

## A Proposta Bresser-Nakano para o Futuro da Política Econômica

Francisco L. Lopes

Boletim de Conjuntura *Macrométrica*, 25.1.2002

Com o início do ano eleitoral torna-se inevitável a discussão dos rumos que a política econômica tomará a partir de 2003 com um novo governo. Já se conhecem os contornos do que poderá ser uma proposta de “ruptura” do PT. Luiz Carlos Bresser Pereira e Yoshiaki Nakano, economistas ligados ao PSDB, esquentam agora o debate com uma proposta que pode ser considerada um re-direcionamento sem ruptura (ver “Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade” no site de Bresser Pereira). A proposta é controversa e estimulante. Merece uma análise séria.

A proposta de Bresser e Nakano (BN) parte do diagnóstico de que a economia brasileira sofre de uma tendência crônica à semi-estagnação em virtude das restrições ao endividamento externo e público. A tendência tem sido reforçada por uma política monetária equivocada que produz taxas de juros permanentemente elevadas. Existe um círculo vicioso no qual taxas de juros elevadas aumentam o risco soberano do país, o que por sua vez justifica as taxas elevadas. A solução contempla três principais instrumentos: redução da taxa de juros, uma política comercial ativa e uma política de reestruturação industrial. A queda da taxa de juros produzirá desvalorização da taxa de câmbio (até 3 reais ?!) aumentando a capacidade de exportar de modo a reduzir o constrangimento externo. O mesmo objetivo seria alcançado pela política comercial ativa e pela reestruturação industrial. Por outro lado, a queda da taxa de juros também reduzirá o déficit público, eliminando o constrangimento do endividamento público.

No que se segue selecionaremos alguns pontos específicos do documento para análise detalhada, visando construir uma avaliação técnica da proposta.

1) Há uma tendência a semi-estagnação imposta pelas restrições externa e fiscal, exigindo uma reorientação da política econômica?

Para BN o desenvolvimento do país não pode depender da poupança externa, já que os fluxos de capitais são muito instáveis. Torna-se necessário desenvolver uma nova estratégia de política econômica que nos liberte desse constrangimento externo:

“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 substituições competitiva de importações para sua remoção.”

“O Brasil enfrenta uma dupla dívida, externa e pública, e um duplo déficit, o déficit em conta corrente, e o déficit público, que respectivamente realimentam

aquelas dívidas. O déficit em conta corrente aumenta sempre que a demanda cresce, dada nossa falta de capacidade produtiva para exportar. O déficit público, por sua vez, e também o déficit em conta corrente, aumentam em função de uma taxa de juros altíssima paga interna e externamente. Para fazer frente a esse círculo vicioso não há alternativa senão aumentar a capacidade de exportar, reduzir o déficit público e reduzir a taxa de juros.”

Considere a equação de absorção do PIB, onde todas as variáveis são expressas como percentagens do PIB (% PIB) e por isso, têm soma igual a um:

$$c + k + x - m + p = 1$$

O PIB tem que ser totalmente absorvido por despesas de consumo (c), investimento (k), exportações (x) menos importações (m) de bens e serviços e déficit primário (p). Podemos considerar que as importações como % PIB são diretamente afetadas pelo investimento como % PIB:

$$m = m(k) \quad \{ \text{com derivada positiva} \}$$

Se para aumentar a taxa de crescimento da economia precisarmos aumentar o investimento como % PIB, aumentaremos também as importações como % PIB, piorando o déficit em conta corrente que depende de  $m-x$  (além da conta de juros da dívida externa). Ou seja, para aumentar o crescimento via maior investimento, sem ao mesmo tempo aumentar o endividamento externo, será necessário aumentar as exportações como % do PIB.

Na realidade, porém, esse tipo de ajuste já é produzido automaticamente num regime de câmbio flutuante. Se o esforço de investimento do país produz um déficit em conta corrente que os financiadores internacionais consideram excessivo, o prêmio de risco pago na dívida externa subirá forçando a desvalorização da taxa de câmbio e ajustando a conta corrente.

