

Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade

LUIZ CARLOS BRESSER-PEREIRA
YOSHIAKI NAKANO

INTRODUÇÃO

Este trabalho esboça diretrizes de política econômica e particularmente da política macroeconômica para o período a se iniciar em 2003, dando continuidade ao programa do governo federal de modernização e desenvolvimento econômico e social do país. Os objetivos da política econômica são os de promover rápido crescimento econômico, com justiça social e eliminação da pobreza. A abertura econômica, a consolidação da estabilidade de preços e os avanços alcançados na área fiscal nos anos mais recentes credenciam o país a entrar numa nova fase, em que o eixo da ação governamental deverá ser deslocado para a construção de condições econômicas e institucionais internas efetivas, que permitam um crescimento sustentado do Brasil. Para dar emprego aos jovens que chegam anualmente ao mercado de trabalho, a economia brasileira precisa crescer pelo menos 5% ao ano. Para crescer a um ritmo superior a 5% ao ano é preciso ampliar os investimentos produtivos para um patamar acima de 25% do PIB e viabilizar um crescimento das exportações de pelo menos cerca de 15% ao ano. Estas passam a ser metas hegemônicas da nova política econômica.

A estabilidade monetária alcançada pelo governo Fernando Henrique Cardoso será a fundação que deverá sustentar a nova fase de desenvolvimento brasileiro. A partir dela, propomos uma nova fase, que implica mudança no regime de política econômica. Podemos distinguir três fases de política econômica no período recente. Em uma primeira etapa, depois de aberta a economia, foi alcançada a estabilização dos preços através da neutralização da inércia e de uma âncora cambial somada a juros elevados. A prioridade era a estabilização de preços. Na segunda etapa, foram implementadas importantes reformas. Na terceira etapa, foi abandonado o câmbio rígido e efetuado significativo ajuste fiscal. Com isso liberou-se a política monetária (taxa de juros) para objetivos internos, e o câmbio flutuante poderá equilibrar o setor externo.

O câmbio no regime econômico anterior tinha três defeitos: o viés contra o crescimento, o aumento na dívida interna/externa, e a vulnerabilidade a choques externos (especialmente o comportamento de manada e ataques especulativos). A taxa de juros tinha a função de equilibrar o balanço de pagamentos, sendo conservada persistentemente em patamares elevados para manter o câmbio sobrevalorizado. Os grandes saltos acima desse patamar ocorreram em resposta a choques externos.

Na quarta etapa, que é objeto do documento, aproveitar-se-á a nova liberdade conseguida com a flutuação do câmbio para desenvolver uma política monetária voltada para a redução da taxa de juros. Com a própria depreciação do real, a taxa de juros deveria ter caído, mas tal não aconteceu. Nesse regime o equilíbrio fiscal (intertemporal) é fundamental para manter a estabilidade macroeconômica, ou seja, manter a taxa de inflação baixa e conter a expectativa de desvalorização cambial. Componente fundamental do equilíbrio fiscal é o superávit primário e a manutenção da dívida pública em nível sustentável e sob controle.

Os objetivos da nova política econômica são o crescimento econômico sustentado, a eliminação da pobreza absoluta e a estabilidade macroeconômica. São objetivos a serem alcançados simultaneamente, num processo em que cada um reforça o outro, pois só assim poderemos ter desenvolvimento econômico e social sustentado. Diante das restrições e novos desafios envolvidos na nova política econômica, caberá ao governo um papel mais ativo na administração da economia, através da mobilização política, para a constituição de condições materiais e institucionais que permitam alcançar simultaneamente aqueles objetivos, que são de todos os brasileiros. Atenção redobrada deverá ser dada à melhoria da distribuição de renda, especialmente através da eliminação da pobreza. O estabelecimento de um novo tipo de relacionamento com o setor privado, um novo pacto de cooperação com o empresariado e sindicatos, as reformas institucionais, o aperfeiçoamento de mecanismo de resolução de conflitos e a boa governança são também condições fundamentais para que a política de desenvolvimento alcance seus objetivos.

O CONTEXTO INTERNACIONAL

As profundas mudanças ocorridas no cenário internacional nas últimas duas décadas — o colapso do sistema de planificação centralizada, a revolução da tecnologia de informação e a globalização dos mercados de mercadorias, de serviços e financeiros — permitem afirmar que a Política da Guerra Fria ou, mais amplamente, a Política das Grandes Potências em Conflito, foi substituída pela nova Política da Globalização. Nesse novo quadro, em que as nações se tornam mais interdependentes, elas se tornam também mais competitivas comercialmente, de forma que, mais do que nunca, se faz necessária uma política consistente de defesa do interesse nacional nas diversas arenas de negociação internacional. Essas arenas são cada vez mais importantes, porque é nelas que os sistemas de cooperação são definidos, e os conflitos, resolvidos.

As sucessivas crises financeiras, a recessão global deflagrada neste ano e os

acontecimentos de 11 de setembro deverão dar forma mais nítida às forças e às trajetórias dominantes que regerão este início do século XXI. Entre as forças e trajetórias dominantes de mudança que afetarão o futuro do país, podem ser citadas: a aceitação universal do mercado como o mecanismo eficiente de produção de riqueza, a acessibilidade às informações, o papel crescentemente estratégico do conhecimento e das novas tecnologias, e a vantagem dos países com maior nível de educação em aproveitar esses conhecimentos. Há, ainda, a abundância de capital, a integração e interdependência crescente dos mercados nacionais, a crescente demanda pelos direitos individuais e de grupos étnicos e religiosos, a descentralização e a federalização do estado, a dominância da comunidade sobre o estado e conseqüente fortalecimento da autonomia política e dos governos regionais e locais.

A globalização está também provocando uma divisão entre os indivíduos que têm qualificação e mobilidade para tirar proveito do mercado global e aqueles que não têm essa oportunidade, como trabalhadores menos qualificados. Esse e outros conflitos, inclusive de crenças e valores fundamentais, podem erodir a base social da cooperação e convivência com civilidade. O grande desafio deste início do século XXI será o de compreender e enfrentar essas tendências e forças de mudança, a fim de torná-las toleráveis ou resultantes desejáveis, administrando os conflitos inevitáveis com civilidade. A característica central da nova fase será obrigatoriamente apoiar-se muito mais em recursos internos do que externos.

Com as sucessivas crises financeiras e a presente recessão global, o fluxo de capital para países em desenvolvimento já diminuiu e, no mínimo, será muito instável nos próximos anos. No âmbito interno, o elevado endividamento externo está chegando no seu limite e já está impondo uma séria restrição externa à economia brasileira. O país não pode mais postergar o ajuste, senão em poucos anos o crescimento explosivo da dívida externa conduzirá a dramáticas reduções no consumo e investimento. Não há alternativa senão estancar o seu crescimento (relativo ao PIB) mediante a redução no déficit de transações correntes, que será efetivada com a implantação de uma política ativa de exportações e substituição de importações competitivas.

Dessa forma, numa fase inicial de transição, o aumento das exportações e a substituição das importações serão os motores do crescimento. Para que esse processo tenha continuidade e se torne auto-sustentado, o desafio maior da política econômica será traçar uma estratégia e uma política de investimentos de forma que o aumento das exportações resulte na ampliação da capacidade produtiva. O crescimento do investimento provocará uma expansão do mercado doméstico, ao desafogar as contas externas, e tornará o país menos dependente de capitais externos. Dessa forma, a taxa de juros ficará menos pressionada (como será visto adiante) e poderá ser baixada para níveis compatíveis com a retomada do crescimento econômico. Uma vez inaugurada essa dinâmica, o próprio crescimento econômico, inserido numa estratégia de investimentos, provocará a expansão do mercado doméstico.

Apesar da recessão global, existe um potencial de crescimento para as exportações brasileiras. Nos últimos 15 anos, as exportações do país perderam cerca de 40% de participação no mercado mundial. Entretanto, com a desvalorização do real

em 1999 e em 2001, as exportações já estão se tornando competitivas, pois, ao nível de R\$ 2,60 por dólar, a taxa real efetiva de câmbio aproximou-se dos níveis que prevaleciam no final da década de 80 e início de 90.¹ O atual governo está também iniciando uma participação mais ativa nas negociações comerciais internacionais. Não há dúvida de que, com uma política comercial ativa, mais agressiva nas negociações internacionais, com a adoção de medidas que desonerem as atividades exportadoras no âmbito tributário e financeiro, e com uma taxa real de câmbio adequada, há espaço para recuperar nossa posição exportadora, bem como ganhar posições no mercado mundial.

Com o aumento significativo das importações nos últimos dez anos, há também um potencial de crescimento a ser explorado mediante a substituição de importações, particularmente em setores mais dinâmicos como o de produtos eletrônicos. Substituir importações competitivamente não significará um fechamento da economia brasileira nos moldes do padrão adotado no passado. Ao contrário, é um processo natural em economias abertas e será, em grande parte, estimulado pelo novo patamar da taxa real de câmbio. Caberá ao governo eliminar as vantagens tributárias dadas às importações pelo nosso perverso sistema tributário; dar às empresas que aqui se localizam as mesmas condições de acesso aos recursos produtivos e financeiros que têm no exterior; e traçar horizontes claros da futura estrutura industrial do país. Uma nova política de substituição de importações numa economia aberta permitirá a exploração de oportunidades de crescimento. Estas por sua vez ajudarão a contornar as atuais restrições externas, levando a uma efetiva abertura da economia brasileira, pois a substituição de importações contribuirá também para a constituição e fortalecimento da capacidade produtiva voltada para as exportações.

É importante lembrar que, mesmo sem uma política de reestruturação industrial e de eliminação do “custo Brasil”, as empresas aqui localizadas se reestruturaram com significativa atualização tecnológica e aumento de produtividade, graças à abertura ampla da economia brasileira às importações. Na realidade, na ausência de uma política de reestruturação industrial e comercial ativas, a abertura se deu pela metade, pelo lado das importações, de forma que descuidamos da criação de uma capacidade produtiva voltada exclusivamente para as exportações. Dessa forma, a economia brasileira ficou submetida a uma dinâmica interna perversa, com tendência cíclica à semi-estagnação: assim que a demanda interna inicia um processo de expansão, geramos um déficit comercial elevado, pois as importações aumentam e as exportações são revertidas para atender aquela demanda interna. Em conseqüência, as modestas taxas de crescimento e o acúmulo de passivo externo de mais de US\$ 200 bilhões tornaram insustentável a manutenção desse modelo, comprometendo ainda mais o futuro.

¹ Em meados de novembro, enquanto escrevíamos este trabalho, começou um processo de apreciação do real, em função da insistente política do Banco Central de vender dólares no mercado, que volta novamente a colocar em risco o equilíbrio externo.

Historicamente, desde o final do século passado, a economia brasileira fortaleceu-se e cresceu respondendo às crises internacionais. Foi também em momentos de crise que o país demonstrou maior capacidade de coordenar politicamente as expectativas e ações dos diferentes setores da sociedade, formulando pactos políticos em torno de projetos de desenvolvimento. Se a atual crise da economia americana — pré-anunciada pelo *boom* de investimentos e pela bolha do NASDAQ — seguir o padrão histórico de crises que ocorrem após investimentos gerados por grandes inovações tecnológicas, esta crise poderá ser mais prolongada do que se imagina. Assim, as turbulências financeiras internacionais recorrentes, a atual recessão global e as restrições impostas pela dívida externa deverão se converter em fatores catalisadores para que o país responda e defina uma nova estratégia de rápido desenvolvimento, após duas décadas de desaceleração.

Temos que conviver com a abertura prematura e excessiva do mercado financeiro, mas o financiamento externo terá papel subsidiário na nova fase de crescimento. Os capitais voláteis de curto prazo, que só aumentam a instabilidade macroeconômica, precisam ser controlados, subordinando-se aos objetivos maiores da nova política econômica. Através da política de reestruturação industrial e da nova política comercial ativa, precisamos estimular o afluxo de capitais de longo prazo voltados para investimento produtivo, dentro de uma programação de investimento para crescimento equilibrado.

RESTRIÇÕES EXTERNAS E INTERNAS REALIMENTADORAS

Qualquer diretriz ou proposta de política econômica, para deixar de ser simples promessa ou desejo, precisa levar em consideração as restrições reais e as trajetórias dominantes que atuam num determinado momento, tanto global como nacionalmente. Não basta anunciar que o desenvolvimento econômico é a nova prioridade. Todos desejam este objetivo. É preciso determinação para enfrentar os graves entraves, operacionalizando as políticas para remover as restrições, mudando algumas trajetórias e respeitando aquelas irremovíveis. Isso será possível dentro de uma estratégia bem articulada e consistente.

