

COMENTÁRIOS SOBRE “UMA ESTRATÉGIA DE DESENVOLVIMENTO COM ESTABILIDADE”

Edmar L. Bacha

Rio de Janeiro, 6 de janeiro de 2002

Luiz Carlos,

Conforme lhe havia prometido, li com cuidado seu documento com Nakano, “Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade”.

Como tudo que vv. dois escrevem, é um texto cheio de boas idéias e novos argumentos, que certamente muito contribuirá para o debate sobre as estratégias de crescimento do país.

No papel de advogado do diabo, tenho três objeções básicas e diversas observações pontuais.

Uma questão de estrutura...

A primeira objeção é com relação à estrutura do texto. Acho que vv. precisam colocá-lo em pé. Do jeito que está, a meu ver, primeiro vêm os acessórios e só no final o essencial.

Me explico. Desenvolvimento econômico diz respeito ao aumento do produto per capita, da produtividade da mão-de-obra. Dada a formação de capital, isso é função da incorporação de tecnologia, amplamente entendida (não só de novas técnicas e produtos, inclusive organizacionais, mas de instituições apropriadas, inclusive educação, estabilidade macroeconômica, normas jurídicas, respeito a contratos, concorrência, etc).

Ou seja, formação de capital à parte, o desenvolvimento econômico diz respeito fundamentalmente à ‘produtividade total dos fatores’ (PTF), e é o crescimento contínuo da PTF – sustentado por ambientes macroeconômico e regulatório propícios e estáveis - que explica o sucesso econômico dos países hoje industrializados.

É do crescimento da PTF, a meu modo de ver, que falam suas seções finais, 12, 13 e 14, ainda que a primeira delas seja iniciada pelo título, também a meu ver, inadequado, de “política de reestruturação industrial”.

Então, é isso: após uma introdução sobre os fatores propulsores do desenvolvimento econômico, no Brasil como alhures, eu iniciaria o texto de vv. pelo fim, isto é, pelas seções 14, 13 e 12 (nessa ordem), porque é só nelas que aparece a palavra-chave “produtividade”, que é a essência do tema em causa. Notem, de passagem, que em meu texto preliminar com o Bonelli, encontramos uma distinção fundamental entre as décadas de 80 e 90: na primeira, a variação da PTF foi fortemente negativa; na segunda, altamente positiva – et pour cause. Nesse sentido, lamento que vv. sigam a ladainha do PT e coloquem essas duas décadas como tendo sido igualmente “perdidas”.

Se as reformas da década de 90 produziram uma revolução da produtividade, elas não foram suficientes para restaurar a formação de capital em si mesma. Por isso, cabe perfeitamente (histórica e logicamente) que o tema seguinte do texto de vv. seja a formação de capital e seus constrangimentos. Entre esses, vv., na melhor tradição dos dois hiatos, priorizam o constrangimento externo, a ser atacado por uma taxa de câmbio agressiva (R\$3,00 por USD!) e por uma “política comercial ativa”, a qual é objeto de análise na seção 11.

Bem, então seria inicialmente uma “política de produtividade no interior”, seguida por uma “política de comércio exterior”. E então?

O eterno dilema da taxa de câmbio...

E então, aparece o segundo dos meus problemas básicos com o texto de vv. Trata-se da questão da taxa de câmbio. Não que eu objete a uma taxa desvalorizada, tudo o mais permanecendo constante. Mas tudo o mais não permanece constante, em particular a taxa de inflação, como vimos tão claramente em 2001. Além disso, e mais fundamentalmente, vv. não podem ao mesmo tempo querer uma taxa flutuante e uma taxa permanentemente desvalorizada. Para se ter a segunda, depois de se chegar lá (aos R\$3,00 por USD?), seria preciso deixar de lado o câmbio flutuante do Armínio e se amarrar ao “adjustable peg” do Gustavo Franco de novo, ou seja, definir uma cesta, uma banda e uma regra de reajuste em função da inflação relativa. Eu acho que é isso que vv. defendem, mas não explicitam. Acho uma posição defensável (o John Williamson continua a defendê-la), mas é preciso explicitá-la, com todas as letras. Vamos lá, digam: “Somos contra um câmbio que flutua para baixo, depois de chegar lá no alto, pq queremos melhorar a balança; também somos contra um câmbio que flutua pra cima, depois de chegar lá no alto, pq pode dar inflação. Por isso, propomos fixar o câmbio em R\$3,00 por dólar e daí em diante indexá-lo indefinidamente à inflação, com uma margem de variação de +/- 2.5%”.

