câmbio de equilíbrio seja praticamente idêntica à dinâmica da taxa real de câmbio efetiva, fazendo com que os episódios de desalinhamento cambial, quando ocorrem, sejam de reduzida magnitude e baixa persistência temporal.

Concluimos a argumentação ortodoxa sobre a taxa de juros é questionável do ponto de vista de sua fundamentação teórica e empírica, e que a economia brasileira não parece estar fadada a uma "escolha de Sofia" entre a desindustrialização e o fim do Estado do Bem-Estar Social.

¹ As evidências empíricas disponíveis para a economia brasileira mostram que o regime de crescimento prevalecente no Brasil é puxado pela demanda agregada, conforme Oreiro, J., Souza, G. e Nakabashi, L. (2010). "A economia brasileira puxada pela demanda agregada". Revista de Economia Política, vol. 30, n.4.

² O equilíbrio com pleno emprego, embora seja uma possibilidade lógica, é apenas uma entre "n" posições de equilíbrio numa economia capitalista, uma vez que as

economias de mercado não possuem mecanismos endógenos capazes de garantir a convergência à posição de equilíbrio com pleno emprego.

³ Isto não quer dizer que o Estado brasileiro esteja insolvente, pois ele tem capacidade de se financiar no mercado. A solvência do Tesouro depende de uma série de fatores, como o comportamento da taxa de crescimento do PIB, superávit primário, taxa Selic e a composição da dívida pública.

⁴ A hipótese de que a poupança doméstica e a poupança externa são substitutas é desenvolvida em Bresser-Pereira, L.C. (2009), *Globalização e Competição*. Elsevier.

⁵ A chamada hipótese Arida-Bacha-Resende segundo a qual o problema do juro alto no Brasil está relacionado com a conversibilidade incompleta do Real, foi objeto de amplo debate na *Revista de Economia Política*.

⁶ Ver, entre outros, Paula, L.F. (2011). *Financial Liberalization and Economic Performance: Brazil at the crossroads*. Routledge.

⁷ Ver, entre outros, Pastore, A.C; Pinotti, M.C; Almeida, L.P (2008). "Câmbio e crescimento: o que podemos aprender?" In *Brasil Globalizado*. Elsevier.

⁸ Conforme Nurkse, R. (1945). "Conditions of international monetary equilibrium". *Essays in International Finance* 4. Princeton University Press.

José Luis Oreiro é professor do Departamento de Economia da UnB e diretor da Associação Keynesiana Brasileira (AKB) e Luiz Fernando de Paula é professor da Faculdade de Ciências Econômicas da UERJ e presidente da AKB, respectivamente.