Entre as principais restrições que temos que enfrentar com urgência, destacam-se:

- o acúmulo de estoque de passivo externo, gerador da necessidade de captação de recursos externos anuais da ordem de US\$ 30 bilhões para cobrir as amortizações e de US\$ 20 bilhões para o pagamento de juros e dividendos;
- a tendência estrutural ao déficit comercial sempre que a demanda doméstica inicia um processo de crescimento; o déficit comercial, em conjunto com o pagamento de juros e dividendos mencionados acima, gera um déficit de transações correntes de mais de 4% do PIB, realimentando o estoque de passivo;
- o acúmulo da dívida pública interna de cerca de 55% do PIB, que gera necessidade de pagamento de juros da ordem de cerca 12% do PIB em 2001;
- um grande déficit público nominal, cujo principal componente é o pagamen-

to de juros, que gera uma necessidade de financiamento da ordem de 7% do PIB, realimentando o estoque da dívida pública.

Fica claro que essas restrições estão interligadas, já que a principal razão da elevação da taxa de juros é atrair recursos externos, tornando as duas últimas restrições dependentes das duas primeiras. Na realidade, ocorre um círculo vicioso, uma restrição realimentando a outra, resultando sempre em juros elevados, o que tem impedido um crescimento mais acelerado da economia brasileira. Portanto, somente uma política arrojada que ataque simultaneamente as raízes e os elementos realimentadores desse círculo vicioso, pode recolocar a economia brasileira na trajetória de crescimento sustentado.

Do ponto de vista macroeconômico, déficit de transações correntes significa que a poupança pública mais a poupança privada não cobrem os investimentos público e privado, o que leva o país a recorrer à poupança externa, aumentando assim a dívida externa. Nesse caso, o país está consumindo e investindo mais bens do que produz. Se o crescimento da dívida externa alcançar um determinado nível e se tornar insustentável, o déficit de transações correntes precisa ser eliminado ou fortemente reduzido. Isso significa consumir e investir menos e promover transferência de recursos para o exterior. Para realizar essa transferência será preciso realocar recursos reais para a produção de bens exportáveis e substituir importações.

Internamente, o governo incorre em déficit se a diferença entre a receita corrente e a despesa corrente for insuficiente para cobrir seus investimentos. Nesse caso precisará recorrer ao financiamento, isto é, à poupança privada, aumentando sua dívida. Se a poupança privada for limitada e cobrir apenas o investimento do próprio setor, o déficit público corresponderá a um déficit externo, cuja redução, para deter o aumento do endividamento interno e externo, significa diminuir o consumo ou o investimento. A redução do déficit fiscal implica transferência interna de recursos, através da redução dos gastos ou do aumento dos impostos. Portanto, ainda que nem sempre a teoria dos déficits gêmeos se comprove na prática, no momento o Brasil enfrenta este problema clássico — o problema de dupla dívida e duplo déficit, isto é, um problema redobrado de transferência interna e externa de recursos. Para resolver esse problema não é necessários zerar ambos os déficits, mas reduzi-los a um nível que permita a redução gradual dos estoques de dívida interna e externa, hoje excessivos.

CRESCIMENTO ABORTADO PELA FALTA DE EXPORTAÇÕES

Na raiz do endividamento externo existe um problema estrutural da economia brasileira que tem abortado sistematicamente uma verdadeira retomada do crescimento econômico. Dele deriva o medíocre desempenho da economia brasileira nas décadas de 80 e 90, agravado nesta última pela abertura da economia para as importações sem que se fizesse o correspondente esforço exportador. A recuperação e a expansão fugaz da economia brasileira nas últimas duas décadas sempre se inicia com a recuperação e a expansão das exportações, que traz, em seguida, a recupe-

ração do nível de emprego e da demanda doméstica. Entretanto, esta última provoca aumento das importações, existindo uma correlação quase perfeita entre aumento do PIB e das importações. Em seguida, parte das exportações é redirecionada para o mercado interno, de forma que de superávit passamos a ter déficit comercial. Isso ocorre porque as empresas exportadoras, que ainda não são principalmente exportadoras, vêem muito maior facilidade em atender a demanda doméstica do que a internacional. A sua capacidade produtiva foi dimensionada para atender a demanda apenas interna e não a externa. Assim, apesar de serem competitivas externamente, deixam de exportar. Além do déficit comercial resultante, outra implicação séria é que o aumento inicial das exportações não se traduz em aumento de investimento e, portanto, em desenvolvimento econômico.

Essa característica estrutural da economia brasileira gerou, desde o início da década de 80, uma flutuação cíclica em que a recuperação e a expansão foram seguidas de desacelerações — estas provocadas pelo próprio governo, que, diante do déficit externo, eleva a taxa de juros. No período pós Plano Real, esse fenômeno se tornou menos visível porque uma onda forte de investimentos e financiamentos externos permitiu cobrir o déficit de transações correntes, hoje acumulado em mais de US\$ 200 bilhões. Mas o ciclo não deixou de ocorrer. De um superávit comercial de mais de US 10 bilhões em 1993 passou-se para um déficit de US\$ 8 milhões em 1997. Nesse ano, o efeito-contágio das crises asiática e russa reduziu o fluxo de capital, o que, por sua vez, conduziu a um aumento drástico da taxa de juros, provocando, assim, contração na economia.

Com a desvalorização cambial nos primeiros meses de 1999, inicia-se novo ciclo. O déficit comercial foi eliminado e a economia começou a recuperar-se, com a expansão das exportações. No ano passado o nível de emprego e a demanda interna reagiram positivamente, de forma que o PIB cresceu 4,5%. Mas isso foi o suficiente para gerar novamente um déficit comercial no início de 2001, o que levou o Banco Central a aumentar as taxas de juros mais uma vez. Com a desaceleração da economia e o aumento da capacidade ociosa na indústria, que hoje está acima de 20%, as importações caíram e as exportações aumentaram, de forma que já se prevê para o próximo ano um superávit comercial de US\$ 5 bilhões.

A grave consequência desse problema estrutural, ligado a características da estrutura produtiva brasileira, é uma tendência à semi-estagnação: o crescimento sempre abortado pela falta de exportações, levando a uma expansão média anual de apenas 2% nos últimos dez anos. Portanto, a pré-condição para a retomada do crescimento econômico sustentado é a implantação de capacidade produtiva adicional voltada para as exportações, de maneira a eliminar seu movimento anticíclico.

Na realidade, esse tem sido um dos problemas centrais da economia brasileira nas últimas duas décadas. Mas o seu diagnóstico indica a solução. Dado o grande número de empresas brasileiras que exportam quando há capacidade ociosa, fica claro que são competitivas internacionalmente. Não obstante, é necessário remover os obstáculos ainda enfrentados pelas exportações, tornando-as mais rentáveis e estimulando o estabelecimento de um vínculo claro entre aumento das exportações e investimento. Além disso, é preciso estimular as empresas multinacionais aqui insta-

ladas a exportarem mais, embora a esse respeito haja uma dificuldade grande, dada a política das matrizes de estabelecerem áreas limitadas de exportação para suas filiais.

FALSAS OPOSIÇÕES

Os objetivos centrais da política econômica — a constituição das condições de desenvolvimento econômico sustentado, a estabilidade macroeconômica e a eliminação da pobreza — são objetivos a serem atingidos simultaneamente. Estabilidade macroeconômica *versus* desenvolvimento é uma falsa alternativa. Da mesma forma que mercado interno *versus* externo, equilíbrio fiscal *versus* crescimento, política macroeconômica (Ministério da Fazenda) *versus* política de desenvolvimento (Ministério do Desenvolvimento), ou, ainda, abertura comercial *versus* defesa do interesse nacional. Nessa nova fase, a ênfase precisa ser mudada, uma vez que o objetivo de estabilizar a inflação já foi alcançado e surgiram novas restrições externas e internas, cuja remoção não pode ser postergada. Para se garantir a estabilidade de preços e a estabilidade macroeconômica, a política econômica deve pautar-se pelos objetivos de aumento das exportações e desenvolvimento econômico.

A remoção das restrições externas e internas e a reconstrução de condições para a estabilidade externa e interna só serão possíveis com mudanças nas funções dos instrumentos de política econômica e na sua combinação, constituindo um novo regime de política macroeconômica, que será, também, de desenvolvimento e estabilidade. Na realidade, não há como distinguir ou opor política macroeconômica e política de desenvolvimento. O que existe é política macroeconômica boa ou ruim. A boa política macroeconômica sempre teve como objetivo o crescimento econômico, a estabilidade e o equilíbrio do balanço de pagamentos. A teoria e a política macroeconômica nasceram com a grande crise dos anos trinta e tinham como objetivo a recuperação das economias em depressão, recolocando-as na trajetória do crescimento equilibrado e do pleno emprego.

É necessário que a política macroeconômica não se limite a responder às pressões internacionais e às crises momentâneas. Devem-se levar em conta as restrições impostas pela globalização, contudo, isso não significa uma atitude passiva de *confidence building* — ou seja, de buscar o crédito internacional através da obediência às sugestões vindas das organizações internacionais e do sistema financeiro mundial. A política econômica tem que ser *accountable* para a população brasileira, responder às demandas justas dos empresários e trabalhadores brasileiros, ser formulada de acordo com os interesses e prioridades de longo prazo do país, sempre integrando-se com autonomia ao mercado global e respeitando as restrições macroeconômicas.

A estratégia proposta neste documento para alcançar o desenvolvimento econômico pode ser assim resumida. Inicialmente, a implantação de políticas de remoção das restrições impostas pelo setor externo e pelo déficit fiscal e o ajuste estrutural para remoção da tendência a semi-estagnação presente na economia brasileira. A chave neste processo será um novo regime de câmbio e de taxa real de juros.

Simultaneamente, será necessária a implantação de uma política comercial ativa e uma política de reestruturação industrial para promover exportações e substituição de importações. Em seguida, para que essas ações façam parte de uma verdadeira política de desenvolvimento auto-sustentado, é necessário definir uma estratégia de investimentos com dois componentes: de um lado, ações para que o aumento nas exportações gere efetivamente novos investimentos produtivos, com ampliação da capacidade produtiva voltada para o mercado externo; de outro lado, ações que aumentem a lucratividade dos investimentos privados e garantam financiamentos de longo prazo a custos competitivos.

Essa estratégia de investimento só será viável com a substancial redução na taxa real de juros; e a estratégia de desenvolvimento somente se consolidará com a estabilidade macroeconômica e um novo ambiente institucional, em que o mercado possa operar com eficiência, a atividade produtiva seja premiada e a atividade predatória seja penalizada.

O ELEMENTO PERVERSO NO FLUXO DE CAPITAIS EXTERNOS

As restrições impostas pelo setor externo da economia brasileira são de duas ordens: a primeira, relativa aos estoques de passivo externo que precisam ser estabilizados em relação ao PIB; a segunda, de natureza estrutural, imposta pela tendência do fluxo de comércio exterior a ser deficitário. Ambas comprometem a taxa potencial de crescimento da economia brasileira nos próximos anos e exigem uma política agressiva de exportações e substituição competitiva de importações para sua remoção.

O endividamento e o passivo externo já alcançaram um nível de alerta e precisa ser estabilizado para não chegarmos a uma situação de insolvência externa. A dívida externa líquida é quatro vezes maior do que as exportações. Somente o pagamento de juros e dividendos mais a remessa de lucros já absorvem cerca de metade das nossas receitas de exportação ou cerca de 4% do PIB.

Além disso, dadas as sucessivas crises financeiras nos países emergentes causadas pelo grande afluxo de capitais e suas súbitas reversões, diante da recessão global que ora se inicia, e tendo em vista os acontecimentos de 11 de setembro, o movimento internacional de capital já sofreu retração e continuará instável.

O desenvolvimento do país não pode depender da poupança externa. Não apenas porque os fluxos de capital são muito instáveis, revertendo-se a qualquer momento, mas também porque há um elemento perverso neles. A taxa de câmbio tende a se apreciar quando o país continua a recorrer à poupança externa, ao invés de mantê-la relativamente desvalorizada, como é necessário para um país altamente endividado. O efeito perverso se expressa numa equação simples: quanto maiores os financiamentos ou os investimentos diretos, que aumentam o endividamento financeiro e patrimonial do país, mais apreciada tende a se tornar a taxa de câmbio, menos estimuladas as exportações ou a substituição competitiva de importações, maior (artificialmente) o poder aquisitivo dos assalariados e maior seu con-

sumo, e, portanto, menor a poupança interna, compensando-se assim a entrada da poupança externa com a diminuição da interna, e mantendo-se o no mesmo nível o déficit em conta corrente, ou seja, a necessidade de novos financiamentos.