É dura a vida, qdo o mercado não obedece a nossos desígnios planejadores, e põe o câmbio de volta nos R\$2,33, mas, então, o que fazemos – vamos voltar a fixar o câmbio real (só que agora a uma taxa desvalorizada) ou não?

Se o câmbio for seguir a regra do “adjustable peg”, tem um problema adicional para ser resolvido: em que deve mirar a taxa de juros, no balanço de pagamentos

ou na inflação? Na inflação, dirão vv. Muito bem, e qdo houver “choques externos”, positivos ou negativos, ou “movimentos de manada” (do tipo que vimos em 2001, faz hedge, desfaz hedge) quem ajusta o balanço de pagamentos? Não dá pra fingir que vivemos num mundo perfeito, sem choques nem movimentos especulativos. Ou a sua alternativa é por via de controles cambiais à la Mahatir (ou à la anos 50)? Argh! Eu prefiro ficar com o câmbio flutuante à la Armínio – vv. façam suas escolhas.

Por favor, notem também que, com o IOF (além do malfadado CPMF), mais a desalavancagem generalizada e a aversão ao risco lá fora, nós não temos mais o problemão do tempo do G. Franco, de mudanças abruptas dos humores dos capitais especulativos de curto prazo. Ninguém, hoje, muito menos o Armínio, está fixando a taxa de juros do over para atrair/repudiar capitais de curto prazo. Claro, dentro dos limites fixados pelo BC, os bcos têm posições vendidas ou compradas em dólar e os exportadores/importadores administram seus recebimentos/pagamentos com um olho nas oportunidades de arbitragem – mas isso, espero, vv. hão de concordar que é parte das regras do bom jogo (ou será que não querem mesmo dar qq papel à “especulação estabilizadora”, mesmo qdo ligada aos fluxos de comércio?).

Muito bem, então, ficamos (eu fico) com o câmbio flutuante para equilibrar o balanço de pagamentos como um todo. Mas isso não é o bastante, pq também queremos ter uma posição sustentável na conta corrente, que é um sub-conjunto do balanço de pagamentos. Bem, aí o jeito é tentar identificar choques externos temporários, que se queira amortecer (queda súbita e temporária no investimento direto, p. ex.), ou “movimentos de manada”, a que se queira contrapor (demanda por hedge, p. ex.), e escolher os instrumentos (explícitos e transparentes) para atuar (compra/venda de divisas, compra/venda de títulos dolarizados, p.ex.). Acho que é isso que se chama câmbio flutuante “sujo” (mas c/sujeira limpa!), que eu favoreço – dentro do axioma do Churchill sobre a democracia, que seria o pior de todos os sistemas, exceto todos outros. Aguardo suas definições!

O BC e a taxa over...

E então chegamos às suas considerações sobre os juros – ou à minha terceira e mais importante objeção básica ao texto de vv.

Em primeiro lugar, concordo inteiramente em que, afora a questão do estrangulamento externo, a principal restrição à retomada de um crescimento econômico vigoroso é a falta de financiamento de longo prazo, em moeda nacional, a juros compatíveis com a rentabilidade do capital na produção. Ou seja, a chave do crescimento na década que se inicia está no desenvolvimento de um pujante mercado interno de capitais.

Dito isso, vamos à sua argumentação. Confesso que até me diverti com a nova formulação do Romer, que vv. apresentam, para a situação de dois equilíbrios no mercado de crédito. Acho que se trata de um problema com três variáveis: volume

de crédito, taxa de juros, nível de risco. Na versão tradicional da curva de oferta de crédito que se volta para si mesma (que tal essa tradução para “backward bending supply curve of credit”?), o nível de risco é uma função implicitamente crescente da taxa de juros, de modo que o volume de crédito ofertado primeiro cresce com a taxa de juros mas, a partir de um certo nível, passa a cair quando a taxa de juros aumenta (é o problema da “adverse selection”). A curva de oferta de crédito tem pois a forma de um “C” invertido. Como a curva de demanda por crédito é decrescente na taxa de juros, podemos ter dois equilíbrios, um “bom” com muito crédito e juros baixos (portanto com risco também baixo), e outro “ruim” com pouco crédito e juros elevados (e, portanto, com risco também alto). Dependendo da dinâmica, normalmente o equilíbrio “bom” é estável e o equilíbrio “ruim” é instável.