Os financiamentos e os próprios investimentos diretos, ao apreciarem o câmbio, acabam assim resultando em consumo — especialmente consumo das classes mais favorecidas, que são as que mais se beneficiam do câmbio valorizado. Isso só não ocorrerá se os investimentos ou os financiamentos promoverem aumento da capacidade de exportação, e estas impedirem que o câmbio se valorize. Ou, então, se as autoridades econômicas intervierem e baixarem os juros e permitirem que o câmbio se deprecie. Caso nenhuma das duas alternativas ocorra, a “estratégia” de crescimento com poupança externa acabará levando a economia para o endividamento excessivo, colocando-a em rota de desastre. Nesse sentido, a desvalorização do real no primeiro semestre de 2001 deveu-se, em grande parte, à perspectiva dos agentes econômicos de redução dos investimentos diretos.

Dessa forma, não podemos mais fundar a política econômica do país no pressuposto de que o afluxo de capital externo será o motor do crescimento. Além disso, existem abundantes evidências empíricas de que afluxo de capital para países em desenvolvimento tem causas exógenas, tais como redução da taxa de juros nos Estados Unidos e o excesso de liquidez no mercado financeiro internacional, e que em nada têm contribuído para aumentar a taxa de investimento produtivo nesses países. O afluxo de capital, na maior parte das vezes, tem substituído a poupança interna, como ocorreu no Brasil quando a poupança doméstica caiu de 21,7% do PIB no período 1986/90 para 15,6% do PIB em 1997, na mesma proporção em que recorremos à poupança externa. Além disso, o *boom* de afluxo de capital e sua súbita reversão, que em inúmeros países atinge, de um ano para outro, a magnitude de 10% do PIB, chegando a quase 20% em alguns casos, têm sistematicamente gerado instabilidade econômica e crises financeiras, obrigando os países a dramáticos ajustes, com redução de consumo e investimento doméstico.

CÂMBIO, AJUSTE FISCAL E O AUMENTO DA POUPANÇA INTERNA

O processo de estabilização da conta corrente e de retomada do desenvolvimento envolve uma fase de transição. Num primeiro momento, através do estímulo às exportações e da substituição de importações (ver a seção sobre política comercial e política de reestruturação industrial) e conseqüente redução no déficit de transações correntes, temos que estabilizar a relação dívida externa/PIB. O câmbio flutuante tem que atingir um nível que alcance esse novo equilíbrio, com controle adequado do capital de curto prazo para evitar excessiva volatilidade.

Os progressos alcançados pela abertura da economia, pelo controle da inflação, e pela flutuação do câmbio são exatamente as condições que permitem ter uma política monetária compatível com desenvolvimento auto-sustentado.

Assumimos que flutuação totalmente livre, “limpa”, não é possível numa economia pequena como a nossa. Por outro lado, um sistema de meta de inflação, que

deve por princípio ser pragmático, já que é uma alternativa ao monetarismo dos anos 80, não exige que não haja nenhuma intervenção no mercado de câmbio. O que é fundamental é que fiquem claras para o mercado algumas normas de conduta: 1) que a taxa de câmbio é determinada pelo mercado na medida em que *equilibra a médio/longo o prazo* o balanço de pagamentos; 2) que a taxa de câmbio não é a âncora nominal para a política monetária e para as expectativas inflacionárias; e 3) que não é função da política monetária resolver problemas de competitividade externa (essa é uma questão que depende de políticas e ações de longo prazo, particularmente da política comercial, tecnológica, industrial, e de sistema de financiamento de longo prazo).

O regime flutuante foi uma evolução necessária que, permitindo o equilíbrio do setor externo, caminhou em direção a uma verdadeira estabilidade macroeconômica. Esta poderá ser alcançada com a continuidade da política fiscal, e com nova política monetária, comercial e de investimento. A política monetária, aliás, é particularmente importante porque só com a baixa da taxa de juros será possível auferir os benefícios da taxa flutuante, fazendo com que ela chegue a seu verdadeiro ponto de equilíbrio.

É evidente que não podemos querer uma taxa de câmbio flutuante e permanentemente desvalorizada. Podemos, entretanto, trabalhar para que ela seja sempre que possível “relativamente depreciada”. Para isso, a primeira condição é uma taxa de juros real baixa. Taxas elevadas, como as existentes no Brasil, promovem automaticamente uma taxa de câmbio “relativamente apreciada”. A partir desse pressuposto, o que propomos é uma flutuação “suja” e uma taxa de câmbio de equilíbrio intertemporal ou de longo prazo do balanço de pagamento, que torne o déficit de transações correntes e a dívida externa sustentável.

Mas o que consideramos uma flutuação suja razoável? O essencial é não deixar a taxa real de câmbio cair abaixo do equilíbrio de longo prazo, pelo menos no início da nova fase, porque esta é uma condição para se restabelecer a formação de capital e para aumentar a capacidade de exportação. É preciso sinalizar aos empresários uma rentabilidade sustentável de longo prazo na atividade exportadora e assim eliminar a tendência à semi-estagnação que mencionamos no documento.

Dada a redução possível da taxa de juros, a taxa real de câmbio depreciar-se-á em função de uma política de redução de taxa de juros para níveis razoáveis, compatíveis com o verdadeiro risco-Brasil, que discutiremos mais adiante. É difícil prever qual será essa taxa. Em princípio ela deverá ser igual ou um pouco superior à taxa que prevaleceu entre 1984 e 1993, quando o país realizou substanciais superávits comerciais. Deverá, portanto, estar entre 2,6 e de 3 reais por dólar. Em 2001 o dólar chegou a 2,8 reais, mas em seguida, em função de pesadas vendas de dólares pelo Banco Central, baixou para 2,4 reais aproximadamente.² A desvalorização ocorreu em 2001 não em função da queda da taxa de juros — esta, pelo con-

² O Banco Central, em 2001, vendeu US\$ 8 bilhões no mercado *spot*, e trocou dívida em reais por dívida indexada em dólares no valor de US\$ 20 bilhões.

trário, aumentou — mas porque a crise na Argentina e a diminuição dos investimentos diretos no Brasil levaram o mercado a rever o financiamento do déficit em conta corrente e, portanto, a reavaliar a taxa de câmbio de equilíbrio para o país. No momento em que se logre uma efetiva baixa da taxa de juros, a depreciação decorrente será mais sólida, e não poderá ser contrabalançada por intervenções do Banco Central. Consolidando-se a taxa de câmbio flutuante em um nível mais alto, e garantida a continuidade do ajuste fiscal, e do aumento dos investimentos voltados para a exportação, a poupança doméstica deverá aumentar, ao mesmo tempo em que se logra a estabilização da dívida externa.

Isso poderia resultar, em um primeiro momento, na compressão do consumo (privado e público), já que o investimento terá que ser ampliado para que o aumento nas exportações se traduza em aumento de investimento e, portanto, em crescimento econômico sustentado. Esse processo de ajuste terá, portanto, uma fase de transição com redução de consumo, que será menos doloroso com a retomada rápida do crescimento do PIB através da vinculação das exportações aos investimentos. Sendo a estratégia bem-sucedida, em pouco tempo o consumo poderá voltar a crescer, agora de forma sustentada, à medida que cresce a renda.

Portanto, a nova política econômica terá uma tarefa hercúlea a enfrentar nesta fase de transição para uma nova dinâmica e uma nova estrutura produtiva capaz de aumentar as exportações e os investimentos. Na fase de transição, o objetivo será o crescimento das exportações a uma taxa de pelo menos 15% ao ano, até que o déficit de transações correntes seja reduzido e estabilize a relação dívida/PIB. A partir desse momento, as exportações, mantida sua relação com o PIB, poderão ceder espaço para um maior crescimento do consumo, desde que o investimento tenha atingido uma proporção maior que 25% do PIB. A duração dessa fase de transição é uma decisão política: quanto mais curto o prazo, menor será o custo político, pois mais rapidamente poderemos entrar na fase de expansão do consumo.

EQUILÍBRIO MACROECONÔMICO E INFLAÇÃO INDEXADA

A subordinação da política macroeconômica ao objetivo de desenvolvimento implicará uma mudança da combinação de instrumentos de política. Deve ser abandonada a política de elevação da taxa real de juros para se alcançar múltiplos objetivos além do objetivo que lhe é específico, o de controlar a demanda agregada para evitar a aceleração da inflação. A diretriz básica em relação à taxa de juros deve ser a de se buscar um nível o mais baixo possível compatível com a estabilidade de preços. A ênfase em altas taxas de juros deverá ser deslocada para o equilíbrio fiscal, com controle dos gastos e responsabilidade fiscal, e equilíbrio nas contas externas, com taxa real de câmbio adequada e responsabilidade cambial.

Portanto, a política macroeconômica deve ter dois objetivos: o equilíbrio macroeconômico e o desenvolvimento econômico. O equilíbrio macroeconômico se expressa em taxas de inflação de nível internacional e em déficits público e de conta-corrente que garantam, no mínimo, a constância em relação ao PIB do índice de

endividamento público e de endividamento externo. Para isso, a política macroeconômica, além de apoiar-se em três pilares — as políticas fiscal, monetária e cambial —, deverá ser complementada por uma política comercial ativa e por uma política de reestruturação industrial. O equilíbrio macroeconômico não é garantido apenas pelas políticas econômicas tradicionais. Só uma política comercial e industrial visando o aumento da competitividade internacional do país permitirá o efetivo equilíbrio macroeconômico e o desenvolvimento econômico.

Nas próximas seções serão examinadas as políticas fiscal, cambial e monetária — esta no que diz respeito à taxa de juros. Terminaremos esta seção com uma breve análise do problema da inflação residual que ainda persiste no país.

Estamos pressupondo neste trabalho que o problema da alta inflação está resolvido no Brasil. Resta, entretanto, uma inflação que em 2001 subiu para 7,61%.³ Grande parte dessa inflação, entretanto, se deve à depreciação cambial ocorrida nesse ano, e principalmente à sobrevivência de contratos indexados e ou dolarizados, e de preços administrados e indexados das tarifas de eletricidade, combustíveis, transportes e telecomunicações. Alguns preços são diretamente afetados pelo dólar, como o dos combustíveis, o preço da energia elétrica gerada por Itaipu (25% corrigida pelo dólar), e o preço do gás da Bolívia. Outros preços são indexados ao IGP ou a outro índice, como a distribuição de energia elétrica em geral, e os serviços de telecomunicações. Por outro lado, no sistema legal brasileiro ainda sobrevivem sistemas de indexação. A própria lei que instituiu o Plano Real manteve a indexação de contratos acima de um ano, mas há contratos que devem ser reajustados a partir de um mês.

Existe, portanto, urgência em eliminar toda e qualquer indexação. Em relação àquelas que forem simplesmente legais, é preciso fazer uma varredura no sistema legal, e eliminá-las. Quanto às contratuais, é preciso proibir novas. E quanto às antigas, especialmente aquelas relativas a preços de serviços públicos, é preciso estudar um sistema em que o governo proíba seu aumento e preveja recursos no seu orçamento para compensar a perda das empresas concessionárias.

Os aumentos indexados ou dolarizados devem corresponder a cerca de metade dos aumentos de preços ocorridos em 2001. Ou se tomam medidas no sentido de neutralizá-los, completando o Plano Real, ou se convive com uma inflação que, ao nível de 7%, já é muito alta. O que definitivamente não faz sentido é procurar alcançar a meta de inflação compensando o aumento dos preços indexados pela diminuição relativa dos demais preços da economia, através de uma política de juros que impossibilita o investimento produtivo e a retomada do desenvolvimento.

³ IPCA — 12 meses até novembro 2001.

AJUSTE FISCAL E JUROS ELEVADOS

Uma vez tornado claro para a sociedade e para o mercado o sentido das medidas fiscais de contenção de gastos, das ações efetivas para estimular as exportações e substituir importações, e da estratégia de investimento, a taxa de juros deverá ser reduzida para um patamar bastante inferior ao dos últimos anos. A partir desse novo patamar, o Banco Central deverá sempre determinar uma taxa de juros no nível mais baixo possível compatível com a estabilidade de preços. Apenas em momentos de demanda agregada excessiva, sua elevação se torna necessária. Em relação ao câmbio, uma taxa de juros a mais baixa possível será compatível com a política de uma taxa de câmbio relativamente desvalorizada, mantendo-se a política de câmbio flexível. A prática repetida através dos anos de se manter elevada a taxa de juros para impedir a depreciação cambial e as decorrentes pressões de custos sobre os preços será, naturalmente, abandonada. O Ministério da Fazenda, com controle do fluxo de capital de curto prazo, e o Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, com políticas comercial e industrial, terão como objetivo a estabilização da taxa real de câmbio num nível de equilíbrio.

O problema maior do déficit público, que alcança hoje 7% do PIB apesar dos superávits primários, está na dívida pública, e portanto está diretamente relacionado com a taxa de juros. Em setembro deste ano, a dívida mobiliária federal atingiu 55% do PIB, obrigando o Tesouro Nacional a desembolsar R\$ 61,8 bilhões com pagamentos de juros, o que corresponde a 12% do PIB nos nove meses deste ano. O significativo superávit primário de R\$ 41,2 bilhões não foi suficiente para cobrir a conta de juros, com uma insuficiência de R\$ 20,5 bilhões nesse período. Entretanto, mantidos os atuais patamares globais de receita e despesa, se a taxa de juros dos títulos de dívida for reduzida em 40% poderemos alcançar o equilíbrio fiscal.

Para consolidar e tornar duradouro o ajuste fiscal será necessário controlar e rever cuidadosamente a composição dos gastos e criar as condições institucionais para manter a taxa de juros sob controle. Em primeiro lugar, é necessário aumentar a poupança pública reduzindo a despesa de custeio, o que possibilitará a ampliação e adequação das despesas de investimento à nova política de desenvolvimento. A diminuição das despesas de custeio deverá ser alcançada pelo aprofundamento das mudanças no modelo de gestão pública, pela eliminação do pessoal excessivo ainda existente, pela implantação de sistemas integrados de controle eletrônico (governo eletrônico), que tem permitido reduzir os custos na prestação de serviços em até 90%, e por um segundo esforço no sentido de completar as reformas na área previdenciária. Faz parte da reforma gerencial da administração pública em curso a implantação de novas relações de trabalho, mais flexíveis, integrando os mercados público e privado de trabalho, o que a reforma constitucional na área já permite.

Do lado da receita é necessário promover uma reforma tributária profunda, eliminando impostos distorcivos e insustentáveis no longo prazo. Não há espaço para aumentar a carga tributária, mas há muito espaço para tornar o sistema tribu-

tário mais justo e progressivo, voltado para o estímulo e a premiação da atividade produtiva, para a redução do peso dos impostos indiretos e ênfase na tributação do consumo.

Os dados acima mostram que, em termos de controle global de gastos, executados os juros, o atual governo já conseguiu avanço significativo. Do ponto de vista quantitativo, o ajuste fiscal foi em grande parte alcançado. O grande desafio é a redução da taxa de juros. Essa é uma questão complexa e controversa, envolvendo interesses significativos, que dificultam o debate objetivo do problema. As altas taxas de juros estabelecidas no curto prazo pelo Banco Central assim como as taxas de longo prazo dos financiamentos externos brasileiros são sempre relacionadas com o risco-Brasil e explicadas, portanto, pelo mercado. Veremos que essa interpretação simplista explica apenas parcialmente o nível das taxas de juros.

A TAXA DE JUROS ELEVADA

A taxa de juros nominal hoje no mercado interbancário é de 19% e a real, de 11%. Ao longo dos últimos 13 anos, a taxa real de juros no Brasil tem se mantido em níveis muito superiores aos praticados pelos demais países.⁴ Os indicadores do semanário *The Economist* (27/10 a 2/11/2001) indicam que, na última semana de outubro, só a Argentina praticava taxa real de juros mais elevada do que o Brasil, conforme mostra a Tabela 1. Países como México, Malásia, Índia, Coréia do Sul, Tailândia e Chile praticam hoje taxa real de juros abaixo de 2% ao ano. Não são os demais países que têm suas taxas de juros fora de equilíbrio, mas o Brasil que não adota uma política correta de juros. Portanto, há espaço para a redução da taxa de juros interna.

A explicação usualmente dada para essas altas taxas de juros é o risco-Brasil. O chamado “risco-Brasil” é o diferencial de juros de um título do governo norte-americano e um título do governo brasileiro, negociados no mercado internacional, e com a mesma maturidade. Para se determinar o risco-Brasil em reais basta deduzir da taxa estabelecida pelo Banco Central a taxa de inflação esperada, o risco de depreciação (ou somar o de apreciação), e a taxa de juros dos títulos do Tesouro americano. Feitos os devidos ajustamentos, a taxa real de juros interna é igual à externa paga pelo Brasil dada a arbitragem realizada pelos agentes financeiros.

⁴ Observe-se que a taxa paga pelos tomadores finais é muito mais elevada, devido às altas margens dos bancos e aos impostos que recaem sobre essa margem. O *spread* sobre a taxa de juros básica foi de 46,9%. Em outubro de 2001, a taxa média dos juros bancários foi de 65,8%, a maior verificada no país desde novembro de 1999. Fonte: Departamento Econômico do Banco Central.

Tabela 1

Taxa de Inflação e Taxa Real de Juros para Países Selecionados em Outubro de 2001

País	IPC (setembro)	Taxa de Juros CP	Taxa Real de Juros
Hong Kong	-1,2	2,25	3,49
Índia (IPC ago)	5,2	7	1,71
Indonésia	13	17,96	4,39
Malásia	1,4	3,3	1,87
Filipinas	6,1	13,81	7,27
Cingapura	0,5	1,19	0,69
Coréia do Sul	3,2	4,37	1,13
Taiwan	-0,5	2,9	3,42
Tailândia	1,4	3	1,58
Argentina	-1,1	32	33,47
Brasil	7,3	19,05	10,95
Chile	3,9	2,78	-1,08
Colômbia	8	11,54	3,28
México	6,1	7,02	0,87
Peru	0,9	5,04	4,10
Venezuela	12,3	14,75	2,18
Egito (IPC jul)	2,2	8,69	6,35
Israel	2,5	4,47	1,92
África do Sul	4,4	9,12	4,52
Turquia	61,8	57	-2,97
República Checa	4,7	5,24	0,52
Hungria	8	10,76	2,56
Polônia	4,3	13,68	8,99
Rússia (IPC jul)	20,1	25	4,08

Fonte: *The Economist*, 27 de outubro de 2001.

Esta explicação é simples, e podemos aceitá-la se definirmos risco-Brasil como uma subtração, como a que acabamos de fazer. É simples e tautológica, já que não explica a razão de ser tão alta a taxa de juros básica em reais, ou a taxa de juros cobrada nos empréstimos internacionais a empresas de primeira linha e ao estado brasileiro.

Entretanto, se definirmos “risco efetivo-Brasil” como o adicional de juros, em pontos percentuais, acima da taxa do títulos do Tesouro americano, que levariam os credores a emprestar, dado o risco efetivo existente nesses empréstimos (e não, simplesmente, dadas as práticas do mercado financeiro), teremos um quadro muito diferente. O risco efetivo-Brasil, que refletiria os verdadeiros fundamentos macroeconômicos, seria relacionado aos *ratings* das agências de avaliação de risco, como Standard and Poor’s e Moody’s, assumindo-se, pelo momento, que essas agências têm condições de fazer uma boa avaliação comparativa entre países.⁵

⁵ É duvidoso que o risco efetivo-Brasil possa ser determinado adequadamente pelas agências de risco. Estas usam critérios muito restritos, em que o peso da situação fiscal do país é dominante de forma

O risco-Brasil seria igual ao risco efetivo-Brasil se houvesse uma perfeita ou quase perfeita correlação entre os *ratings* das agências e a taxa real de juros dos países em empréstimos em dólares. Ora, não existe essa proporção. Países com taxas de risco maiores do que o Brasil têm taxas de juros reais menores. As desproporções são gritantes e têm-se mantido dessa forma há mais de 10 anos. Conforme a Tabela 2, que se refere a outubro de 2001, a taxa de juros brasileira de curto prazo é maior do que a taxa de juros de quatro dos cinco países com pior *rating* do que o Brasil. Em relação à Venezuela, a taxa de juros real brasileira é quase cinco vezes maior, e em relação à Indonésia e à Rússia, mais de duas vezes maior. Com a Turquia é impossível comparar, já que sua taxa de juros é negativa. O Peru, que tem *rating* igual ao Brasil, apresenta taxa de juros real inferior à metade. Apenas a Argentina, já em *default*, tem *rating* pior e taxa de juros maior do que a taxa de juros do Brasil.

As discrepâncias apontadas não são explicadas pelo risco efetivo-Brasil e muito menos pela moratória brasileira de 1987, já que a Rússia teve uma moratória muito mais recente.

Em termos gerais, a taxa de juros é tão alta no Brasil porque as autoridades econômicas e mais amplamente o sistema financeiro no Brasil têm atribuído à taxa de juros funções múltiplas nos últimos anos. Através dela se busca:

- reduzir os investimentos e a demanda agregada quando aquecida, de forma a evitar pressão salarial e aceleração da inflação;
- limitar a desvalorização da taxa de câmbio para evitar a inflação de custos;
- atrair capital externo para fechar o balanço de pagamentos;
- induzir investidores internos a comprar títulos para financiar déficit público;
- reduzir o déficit comercial através do controle da demanda interna.

Dadas essas múltiplas funções, uma ou mais delas estará apontando no sentido de uma alta taxa de juros. Todas elas, afinal, podem ser justificadas pela taxa de inflação, dada a interdependência das variáveis econômicas, mas o que precisa ficar claro é que cada função pode ser analisada separadamente e que para cada problema existe um instrumento adequado. A taxa de juros deve, em princípio, ficar limitada ao controle da demanda agregada e da inflação. Em suas reuniões, o COPOM (Conselho de Política Monetária) sempre afirma que a única função da taxa de juros é controlar a meta de inflação. Não há razão para duvidar. Mas é preciso ter claro que o COPOM ou o Banco Central não são autoridades imunes às pressões do mercado, que decidem soberanamente sobre o nível da taxa de juros. Elas respondem também a uma lógica mais ampla da política macroeconômica vigente e às expectativas auto-realizadoras do mercado financeiro.

absoluta. Por outro lado, da mesma que os mercados financeiros internacionais, as agências de riscos são influenciadas pelas taxas de juros reais, definidas internamente pelo Banco Central. No caso do Brasil não é preciso recorrer a qualquer teoria conspiratória para afirmar que as agências de risco tendem a avaliar o risco envolvido no país de forma exagerada. É difícil, por exemplo, entender como o Peru apresenta risco igual ao Brasil, ou o Egito, menor do que o Brasil.

Tabela 2
Taxa Real de Juros Curto Prazo e Classificação de Risco

País	Risco out. 01*	Taxa Real de Juros
Argentina	CCC+	33,47
Indonésia	CCC+	4,39
Turquia	B-	-2,97
Rússia (IPC jul)	B	4,08
Venezuela	B	2,18
Brasil	BB-	10,95
Peru	BB-	4,10
Colômbia	BB	3,28
Índia (IPC ago)	BB	1,71
México	BB+	0,87
Filipinas	BB+	7,27
Egito (IPC jul)	BBB-	6,35
África do Sul	BBB-	4,52
Tailândia	BBB-	1,58
Malásia	BBB	1,87
Coréia do Sul	BBB	1,13
Polônia	BBB+	8,99
Chile	A-	-1,08
República Checa	A-	0,52
Hungria	A-	2,56
Israel	A-	1,92
Hong Kong	A+	3,49
Taiwan	AA	3,42
Cingapura	AAA	0,69

*Classificação de Risco Soberano: classificação de risco da dívida externa de longo prazo. Dados referentes a outubro 2001.

Fonte: Para os "ratings", Standard & Poor's; para a taxa de juros real, *The Economist*.

É evidente que um único instrumento não pode alcançar simultaneamente todos esses objetivos. Além do mais, estes objetivos são contraditórios. A elevação da taxa de juros pode permitir o alcance de um objetivo, mas caminhará na direção oposta aos outros, aprofundando os desequilíbrios macroeconômicos. Por exemplo, quando o Banco Central eleva a taxa de juros para atrair capital externo, pode ajudar a fechar o balanço de pagamentos e controlar a inflação, mas estará, simultaneamente, valorizando a taxa de câmbio, o que levará a déficit comercial e, num prazo maior, ao desequilíbrio do próprio balanço de pagamentos. Isso poderá obrigar uma desvalorização mais brusca gerando impactos inflacionários e crises financeiras. Dada a multiplicidade de objetivos, a taxa real de juros ao longo dos últimos anos tem sido a mais alta do mundo, com episódicas exceções como, agora, com a crise Argentina.