Na formulação do Romer (apud seu artigo), o volume de crédito está dado, a questão a saber é a que taxa de juros e a que nível de risco ele é ofertado. Temos uma “curva de demanda de risco”, por parte do prestador, e uma “curva de oferta de risco”, por parte do tomador. Ambas são crescentes na taxa de juros. Qto maior a taxa de juros, maior o apetite de risco do prestador, até um certo nível de risco, além do qual ele não vai. A partir daí, a taxa de juros pode ir para infinito que ele não se dispõe a tomar riscos mais altos. No meu modo de ver, é essa propriedade assintótica da curva de demanda por risco que gera os dois equilíbrios, ao contrário do que vv. afirmam no texto (onde dão ênfase ao formato em “S” da curva de oferta de risco). Na verdade, a curva de oferta de risco pode ser simplesmente uma reta positiva: qto maior a taxa de juros, maior o risco de não pagar do tomador. Admitamos que a curva de oferta de risco tenha um intercepto vertical menor e, pelo menos inicialmente, uma inclinação maior do que a curva de demanda de risco (como no gráfico de vv.). Então se geram dois equilíbrios no quadrante positivo, um bom, com taxa de juros e de risco baixas, e um ruim, com taxa de juros e de risco altas.

É tudo muito interessante, dá ótimas discussões acadêmicas, etcetera e tal. Mas o que tem a ver com o Brasil? Vv. dizem que, ao fixar os juros elevados, o BC faz crer aos credores que o risco é alto, e isso produz um equilíbrio ruim. (Acho que implicitamente vv. estão adotando o princípio do “adverse selection”: como a informação é assimétrica, os banqueiros não sabem se quem está oferecendo pagar juros elevados é pq tem bons projetos ou pq é mau pagador; na dúvida, usam os juros como “sinalizador” e restringem o crédito a quem oferece pagar taxas altas. Mas, se for isso, trata-se de um modelo em que os banqueiros não sabem com quem estão tratando. Vv. acham isso possível na relação dos bancos com o governo brasileiro?).

Ainda que sua hipótese fosse verdadeira, o que tem ela ver com o modelo do Romer? No modelo, a taxa de juros é uma resultante do equilíbrio de mercado. Na sua visão do Brasil, quem fixa os juros (errados) é o BC e não o mercado. Se vão usar o modelo, é preciso ir até o fim e mostrar como os alhos se separam dos bugalhos.

Me deixem tentar. A idéia é que os credores são “price-takers” e têm lá sua curva agregada de oferta de crédito “backward bending” ou, de forma equivalente, sua curva assintótica de apetite pelo risco. O BC tem um certo volume de títulos pra vender e está escolhendo a que taxa de juros o fazer. Como os credores estão lá plantados em suas curvas peculiares, ele pode escolher uma taxa de juros baixa (equilíbrio bom, com risco baixo) ou uma taxa de juros alta (equilíbrio ruim, com risco alto). Então, talvez porque o BC esteja de alguma forma obscura sujeito às expectativas dos agentes financeiros (como vv. parecem sugerir, em passagens nas págs 14 a 18), ele escolhe a taxa alta. Ora, desculpem-me, mas essa história não consigo engolir.

Embora eu possa admitir a possibilidade teórica de estarmos travados num equilíbrio “ruim”, há duas questões. Primeiro, uma questão objetiva: pois esse bem pode não ser o caso. Ou seja, o equilíbrio pode ser único e estável. Pois o Brasil parece ser, de longe, o país emergente com maior dívida pública interna de curto prazo como proporção do PIB. Também, entre os emergentes, é provavelmente um dos que têm a taxa de poupança interna mais baixa. Certamente, devemos estar nos primeiros lugares na relação da dívida interna de curto prazo como proporção da poupança interna. Isso não dá juros internos de curto prazo mais altos do que o resto da tropa? Se for assim, não tem jeito, a solução vai ter que vir ao longo do tempo, na medida em que se desenvolva o mercado interno de capitais de longo prazo, e se sustente o superávit primário do setor público.