A taxa de juros de curto prazo determinada pelo Banco Central, que, como vimos, está muito acima daquela que o mercado determinaria, dada a classi-

ficação de risco do país, tem um dupla consequência negativa. De um lado, internamente, implica custo financeiro imenso para o próprio Estado, que é o grande devedor. Ainda internamente, ela determina o custo dos financiamentos realizados pelo bancos.

Poderíamos imaginar, porém, que a taxa de juros paga pelo Brasil em seus financiamentos externos de médio prazo fosse perfeitamente correlacionada com as classificações de risco. Ora, não é isto o que acontece, conforme podemos ver pela Tabela 3. Ainda que a diferença entre a taxa de juros prevista em função da classificação de risco e a taxa efetivamente paga pelo Brasil diminua, países com classificação de risco igual ou pior do que o Brasil continuam a pagar taxas juros menores do que a brasileira, variando de 1,26 pontos percentuais, no caso da Turquia, a 2,90, no do Peru (apenas a Venezuela, neste caso, está em situação pior do que a do Brasil).

Tabela 3
Taxa de Juros Longo Prazo e Classificação de Risco

País	Risco outubro	Taxa Juros	Vencimento	Spread vs Brasil
País	2001*	Longo Prazo	Títulos	(mesmo vencto.)
Indonésia	CCC+	9,50%	2006	-1,40%
Turquia	B-	11,34%	2010	-1,26%
Rússia (IPC jul)	B	9,80%	2008	-2,20%
Venezuela	B	13,50%	2008	1,50%
Brasil	BB-	10,90%	2006	
		12,00%	2008	
		12,60%	2009	
Peru	BB-	8,00%	2006	-2,90%
Colômbia	BB	8,35%	2006	-2,55%
México	BB+	7,50%	2009	-5,10%

Fonte: Para a classificação de risco, Standard & Poor's. Para os títulos: últimos financiamentos registrados na Bloomberg.

Esse diferencial contra o Brasil nas taxas de juros de longo prazo não tem sido permanente. O risco-Brasil é determinado em última análise pelos credores externos do país, dadas as classificações de risco. Estas, por sua vez, são definidas em função dos índices de estoque endividamento externo e público, e dos índices de fluxo (déficit em conta corrente déficit público). Entretanto, queremos sugerir que também é importante na determinação do risco-Brasil a influência das taxas de juros definidas pelo Banco Central sobre esse risco.⁶ A taxa de juros interna contamina a taxa externa. Essa contaminação se estende, a nosso ver, às próprias classificações de risco feitas pelas agências. Se o governo brasileiro estabelece uma taxa de juros de curto prazo tão alta, deve ser mesmo um país arriscado.

⁶ Mais precisamente, a definição da taxa de juros é atribuição do COPOM — Comitê de Política Monetária.

No novo regime de política macroeconômica será necessário redefinir claramente as funções dos instrumentos de política macroeconômica, as obrigações de cada ministério na área econômica e, particularmente, do Banco Central, cujas metas devem ser transparentes e acordadas com o Congresso. Será necessária uma forte coordenação central de todos estes órgãos para que os objetivos fixados possam ser alcançados, acabando com a multiplicidade de funções atribuída à taxa de juros, que tem tido um efeito devastador sobre o crescimento econômico. Sem essa redefinição da função de cada instrumento de política e sem coordenação central, haverá predominância natural de certos órgãos, prevalecerão as pressões de curto prazo e os órgãos serão apenas *accountable* para a sua “clientela”, comprometendo a consistência e os objetivos da política do governo.

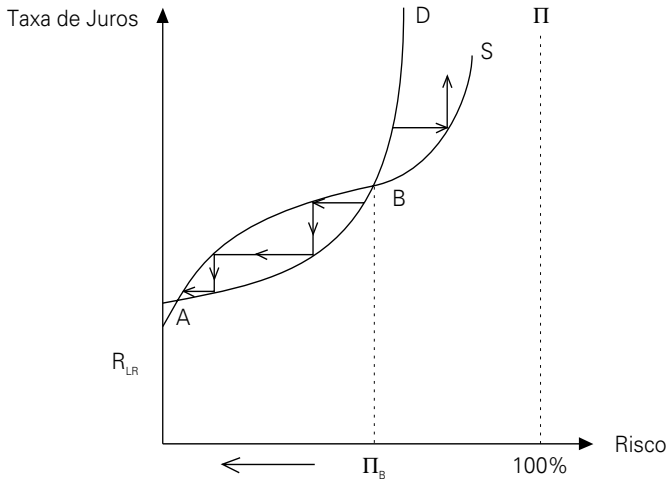
UM EQUILIBRIO ESTÁVEL, OUTRO PERVERSO

A teoria econômica prevê situações de taxas de juros elevadas como as praticadas no Brasil nos últimos 13 anos como aberração. Sem dúvida a questão é controvertida, já que envolve os interesses de empresários, trabalhadores e rentistas. Os empresários perdem porque são desestimulados a investir, os trabalhadores perdem porque se reduz o nível de emprego; ganham apenas os rentistas, que receberam, de janeiro a setembro de 2001, o equivalente a 12% do PIB na forma de juros. Na verdade, este já se tornou um jogo de soma menor do que zero, em que todos perdem, inclusive os próprios beneficiários dos juros, já que, além do custo em termos fiscais, taxas de juros dessa dimensão representam uma perda de PIB potencial incalculável, que nos permitem, todavia, supor que todos estariam melhor hoje se não houvessem prevalecido taxas de juros tão altas no país nos últimos 13 anos.

De acordo com a teoria econômica, a taxa de juros dos títulos públicos depende das condições que levam o financiador a comprar e reter esses títulos e da capacidade de pagamento da dívida pelo governo.⁷ Do lado do financiador ou investidor financeiro, a taxa real de juros exigida R depende do risco percebido por ele de não pagamento ou de *default* Π . No gráfico a taxa de juros aparece na ordenada e a taxa de risco na abscissa. Como vemos pela curva D , quanto maior esse risco, maior a taxa de juros exigida pelo financiador. Para probabilidade de *default* zero, a taxa de juros livre de risco cobrada pelo financiador, R_{LR} , será igual à taxa do Tesouro americano. Nesse caso, o financiador estima que a probabilidade do governo pagar a sua dívida seja de 100%. À medida que a expectativa de risco aumenta, a taxa de juros demandada pelo financiador aumenta.

⁷ Ver, por exemplo, David Romer, *Advanced Macroeconomics*, second edition. Nova York: MacGraw-Hill, 2001.

Gráfico 1
Taxa de Juros e Risco da Dívida Pública



A curva S expressa a probabilidade efetiva de *default* do devedor, no caso, do governo. Essa probabilidade aumenta ou diminui, deslocando-se toda a curva para cima ou para baixo, dependendo do superávit primário esperado em relação à dívida existente. Depende, portanto, da receita tributária relativamente às amortizações e juros da dívida a serem pagos. Se a receita tributária prevista ao longo do tempo for suficiente para pagar essa despesa, ou seja, se houver superávits primários, a probabilidade de *default* será pequena ou nula. Se houver déficit primário, ou seja, se houver incapacidade de o país pagar com suas receitas sequer os juros da sua dívida, e se se esperar que esse déficit seja mantido ao longo do tempo, a probabilidade de pagar será zero.

Dado o superávit primário esperado e a posição (mais baixa ou mais alta) da curva, esta mostra que, a partir de um certo ponto, o risco tenderá a aumentar exponencialmente. O risco, na curva S, aumenta inicialmente a uma taxa decrescente, mas, a partir de um certo ponto, quando o nível da taxa de juros implica um total de juros a ser pago que debilita o devedor, a curva passa a crescer a uma taxa crescente. Dado esse ponto de inflexão, a curva S tem a forma de *s* deitado, e seu limite teórico é 100%.

Vemos portanto que, a partir de um certo ponto, a taxa de juros transforma-se em um fator determinante do risco de *default* ao aumentar a despesa com juros. A curva S corta a curva D em dois pontos, com dois equilíbrios, portanto: A e B. O equilíbrio A correspondente a uma taxa de juros menor, sendo virtuoso ou estável, enquanto o equilíbrio B é aberrante, não apenas porque é alto, mas porque tende a ser explosivo em qualquer ponto à sua direita. A forma de *s* da curva, que permite o duplo equilíbrio, se deve ao fato de que a taxa de juros influencia o risco de *default*. Dessa maneira, nos pontos à esquerda de Π_B , um determinado nível de risco perce-

bido pelo financiador aponta para a redução da taxa de juros e, portanto, para a redução do próprio risco, até chegar ao equilíbrio A, que é estável. Já se a taxa de risco estiver à direita de Π_B , apontará para uma taxa de juros mais alta, com tendência explosiva.⁸

A REDUÇÃO DA TAXA DE JUROS

Os dados empíricos sugerem que a grande maioria dos países encontra-se no ponto de equilíbrio A: o risco de *default* é pequeno e a taxa de juros embute um risco-país razoável. Nesse ponto o equilíbrio é estável e viável. O Brasil, entretanto, encontra-se no ponto B, em que a taxa de juros é aberrantemente elevada e, em consequência, o “risco-Brasil” é elevado. O equilíbrio é instável e a situação inviável no longo prazo.

Compreendemos, assim, porque duas economias com fundamentos macroeconômicos semelhantes podem praticar taxas de juros muito diferentes, ou então porque países com *ratings* de crédito semelhantes podem ter patamares diferentes de juros. Os países, como o Brasil, que atribuem à taxa de juros muitos papéis acabam no ponto de equilíbrio perverso dessa taxa.

O desafio maior enfrentado hoje pela economia brasileira, depois que a taxa de câmbio flutuante tornou razoavelmente realista essa outra taxa, é o de passar de um equilíbrio B para um equilíbrio A. Essa transição, envolvendo um novo regime de taxa de juros, é possível. O processo se inicia através da iniciativa do Banco Central de anunciar sua decisão de alcançar gradualmente um novo regime de taxa de juros, acompanhado por medidas adicionais no plano fiscal e cambial. No plano fiscal a elevação do superávit primário deslocará toda a curva S para baixo. No plano cambial, a elevação do superávit comercial terá o mesmo efeito na curva D. Essas medidas reduzem o nível real de risco para a esquerda de Π_B , de forma que a expectativa de risco do financiador caia ligeiramente abaixo de Π_B na curva D. Tomadas essas medidas iniciais, o Banco Central sinalizará para uma queda gradual e firme da taxa de juros por ele estabelecida. Essa redução de juros, por sua vez, diminuirá, de fato, a probabilidade de *default*, que, virtuosamente, se refletirá na percepção de risco do financiador. Esse processo poderá continuar até atingir o ponto A, conforme Gráfico 1.

Em síntese, o risco-país é muito subjetivo e acaba sendo identificado, na prática, com o diferencial entre a taxa internacional e a taxa interna de juros, ao invés de refletir o risco efetivo-país. Em outras palavras, uma elevação da taxa interna de juros, qualquer que seja a razão, acabará sendo percebida como um aumento no risco-país e não o contrário. Dessa forma, ironicamente, países que praticam taxas

⁸ Vale observar que essa análise baseada no modelo de Romer nada tem a ver com o modelo de racionamento de crédito tipo Stiglitz & Weiss, em que informação assimétrica dá origem a seleção adversa e *moral hazard*.

de juros baixas acabam sendo percebidos como tendo risco-país baixo, ainda que seus fundamentos sejam piores que de um outro país com taxas de juros elevadas. Esse é o caso do Brasil, que acaba sendo percebido como tendo risco-país elevado. Portanto, o que se propõe é que, além de mudar de regime de taxa de juros do ponto B para A, se desloque a curva de percepção do risco do investidor estrangeiro para baixo, ao mesmo tempo que, da nossa parte, com superávits primários, desloquemos a curva S também para baixo. O equilíbrio fiscal e o equilíbrio das transações correntes passam, portanto, a ser fundamentais para dar credibilidade a essa transição para o novo regime de política monetária.

A FUNÇÃO DE REAÇÃO DO BANCO CENTRAL

Vimos que a taxa de juros tem sido mantida muito alta no Brasil porque a ela se atribuem múltiplas funções. Mas a introdução da meta monetária não teria reduzido os objetivos a serem alcançados pela taxa de juros a um só — o controle da inflação? Se considerarmos o modelo de meta de inflação usado pelo Banco Central, verificamos que outras variáveis, como taxa de câmbio, flutuação de reservas e resultados da balança comercial, também são levadas em consideração na fixação da taxa de juros, como mostram os estudos empíricos, de forma que voltamos ao nosso ponto inicial: exige-se da taxa de juros papéis múltiplos, que acabam por elevá-la artificialmente acima daquela apontada pelo mercado.