Alternativamente, se a hipótese do equilíbrio ruim estiver correta, como sair dele? Lembrem-se das discussões sobre a alta inflação, qdo empacadas na demanda por moeda à la Cagan? Também tinha a história dos dois equilíbrios: para o mesmo déficit, tinha um equilíbrio de alta inflação (e baixa demanda por moeda) e um equilíbrio de baixa inflação (e alta demanda por moeda). Mas como saltar de um para o outro? É o mesmo problema aqui. Acho que vv. dão umas pistas na direção correta, que ajudam – aumentar o superávit primário, aumentar o superávit comercial e então começar a reduzir os juros. Mas, convenhamos, ainda estamos longe de uma proposta de política convincente, mesmo pq a evidência empírica é inexistente.

Os juros curtos e os longos, em reais e em dólares...

Além disso, tudo o que o BC determina é a taxa over. A estrutura temporal das taxas de juros quem dá é o mercado. E, infelizmente, mercado com liquidez, sem indexação, só tem até 1 ano. É possível que, puxando a taxa over para baixo, a taxa ano venha para baixo também, mas isso não é nada certo. É bem verdade que boa parte da dívida pública está indexada no over, portanto, reduzindo o over poder-se-á gerar uma dinâmica favorável da dívida, o que poderia permear toda a curva de juros. Mas seria preciso haver convencimento de que a redução dos juros é sustentável – easier said than done.

E tem mais um problema. Não sei se vv. já viram a taxa ano do cupom cambial, ela está abaixo de 4% ao ano. Ou seja, os 2% da taxa americana, mais 200

pontos base de risco Brasil. Pra ninguém botar defeito, não? Também, mesmo com toda essa confusão na Argentina e as incertezas eleitorais que se aproximam, parece que o BC vai conseguir colocar \$1 bi lá fora essa semana, pagando entre 12 e 13% por títulos de 10 anos. Vv. realmente acham que dá pra melhorar isso, simplesmente baixando, num ato de voluntarismo, a taxa over aqui dentro?

Esse argumento sugere que temos um problema adicional, até agora não mencionado. Pois é até plausível admitir que, a curto prazo, o spread do C-bond volte aos 700 pontos base, e que, mais à frente, com a aliança governista fazendo o próximo presidente e dando continuidade às reformas, a gente veja o spread para títulos brasileiros longos no mercado externo em níveis de 400 pontos base. Taxas longas de 8 a 9% em dólares encaminham então a resolução do nosso problema de formação de capital?

Não, pq além do acesso limitado, tem o risco cambial (que, se vv. quiserem, é a expressão microeconômica da questão macroeconômica da 'dependência externa'). Ou seja, o problema é que a taxa longa 'razoável' está denominada numa moeda diferente daquela em que se manifesta a rentabilidade do capital na produção, aqui dentro. Já que não vamos dolarizar, nem adotar uma "adjustable peg" que seja crível ad infinitum, temos que procurar uma solução própria para esse problema – a não existência de um mercado interno de capitais de longo prazo, denominado em moeda nacional.

Ou seja, para a retomada do investimento, não basta reduzir a taxa over, é preciso inovar pra trazer a taxa longa (em reais) para níveis mais civilizados. Como fazê-lo? A curto prazo, só vejo uma forma: títulos longos indexados em índices internos de preços. Fora disso, vamos ter que experimentar pelo menos dez anos de taxas de inflação de 3%, até que se formem no mercado taxas pré-fixadas em reais para títulos longos, em níveis que correspondam à rentabilidade do capital na produção. Estou ciente que taxas indexadas ao IGPM ou ao IPCA podem ajudar menos, no que se refere às dívidas de empresas não diversificadas, do que no caso do governo ou dos indivíduos (cujos salários mal que bem no longo prazo devem acompanhar o IPCA). Mas aí, com uma boa agência reguladora, a criatividade dos bancos de investimentos – operando num ambiente de estabilidade, juros 'curtos' civilizados e bolsas de valores destravadas - poderá se encarregar de desenvolver mercados de opções, 'swaps' e outros derivativos, através dos quais o risco de descasamento de 'moedas' poderá ser transferido dos tomadores para os investidores finais.

Observações soltas...