No novo regime que propomos as diversas funções de política econômica deverão ser redistribuídas e coordenadas de forma que o Banco Central restringiria os seus objetivos às suas clássicas funções, e a atual política de meta de inflação precisa de alguns aperfeiçoamentos. Há hoje praticamente um consenso entre economistas e banqueiros centrais de que se o país decide não fixar “permanentemente” a taxa de câmbio (ou a “dolarização”) a única alternativa de política monetária que pode funcionar eficazmente é aquela baseada na chamada “trindade”: 1) taxa de câmbio flexível, 2) meta de inflação, e 3) regra de política monetária. Há consenso também em que a política monetária ótima é aquela que simultaneamente minimiza o desvio da inflação efetiva da meta de inflação e o desvio do produto efetivo do produto potencial da economia.

As dificuldades práticas na formulação da política monetária estão na especificação mais precisa da trindade. No mundo real o câmbio é uma flutuação “suja”, com alguma interferência do governo de acordo com seus objetivos. Na definição de meta as experiências mostram que os bancos centrais procuram estabelecer como meta uma taxa de inflação de longo prazo e, ao invés da taxa efetiva de inflação, utiliza-se a *core inflation*, isto é, eliminam-se os componentes transitórios da inflação efetiva. Com isso alcança-se maior estabilidade do produto e, portanto, maior crescimento. A regra de política monetária define como o Banco Central deve ajustar o *instrumento* de política monetária (a taxa de juros de curto prazo) para alcançar os seus objetivos. É a função de reação do Banco Central que responde ao hiato do produto (diferença entre o PIB e PIB potencial) e à diferença entre inflação

e meta de inflação, adequadamente definida, procurando sempre reagir de forma suave.

Quando se introduz a taxa de câmbio nessa função de reação, é preciso distinguir a natureza dos choques externos e a transitoriedade ou não da variação cambial. Reação de pronto a qualquer apreciação ou depreciação pode resultar em instabilidade desnecessária como mostram algumas experiências. Por isso, a taxa de câmbio relevante é a de equilíbrio de longo prazo, que resulte em saldo de transações correntes sustentável no longo prazo. A taxa de câmbio de equilíbrio é aquela que garante o equilíbrio intertemporal, o qual, no nosso caso, é afetado também pelo estoque de dívida. Portanto, é preciso continuar aperfeiçoando a política monetária, aproveitando o grau de liberdade ganho com o câmbio flexível, para, assim, se poder reduzir a taxa de juros.

Por outro lado, é preciso considerar qual deve ser a intensidade das reações da taxa de juros para se atingir a meta de inflação. Sem dúvida, uma depreciação pode provocar aumento da taxa de inflação. Mas a taxa real de câmbio está abaixo ou acima do equilíbrio? É uma depreciação transitória ou permanente? Vem acompanhada ou não de efeito sobre a demanda agregada? Quais os efeitos persistentes na taxa de inflação de *preços domésticos*, que se distingue do índice de preços ao consumidor? Em outras palavras, a regra de política monetária deve ser claramente definida, mas deve ter flexibilidade de forma que todas as informações relevantes para se alcançarem as metas possam ser utilizadas.

Não cremos que, na função de reação do Banco Central, possam ser incluídos controles de nível de reservas e balança comercial. As conseqüências de cada uma das variáveis são profundas; sua multiplicidade tende a provocar uma reação constante de elevação da taxa de juros, pois a cada momento uma daquelas variáveis pode exigir a elevação da taxa.

Depois da persistente manutenção da taxa de juros em nível muito elevado é natural que surja o medo de redução, e que esse nível se torne uma convenção. Ora, essa é uma convenção perversa, e precisa ser superada. Suponhamos que as reservas cambiais caíam ou que o balanço comercial não tenha bom desempenho. Por que, num sistema de câmbio flexível, o Banco Central deve reagir elevando a taxa de juros? Não cabe ao Banco Central determinar a competitividade externa do país, pois isto depende da política comercial e industrial e de reformas, como a tributária.

É preciso ter claro que a meta relevante de inflação deve ser a de médio e longo prazo, pois acelerações e desacelerações transitórias não exigem mudança na taxa de juros. A taxa real de juros tem que reagir primordialmente ao hiato do produto para controlar a inflação. Ora, sabemos que o crescimento do produto potencial é comprometido por taxas de juros elevadas, como foi antes inviabilizado por uma taxa de câmbio sobrevalorizada, e antes ainda, pela alta inflação. Por isso devemos entender o desafio maior agora é vencer a última etapa da estabilização — a da taxa de juros — como vencemos antes a da inflação e a do câmbio fixo e valorizado.

Para alcançarmos esse objetivo precisamos, de um lado, da vontade firme dos formuladores de política econômica e das elites econômicas brasileiras, e, de outro, de uma discussão muito profunda, de detalhamento e de trabalhos empíricos.

Só assim será possível formular um novo regime de política econômica consistente que inclua na sua função objetivo crescimento sustentado e estabilidade macroeconômica. O objetivo do documento é contribuir nessa direção com uma análise e uma proposta geral de mudança de regime.

UMA POLÍTICA COMERCIAL ATIVA

Dada a tendência cíclica à semi-estagnação e a necessidade de estancar o crescimento da dívida externa, uma política comercial ativa que promova um ambicioso crescimento das exportações, de 15% ao ano, é uma das peças básicas da nova estratégia de desenvolvimento. Essa meta ambiciosa é factível, pois as exportações brasileiras já cresceram em média 18,3% ao ano de 1951-60 e 22,1% no período 1971-80, para cair para cerca de 6% após 1980. Tomando um período longo, de 1941-96, o crescimento médio foi de 9,8% ao ano.

A política comercial terá que atuar em duas frentes básicas: primeiro, negociação agressiva de acordos bilaterais e minilaterais para abrir mercados e barganhar com parceiros comerciais, utilizando diversos instrumentos legais, tais como tarifa, anti-subsídio, anti-dumping e controle sanitário. Segundo, formulação de uma política de incentivos às exportações integrada a uma política de reestruturação industrial e a uma estratégia de investimento.

As estatísticas de comércio mundial mostram que o mundo está dividido em três grandes blocos regionais: a União Européia, NAFTA e o bloco Asiático, este último constituído pelo ASEAN, que já agrega informalmente outros países como Japão e a China. As negociações em andamento entre Japão e Coreia podem levar à formação do bloco no Nordeste da Ásia, agregando a China com projeto de se juntar à ASEAN. Por sua vez, tanto a Europa como o NAFTA estão associados para cooperação econômica e comercial. Esses três blocos respondem por 85% do comércio mundial, enquanto o MERCOSUL participa em apenas 1,5%. O comércio entre os três blocos representa 65% das exportações mundiais.

Mais importante: há 10 anos, estudos do Banco Mundial já mostravam que mais de 90% do comércio mundial é regido por acordos negociados entre dois países, grupos de países ou setoriais. Na prática, isso significa que, apesar do sucesso da liberalização multilateral no pós-guerra no âmbito da GATT/OMC, na última década proliferaram acordos regionais e bilaterais contendo preferências comerciais. Portanto, o comércio mundial é quase totalmente uma avenida de duas mãos negociada.

Com o fim do sistema bipolar da guerra fria, criou-se uma situação nova de dificuldade de tomada de decisões no âmbito da Organização Mundial do Comércio. Trata-se de um processo no qual cerca de 143 países têm que chegar a um consenso, num quadro em que o ganho de alguns países com a liberalização de comércio é mínima, porque se um país representa 1% do comércio mundial, o ganho que este país tem com o livre comércio é de 1%. Na fase inicial do GATT, havia grandes parceiros que tinham grandes ganhos: os Estados Unidos e Europa. Além dis-

so, o inimigo comum soviético levava esses países a formarem parcerias e lideravam as negociações, que acabavam sendo impostas aos demais países.

Com as dificuldades do multilateralismo desde a rodada do Uruguai e com o sucesso do Mercado Comum Europeu, os países que queriam ter o benefício do incremento de comércio, como etapa para a liberalização mais global do comércio mundial, adotaram uma nova estratégia, direcionando as negociações para acordos bilaterais e minilaterais. Depois do bem-sucedido acordo de livre comércio entre Estados Unidos e Canadá, o presidente Bush definiu a estratégia norte-americana lançando a *Iniciativa para as Américas*, que, com pronta resposta do México, depois de três anos de intensa negociação, resultou na constituição do NAFTA em 1992. Depois de consagrado esse acordo, somente na América Latina foram realizados mais de 40 acordos bilaterais, envolvendo particularmente Chile e México. O mesmo fenômeno está ocorrendo na Ásia. O Brasil, porém, ficou à margem desse processo, limitando-se às negociações no MERCOSUL. Daí a perda de 40% (de 1,5 para 0,9% das exportações mundiais) da participação no comércio mundial nos últimos 15 anos.

O Brasil precisa recuperar o tempo perdido. No plano multilateral, o país deve manter a agressividade adquirida especialmente a partir da reunião de Doha, mantendo a liderança que assumiu em temas polêmicos, como o das patentes dos remédios. Nas próximas rodadas de negociações, no âmbito da OMC, deve-se buscar sempre agir de forma integrada com outros parceiros cujos interesses convergem com os nossos (ampliação do poder de barganha).

Os instrumentos possíveis de serem utilizados nas negociações bilaterais envolvem tarifas (redução e/ou eliminação) e barreiras não-tarifárias, estas últimas relacionadas aos regulamentos sanitários e de saúde, normas técnicas, padrões de segurança, dificuldades relativas à documentação, inspeção, entre outras. As ações contra as práticas de subsídio e de *dumping* são instrumentos de defesa comercial e devem ser levadas aos fóruns adequados para a discussão, o mais amplo é a OMC (painéis), para a solução de controvérsias. A importância dessas negociações multilaterais tornou-se mais clara para o país durante o ano de 2001. A eliminação e/ou redução de subsídios à produção e/ou à exportação, hoje amplamente praticada nos países desenvolvidos, constituem prioridade para o país.

No plano regional, enquanto continuamos o esforço para superar as dificuldades existentes no Mercosul, que é o acordo regional básico para o Brasil, não podemos deixar de explorar mais ativamente o mercado americano de mais de US\$ 10 trilhões, acelerando as negociações para a constituição da ALCA. Da mesma forma, uma vez alcançado acordo com os Estados Unidos, devemos negociar com a União Européia. Negociar antes, como temos tentado, é pouco realista, já que os europeus estão menos interessados em um acordo, e só o farão para contrabalançar a eventual vantagem americana. A experiência mexicana mostra bem este fato.

O Brasil só tem a ganhar se nos prepararmos bem, conhecendo os nossos interesses, tivermos treinado negociadores profissionais do setor público e privado, como fazem todos os países, e atuarmos firmemente defendendo os nossos interesses. Essa é a única forma do Brasil voltar a crescer rapidamente e de forma sustentada. A

exemplo do México, que está hoje exportando três vezes mais do que o Brasil: segundo *The Economist*, o NAFTA e os demais acordos impulsionaram o crescimento do México, fazendo com que o seu PIB ultrapassasse o PIB brasileiro em meados deste ano.

A redução de alíquota tarifária para zero é um processo negociado e longo, no caso do NAFTA, com prazo de até 15 anos. Mais do que isso, os industriais paulistas, que deveriam ficar temerosos, afirmam hoje que não há problema. Segundo um deles, com longa história de luta pela industrialização do país, “quem não conseguir se ajustar em 15 anos não é empresário e deve vender seu negócio e se aposentar”. Com uma ativa política de reestruturação industrial para dar suporte a esse processo, a redução negociada de tarifas para zero trará enormes benefícios para a economia brasileira em termos de eficiência alocativa e ganhos com o incremento de comércio.

É importante lembrar que, apesar do lento progresso, a ALCA é um fato consumado diante do acordo assinado pelo Brasil e demais países da América Latina em Miami em 1994. Portanto, se não trabalharmos ativamente para definir as prioridades e os interesses brasileiros, setor por setor e produto por produto, corremos o risco de ter que aceitar as diretrizes dos demais países. É fundamental e urgente criar uma parceria entre o setor privado e o governo para executar esta tarefa.

Ficar à margem nas negociações bilaterais ou multilaterais e/ou firmar acordos desfavoráveis resultantes de má negociação, são posturas que comprometem tanto a necessária expansão das exportações como a posição atual do país no cenário mundial. Tal comportamento trará como conseqüência a discriminação dos produtos brasileiros junto aos signatários de novos acordos, já que estes trazem implícito o tratamento preferencial de comércio quanto às barreiras tarifárias e não-tarifárias, que não se aplicam a “terceiros países” (parceiros extrabloco). Além disso, normalmente, esses acordos tendem a adotar políticas protecionistas, utilizando-se principalmente de instrumentos não-tarifários, para controlar e/ou impedir o acesso de produtos de terceiros países. E, no caso da ALCA, há que se considerar ainda o fato de a pauta de exportação brasileira ter muitos pontos em comum com as dos demais países latino-americanos. Se ficarmos à margem da ALCA, todos esses países, e não apenas o México e os países da América Central associados, ficariam em melhores condições de comercializar com os EUA, o qual responde hoje por cerca de 23% das exportações brasileiras.

POLÍTICA DE REESTRUTURAÇÃO INDUSTRIAL

Em economia não há truques ou milagres. É preciso fazer as lições cuidadosas e persistentemente. Em longo prazo, o desenvolvimento econômico depende do aumento da capacidade produtiva e da geração da correspondente demanda real para ocupá-la. Se isso ocorrer de forma equilibrada, o processo poderá ter continuidade. Seu início se dá com o aumento na taxa de investimento e a incorporação da força de trabalho ao mercado. O aumento de produtividade do trabalho e a in-

corporação de progresso tecnológico serão tanto maiores quanto maior for a acumulação de capital. E quanto maiores forem os ganhos de produtividade, mais fácil será distribuí-los para a população.

O ponto de partida para retomar o crescimento deve ser uma ação do governo que aumente os investimentos, elevando a sua participação de 20% para mais do que 25% do PIB. Assim, o primeiro componente da nova política será a definição de um programa de investimentos, tendo em vista o perfil atual e o perfil futuro desejado da estrutura produtiva para o país. Em função das restrições externas, esse programa terá que, de início, vincular o aumento de exportações ao aumento de investimentos. Como este programa de investimentos será executado pelo setor privado, o governo terá que criar incentivos e propiciar acesso a recursos produtivos no território nacional, nas mesmas condições que as empresas que têm acesso ao mercado global.

Essa proposta nada tem a ver com a ingênua política de liberalizar e tirar o estado da economia, abrindo as importações e o fluxo de capital externo, e privatizando empresas públicas, pois “o resto será feito pelo mercado”. Somente a ação do estado poderá criar condições para que as empresas brasileiras tenham acesso a recursos, formulando e implementando a chamada política de reestruturação industrial, pois no caso brasileiro não se trata de instalar uma estrutura industrial, mas de lhe dar competitividade e dinamismo.

UMA POLÍTICA DE COMPETITIVIDADE TERRITORIAL NACIONAL

A política do governo de apoio à atividade produtiva, entretanto, será menos a de escolher setores prioritários devido à sua capacidade competitiva potencial no plano internacional, e mais através de uma clara definição de prioridade para os fatores de produção com menor mobilidade, ou seja, para os fatores que sejam relativamente fixos em relação ao território nacional. Essa é uma prioridade que reflete as profundas transformações por que está passando a economia mundial. No mundo globalizado, em que as fronteiras geográficas perderam relativamente importância, em que a redução do custo de transporte aumentou a mobilidade do capital e da mão-de-obra qualificada, e em que as novas tecnologias de telecomunicação e computação permitem que as informações, conhecimento e tecnologia convertam-se em bits e viajem ainda mais rápido do que o capital (que, afinal, não é constituído apenas de direitos mas também de ativos), é preciso repensar a estratégia da ação governamental.

No mercado global, capital e tecnologia tornaram-se fatores abundantes, mas a capacidade de utilizá-los continua escassa. Essa capacidade ou esse conhecimento será fator chave. O acesso é fácil, mas a sua utilização competente é que será decisiva. Dada a facilidade com que as informações são disponibilizadas, as empresas e organizações terão que ser competitivas globalmente, ainda que atendam a mercados locais e que sejam locais. A internet manterá os clientes e cidadãos informados de tudo que está disponível em qualquer parte do mundo e a um custo muito baixo.

Como a mobilidade aumenta para alguns fatores, tais como o capital e mão de obra qualificada, e não para outros, a fronteira perde capacidade de proteção, e o território torna-se o fator crítico na política de reestruturação industrial. O estado nacional tem suas fronteiras mais porosas, mas continua a ter jurisdição sobre a população de um território, que elege seu governo.

Além de atuar e investir nos fatores de menor mobilidade, a nova política tem que explorar as peculiaridades do território nacional, para que o retorno beneficie de forma permanente a população local. Isso exige uma ação mais forte do estado nacional, com a redefinição das suas funções e da sua estrutura federativa, para que o território nacional, com suas particularidades, se transforme em local atrativo para as atividades produtivas, capaz de gerar renda para os trabalhadores.

Desta forma, a nova política comercial e industrial deve ser completada por uma política de competitividade territorial nacional, que deve ser compartilhada entre o governo federal e os governos estaduais, através de uma devolução de autonomia, competência e responsabilidades, como está ocorrendo em todas as partes, até em países como Estados Unidos e Canadá, que já eram exemplos de federações com grande autonomia local. O governo federal terá que concentrar cada vez mais a sua ação no âmbito internacional, particularmente nas negociações comerciais, e participar da tomada de decisões nas novas entidades globais. A sua ação na esfera nacional será cada vez mais de coordenação das ações regionais e, principalmente, de garantia da estabilidade macroeconômica e harmonização de políticas e instituições. Nesse novo modelo, os governos locais, com suas peculiaridades, explorando a criatividade da comunidade local, terá um papel cada vez mais ativo na implantação da política de desenvolvimento.

No mundo da globalização, os fatores de maior mobilidade como capital e trabalho qualificado, com acesso ao mercado global, são os grandes beneficiários do desenvolvimento. Por outro lado, alta gerência das empresas, que assume características cada vez mais empresariais, e os próprios empresários são os motores do crescimento, pois definem o que financiar e em que território localizar suas fábricas. Ao mesmo tempo, os proprietários desses fatores tornam-se desengajados do território e da comunidade local e mesmo desinteressados com o desenvolvimento local. Portanto, não cabe investir ou subsidiar esses fatores, muito menos deixar as decisões nas suas mãos.

Os fatores que podem garantir o desenvolvimento são aqueles que não têm mobilidade ou têm menor mobilidade, e que, conseqüentemente, podem se tornar fator de atração para os fatores de maior mobilidade se localizarem em seu território. Entre os fatores de menor mobilidade encontram-se a infra-estrutura física e social, incluindo nesta os sistemas de educação, saúde e segurança, mão-de-obra de qualificação média ou baixa, instituições que geram oferta de crédito adequado, telecomunicações, ambiente legal e institucional garantindo os investimentos e estabilidade macroeconômica. Portanto, é a ação decisiva das políticas de investimento nesses fatores de menor mobilidade que trará o desenvolvimento econômico. Os investimentos a serem estimulados serão aqueles de interesse nacional e parte integrante da estratégia de investimento traçado pelo governo.

REFORMAS INSTITUCIONAIS

Não examinamos também o conjunto de reformas institucionais que deverão ser continuadas e aprofundadas, para tornar viável o projeto de retomada do desenvolvimento com estabilidade e distribuição de renda. O que não significa que essas políticas e essas reformas não sejam essenciais. Apenas escaparam aos objetivos que nos propusemos. Nesta conclusão salientamos brevemente as reformas institucionais mais importantes a serem realizadas

Importantes reformas já foram implantadas pelo governo FHC. Novas reformas, voltadas para modernizar e aumentar a produtividade em geral e para tornar o território nacional competitivo para abrigar novos investimentos, são tarefas urgentes. Nesse contexto, torna-se necessária a continuidade da reforma do aparelho do estado e a mudança do modelo de gestão da administração pública, nas suas três esferas, para viabilizar a melhoria dos serviços públicos — e assim reduzir o custo-Brasil, bem como, para garantir que as ações governamentais sejam implementadas com eficiência e eficácia.

Nos termos da Reforma Gerencial do Estado de 1995, é possível melhorar o desempenho do aparelho do estado no setor das atividades exclusivas de estado, mediante o fortalecimento do seu núcleo estratégico e do aperfeiçoamento e implantação de agências autônomas (executivas e reguladoras). A contratação de servidores públicos estatutários deve ser limitada às carreiras que executam atividades exclusivas de estado, ou seja, às atividades que envolvem o uso do poder de estado. Por outro lado para a execução dos serviços sociais e científicos de que um estado social-democrático é responsável, é necessário ampliar a atuação de organizações públicas não-estatais do terceiro setor, sobretudo das organizações sociais. Através de parcerias entre o estado e o setor público não-estatal, busca-se eficiência e eficácia na prestação dos serviços financiados principalmente pelo estado, de forma que haja uma otimização dos recursos investidos e dos resultados alcançados.

A utilização de novas tecnologias de informação, por sua vez, permite atualmente que grande parte dos serviços prestados pelo governo seja feita eletronicamente, com custos infinitamente menores e com maior controle e transparência. Para que essa modernização seja possível é necessário continuar o esforço de adequar as relações de trabalho no setor público, tornando-as mais modernas e flexíveis, e integrando o mercado de trabalho público ao privado.

Com o fim da Guerra Fria e o colapso do sistema de planificação centralizada, há consenso sobre a superioridade do mercado como mecanismo social mais eficiente de produção. Entretanto, são poucos os mercados que se auto-regulam e funcionam independentemente de um arcabouço legal e institucional. A maioria dos mercados só funciona eficientemente quando imerso num ambiente institucional e legal adequado em que, por exemplo, os contratos tenham eficácia e efetividade, e a competição seja estimulada e premiada. Há também falhas de mercado como o risco moral e ausência de mercado que, para serem sanadas, requerem aprimoramento das instituições jurídicas. Um caso exemplar de ausência de mercado é o financiamento de longo prazo. Acreditou-se que, com a estabilidade de preços, bas-

taria abrir o mercado financeiro para bancos estrangeiros que o crédito de longo prazo surgiria naturalmente. Mas, após quase dez anos de abertura, a realidade está longe disso. Há, portanto, um imenso trabalho de revisão institucional que precisa ser promovido urgentemente.

A poupança interna terá que ser ampliada e deverá ser a base do crescimento auto-sustentando. Para desenvolver um sistema de financiamento de longo prazo será necessário aperfeiçoar o funcionamento das instituições, particularmente as jurídicas, para que as relações contratuais tenham eficácia e efetividade e possam criar um clima de confiança que estimule os agentes que têm recursos a financiar aqueles que têm talento.

A diretriz básica a orientar o trabalho de revisão da estrutura institucional para que o mercado funcione eficientemente é a da premiação de atividades produtivas e a penalização de atividades predatórias, tais como, monopólios, cartórios, atividades *rent seeking* e corrupção. O desenvolvimento econômico acelerado só ocorre em ambientes institucionais em que talentos e recursos são canalizados para a produção de riqueza, e não para atividades predatórias de apropriação de riquezas produzidas. Por outro lado, para que o mercado seja um eficiente mecanismo de produção, os custos de transação, que são extremamente elevados no Brasil, precisam ser reduzidos. Além de se adotarem medidas mais decididas no sentido da defesa da competição, é necessária a reforma do sistema judiciário de forma a garantir a eficácia e a efetividade dos contratos. É especialmente importante reformar os códigos de processo civil e penal, de forma a tornar mais rápida a decisão judicial, ao mesmo tempo que se implementa e aprimora o sistema de arbitragem. Aliás, essas políticas só terão eficácia se o ambiente institucional direcionar os estímulos e as penalidades com efetividade na direção correta.

Outras reformas são muito importantes, como a reforma tributária e a reforma política. A primeira deve terminar com os impostos em cascata, transferir a incidência do imposto sobre valor adicionado para o destino, e aumentar a participação dos impostos diretos na arrecadação. A grande dificuldade enfrentada pela reforma tributária nos últimos anos deveu-se ao fato de que ninguém se dispôs a incluir no debate o problema da participação muito baixa dos impostos diretos na arrecadação. Esses impostos correspondem no Brasil a cerca de um quarto, enquanto nos países desenvolvidos e em alguns países em desenvolvimento representam dois terços da arrecadação. Em conseqüência, enquanto a taxa de imposto sobre valor adicionado pode ser inferior a 10% nos países desenvolvidos, precisaria ser de 35% no Brasil para se manter o nível geral de arrecadação.