Bom, isso é o básico, agora tem um número de observações soltas, que passo a fazer com ref. às páginas do texto.

p. 3 – o endividamento externo é elevado em relação às exportações, mas não tanto assim em relação ao PIB.

p. 4 – qdo vv. falam em passivo externo, querem dizer dívida ou dívida mais equity? 200 bi é pouco pro segundo conceito.

p. 4 – os capitais externos de curto prazo já estão controlados!

p. 5 – os juros de 12% do PIB são nominais, não reais, e além disso incluem a perda de capital com a desvalorização.

p. 6 – acho que o verbo implicar, no sentido que vv. usam, é transitivo direto e não indireto, ou seja, não tem o “em” entre o verbo e o objeto.

p. 7 – pq será que a estrutura industrial brasileira foi “dimensionada” para atender a demanda doméstica e não a externa? Não tem nada ver com a substituição protegida de importações, essa “característica estrutural” da economia brasileira?

p.8 – Já que “o objetivo de estabilizar a inflação foi alcançado”, então a gente pode voltar a brincar no paraíso?

p. 9 – a dívida externa líquida não é quatro vezes maior que as exportações, 3x talvez.

p. 10 – desde qdo alguém acreditou que o fluxo de capital externo seria o motor do desenvolvimento?

p. 13 – eliminar toda e qualquer indexação? E como ficam os contratos de longo prazo? Passamo-los todos a dólar? Ou continuamos a não os ter? E os investimentos em infra-estrutura em mercados regulados? Deixamo-los sem regras, ao critério das agências reguladoras? Quem vai investir aqui, assim? Só se forem os aventureiros e os “amigos do rei” de sempre.

p. 14 – quais são os “grandes interesses” representados no gasto do governo de R\$60 bi com juros?

p. 17 – desde o Arminio, não é verdade que a taxa de juros sirva a objetivos tão múltiplos, embora, como v. verá no artigo do Dionisio que lhe mandei, a função objetiva da autoridade monetária possa incluir, sem problemas, com ponderações variáveis, inflação, nível de atividade, nível de reservas e balança comercial. Outros instrumentos, hoje disponíveis, incluem o IOF, a LRF e a LDO, a taxa de câmbio flutuante, a compra/venda de reservas e de títulos cambiais. Dá pra alocar um pra cada objetivo!

p. 18 – Será que o BC realmente responde (ao invés de contrapor-se) “às expectativas auto-realizadoras do mercado financeiro”?

p. 18 – Faz muito tempo que o BC não aumenta o juros pra atrair capital estrangeiro. Não sei se vv. sabem, mas hoje em dia a arbitragem (mesmo com o

over a 19%) é ao contrário: o cupom cambial está tão baixo que é melhor aplicar lá fora!

p. 19 – Não conheço esse princípio de que ninguém pode tomar emprestado a taxa menor que o governo. A Petrobrás toma. O que tinha era um princípio das agências classificadoras de risco, que nenhum risco interno podia ser menor que o soberano, mas isso também já era.

p. 19 – O spread sobre papéis brasileiros no mercado internacional corresponde ao risco Brasil das agências. Isso é uma coisa – a estrutura das taxas de juros em dólares, segundo os prazos dos papéis. Outra coisa é a taxa real de juros interna no overnight. Tem que por a desvalorização esperada nessa equação!

p. 23 – Lembrem-se que o crescimento a longo prazo das exportações, de 9,8% ao ano, é em dólares correntes, e teve muita inflação lá fora no período.

p. 26 – O que vv. querem dizer com a “definição de um programa de investimentos”? Isso é o renascimento dos programas decenais do Velloso? Se for novamente o tal do planejamento indicativo, com metas físicas e tutti quanti, acho que vv. estão embarcando numa canoa furada. Eu preferiria muito ver vv. falando das medidas necessárias para o fortalecimento de um mercado interno de capitais de longo prazo, que deverá substituir, na década de 2000, o “modelo” nacional-desenvolvimentista do período 1950-80.

p. 31 – É verdade que o processo de concentração de renda se acentuou nesses últimos 20 anos? Que dados vv. usam?

Bom, paro por aqui, pq senão os comentários ficam maiores que o texto. Desculpem-me por não ter tido tempo de ser mais breve.

Boas Entradas!

Abraços,

Edmar.