A reforma política, particularmente a mudança do sistema eleitoral no sentido do voto distrital-misto, é importante para garantir menor número de partidos, maior fidelidade a eles e maiorias mais estáveis ao partido ou coligação de partidos que ganhar as eleições presidenciais. A idéia, recentemente difundida entre jovens cientistas políticos brasileiros, de que o Executivo aprova toda a legislação que deseja é falsa, além de ser falsa, desconsidera os custos políticos envolvidos na aprovação de leis essenciais para a modernização institucional do país.

CONCLUSÃO

Em conclusão, a estabilidade macroeconômica é compatível com desenvolvimento econômico é perfeitamente possível. Mais do que isto, apenas completando-se o processo de estabilização, com a baixa da taxa de juros, será possível ao país desenvolver-se. Uma vez alcançada a verdadeira estabilidade macroeconômica, será necessário combiná-la com políticas comerciais e industriais ativas. No plano macroeconômico, em uma primeira etapa alcançamos a estabilidade de preços, e, em uma segunda, nos demos conta da importância de uma taxa de câmbio realista, flutuante, para estabilizar nossas contas externas. Falta enfrentar, primeiro no plano das idéias, e em seguida, no da prática, o desafio de baixar a taxa de juros. Só então poderemos afinal superar a quase-estagnação dos últimos 20 anos, e retomarmos o desenvolvimento.

Esse desenvolvimento terá que envolver toda a sociedade. Para isto, além de eliminar ou reduzir substancialmente a pobreza absoluta, será preciso tomar medidas para interromper o processo de concentração de renda que se acentuou nestes últimos 20 anos. Neste trabalho não discutimos como poderá ser levada adiante uma política de distribuição. Além da continuidade das políticas de educação fundamental e de saúde, e de reforma agrária, será necessário estimular a pequena produção e avançar no sentido de garantir uma renda mínima para todos os brasileiros. Os objetivos de melhoria da distribuição de renda e de erradicação da extrema pobreza devem ser traduzidos em novas ações efetivas e eficazes. Além de dar continuidade aos programas bem-sucedidos na área social, particularmente voltados para a população mais carente, e de aprofundar a reforma gerencial do Estado iniciada em 1995, a nova política de desenvolvimento deverá continuar a aumentar a eficácia do gasto social, e ter como princípio norteador da sua implantação e implementação a criação de empregos e a incorporação da classe pobre ao processo produtivo.

* * *

Abaixo o artigo publicado na *Folha de S. Paulo* de 10/2/2002, em que os dois autores respondem a seus primeiros críticos.

A Armadilha dos Juros

LUIZ CARLOS BRESSER-PEREIRA E YOSHIAKI NAKANO

O documento “Uma Política de Desenvolvimento com Estabilidade” (www.bresserpereira.org.br) vem recebendo grande atenção e algumas críticas.

Nossos críticos (Edmar Bacha, Chico Lopes, Fábio Giambiagi e alguns amigos do mercado financeiro), entretanto, têm centrado seu desacordo em um ponto: não seria verdade que as autoridades monetárias atribuem à taxa de juros múltiplas

funções. Segundo eles, com a política de meta de inflação, o Banco Central só tem um objetivo: manter a taxa de inflação sob controle. Nenhum deles preocupou-se em defender o saber convencional, segundo o qual as taxas de juros no Brasil seriam altas porque é alto o risco-Brasil. Podemos concluir, portanto, que desse “saber” estamos livres. Os dados que apresentamos no trabalho, aliás, são contundentes: países com risco maior praticam no curto prazo (e alcançam no longo prazo) taxas muito menores do que o Brasil. Diferentemente de um saber convencional, o que se confirma é a teoria econômica. Esta nos ensina que, com mobilidade de capitais e câmbio flutuante, a taxa de juros é determinada pelo Banco Central. Não precisaremos, portanto, esperar que a dívida externa brasileira caia substancialmente em relação às exportações para que possamos baixar a taxa de juros de curto prazo.

Mas resta o problema da inflação. Para efeito de argumentação, vamos aceitar que seja verdade que o Banco Central use a taxa de juros apenas para mantê-la sob controle. Surge, então, uma pergunta: por que o Banco Central precisa de 11% reais para controlar a inflação quando outros países conseguem o mesmo resultado com taxas muito mais baixas? Não é verdade que o que interessa no controle da demanda é a variação da taxa de juros, não seu nível?

O curioso, porém, é que o patamar de taxa de juros em que esse controle ocorre no Brasil é completamente diferente dos demais países. Um país não endividado faz sua taxa de juros flutuar entre, digamos, 1% e 4% reais, enquanto um país com classificação de risco relativamente elevada deixaria essa taxa flutuar entre 3% e 6% reais. Já, no Brasil, a taxa de juros real flutua entre 9% e 12%.

Como pode ser isso? Só a existência de um duplo equilíbrio e o fato de que existem equilíbrios benignos e perversos explica tal situação. Fica claro, portanto, que estamos em uma armadilha, em um equilíbrio perverso, e que o objetivo fundamental de política econômica deve ser transitar para um equilíbrio benigno, compatível com o desenvolvimento do país. Foi este ponto, aliás, que deixou excelentes economistas como Edmar Bacha e Chico Lopes curiosos e interessados.

Como mudar de patamar e sair da armadilha? Nossos críticos declaram-se vencidos. Argumentam com o modelo de inflação, usado pelo Banco Central, que indica aumento da inflação caso se queira transitar para um patamar benigno de taxa de juros. O problema não estaria principalmente nos efeitos inflacionários do aumento de demanda, mas na taxa de câmbio. A baixa da taxa de juros elevaria o câmbio, desvalorizando-o, e esse fato teria efeitos inflacionários inaceitáveis.

A função principal da taxa de juros alta no Brasil, portanto, é manter artificialmente sobrevalorizado o câmbio flutuante. Para quê? “Para que se possa seguir o modelo econômico do Banco Central e cumprir a meta de inflação”, nos dizem. Podemos ver outras razões para manter os juros elevados e outras razões ainda para manter o câmbio baixo, mas fiquemos com o argumento da inflação, que no caso do Banco Central é o essencial.

Um país pode seguir à risca um modelo de meta de inflação, como o usado pelo Banco Central, quando vive tempos normais, quando não está em uma armadilha de juros altos da qual precisa necessariamente escapar. Para sair de um equilíbrio perverso, modelos assim podem ser contraproducentes.

Imagine-se que o presidente Fernando Henrique Cardoso houvesse usado um modelo desse tipo em janeiro de 1999, quando decidiu, com coragem, desvalorizar o câmbio. Graças a isto, o Brasil, que sofrera enormes prejuízos entre 1995 e 1998 com o câmbio sobrevalorizado e caminhava para o desastre, escapou da crise, começou a equilibrar suas contas externas. E o custo em termos de inflação foi infinitamente menor do que os modelos econômicos previam. Não havia então uma política de meta de inflação, mas o argumento que usava o Banco Central para se opor à desvalorização necessária era exatamente o mesmo de hoje.

Ao aquecimento da economia no início de 2001, o governo reagiu subindo os juros, que já estavam muito altos. A partir da crise de energia, porém, o desaquecimento foi rapidíssimo, de forma que, no fim, o ano foi de recessão e não de expansão. O PIB pouco cresceu, a renda na indústria em São Paulo caiu 10,2% e a remuneração dos trabalhadores caiu 9,3% no mesmo período, segundo dados do Seade/Dieese. Diante do desaquecimento, não poderíamos, se estivesse claro então para nós o equilíbrio perverso em que nos encontrávamos, ter voltado para o nível anterior da taxa nominal de juros? Se tínhamos a inflação, não teria bastado a venda de dólares ou de títulos cambiais?

Fique claro, porém, que não estamos sugerindo o abandono da política de meta de inflação. Pelo contrário, queremos fortalecê-la. Mas fortalecê-la tornando-a mais pragmática e flexível. Nosso problema fundamental, no momento, é escapar da armadilha da taxa de juros, e para isso essa flexibilidade é essencial. A política de metas de inflação surgiu no mundo desenvolvido para substituir a ortodoxia monetarista, que falhara. Usando uma função de reação baseada em um modelo rígido, voltamos à velha ortodoxia e desconsideramos o problema do emprego ou do hiato de produto, que nenhum banco central de fato desconsidera.

Por que estamos presos nessa armadilha? Por dois motivos. Primeiro, porque a política de taxas de juros elevadas instalou-se no Brasil na segunda metade dos anos 80, como uma reação ao populismo econômico, que praticava taxas de juros negativas. Uma reação que ainda continua a prevalecer em muitos meios e se tornou tão irracional como era e é irracional o populismo. Segundo, porque foram atribuídas funções múltiplas à taxa de juros, de forma que, se não fosse por esse motivo, seria pelo outro que os juros deveriam ser altos. Depois da persistente manutenção da taxa de juros em nível muito elevado, é natural que surja o medo de redução e que esse nível se torne uma convenção, no sentido keynesiano do termo, e também uma armadilha. Não será, portanto, fácil escaparmos do equilíbrio perverso de taxa de juros em que nos metemos há muitos anos.

Para sair dessa armadilha poderíamos pensar em aperfeiçoar a política de meta de inflação. Primeiro, utilizando a *core inflation*, isto é, eliminando os componentes transitórios da inflação. Segundo, conforme sugeriu John B. Taylor, um dos formuladores da política de metas de inflação, reduzindo ou eliminando a taxa de câmbio do modelo, pois, conforme ele argumentou, se a taxa de juros reage ao hiato do produto e à meta de inflação (e não apenas à última), já há uma importante reação indireta à taxa de câmbio.

Os aperfeiçoamentos do modelo referidos facilitarão a transição do equilíbrio

perverso em que nos encontramos para um nível compatível com as classificações de risco do país, mas é preciso ficar claro que, se não reconhecermos que vivemos ainda uma situação anormal e se o modelo aperfeiçoado não for usado de forma pragmática e corajosa, continuará impossível fazer a mudança de regime de política econômica.

Em compensação, essa mudança não tem como condição que se completem todas as reformas estruturais. E certamente não é necessário esperar até que a nossa situação de endividamento externo melhore substancialmente, a ponto de o risco-Brasil baixar. Será, porém, essencial continuar a aprofundar o ajuste fiscal que vem com sucesso sendo empreendido nos últimos três anos.

Um crítico sugeriu que o país já está habituado a taxas de juros como as atuais, que seriam compatíveis com o desenvolvimento do país. Esta é uma opinião irresponsável, que ignora os efeitos explosivos dos juros persistentemente elevados sobre o déficit e a dívida (a “aritmética monetarista desagradável”, de Sargent e Wallace). Tal situação só seria viável se os salários fossem rebaixados por decreto, como se pretendeu fazer na Argentina, de forma que os lucros esperados dos novos investimentos se tornassem tão altos a ponto de suportar o custo do capital.

Podemos assegurar a esse crítico que não apenas os trabalhadores, mas também os empresários brasileiros, repudiariam tal impossível loucura. É certo que o binômio “redução da taxa de juros/depreciação do câmbio” reduz também os salários, mas de forma provisória, porque logo a economia retoma: quem é atingido definitivamente são apenas os rentistas.

Outro crítico tomou a paridade média de 1947 a 2001 para “constatar” que o real está depreciado hoje em 32%. Ora, dado o alto nível de endividamento externo existente hoje no Brasil, a taxa de equilíbrio não tem nada a ver com aquela paridade. Poder-se-ia tomar a taxa média de câmbio real de 1984 a 1993, quando o país teve grandes superávits comerciais e equilibrou sua conta corrente, mas mesmo esse período não é seguro, porque nosso endividamento externo em relação às exportações e ao PIB era, então, substancialmente menor do que o atual.

Como nação, não temos alternativa senão escapar da armadilha de juros em que nos metemos. Para isso não há caminhos claros e seguros. Modelos rígidos são inúteis. É preciso prudência combinada com determinação. Isso não nos faltou, em alguns momentos, no passado. Da mesma maneira que o governo, em uma primeira etapa, escapou da armadilha da inércia inflacionária e estabilizou os preços e, em uma segunda, teve a coragem de fazer flutuar o câmbio, estamos seguros de que, a partir deste debate, seremos capazes de reduzir a taxa de juros do Banco Central para níveis compatíveis com o risco-Brasil, o que facilitará enormemente a outra etapa: reduzir esse risco.

Não há razão nenhuma para nos conformarmos com uma estabilidade macroeconômica pela metade e com a semi-estagnação em que nos encontramos há 20 anos.