É claro que a elevação da taxa de câmbio terá efeito inflacionário, podendo levar o banco central a aumentar a taxa de juros para conter a inflação (dentro da sua política de inflation-targeting), o que por sua vez tenderá a abortar o esforço de investimento. Neste ponto BN têm razão. O aumento da capacidade de exportar permite um aumento do investimento como % PIB sem pressionar a taxa de câmbio, mesmo em condições adversas de financiamento externo. Mesmo com financiamento externo abundante, o aumento da capacidade de exportar evita um aumento de endividamento externo – neste caso o influxo de capital externo se transforma em acumulação de reservas, mantendo estável a dívida externa líquida.

2) Faz sentido usar a taxa de juros para evitar o constrangimento externo?

O uso da taxa de juros como instrumento para reduzir o constrangimento externo é uma idéia equivocada de BN. Naturalmente a redução da taxa de juros pelo BC produzirá aumento da demanda interna e do investimento, além de uma desvalorização cambial que reduzirá o déficit em conta corrente. Portanto, aparentemente matam-se dois coelhos com um único tiro: aumenta-se o investimento e ao mesmo tempo a capacidade de exportar (e diminui-se também a capacidade de

importar). Mas a redução da taxa de juros, mais a desvalorização cambial por ela produzida, aumentam a taxa de inflação, ameaçando a grande conquista da estabilidade de preços alcançada com o Plano Real. Por exemplo, se a taxa de câmbio subir para 3 reais ao longo de 2002, como sugerido em passante (e algo irresponsavelmente!) por BN, a taxa de inflação certamente passará de 10% ao ano em 2002 e 2003 (supondo um repasse de 15% sobre a tendência inflacionária da desvalorização cambial acima dessa tendência).

A nova 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,... Com essa taxa, que será próxima de 3 reais por dólar, com a continuidade do ajuste fiscal, e com o aumento dos investimentos voltados para a exportação, a poupança doméstica deverá aumentar, ao mesmo tempo em que se logra a estabilização da dívida externa.

Uma taxa de inflação de dois dígitos produzida pelo câmbio de 3 reais geraria uma enorme perda de credibilidade da nossa política econômica (e na reputação internacional do BACEN), aumentando o nosso risco soberano, além de estimular a reindexação da economia. Ao final o custo de médio e longo prazo pode superar muito o benefício de curto prazo. A redução de taxa de juros que seria possível dentro do objetivo de manter a taxa de câmbio no teto de 3 reais depende crucialmente do comportamento do risco Brasil. Se os investidores entendem a redução de juros como uma política populista (com desdobramentos imprevisíveis no médio prazo), o aumento do risco soberano pode anular o espaço para redução da taxa de juros dentro da meta de câmbio a 3 reais: o ganho na taxa de investimento poderá ser desprezível. (Note-se a importância da relação entre risco soberano e taxa de juros que será discutida abaixo).

### 3) Faz sentido submeter o BACEN a uma “coordenação central”?

É importante ter em mente que a administração da política de juros numa economia globalizada com câmbio flutuante é um trabalho de alta precisão. O BACEN não pode cometer erros e tem que seguir disciplinadamente a sua política de metas inflacionárias. BN criticam corretamente o uso da taxa de juros para múltiplos objetivos, mas parecem entrar em contradição ao propor a queda de juros como instrumento para mitigar o constrangimento externo. Aliás o documento tem um parágrafo que pode ser entendido – ainda que certamente não tenha sido esta a intenção de BN - como propondo o fim da independência de fato (que ainda não é de direito) do COPOM, que é certamente uma das maiores conquistas da administração FHC. Isto seria um grande desastre. O parágrafo é o seguinte:

“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... Será necessária uma forte coordenação central, acabando com a multiplicidade de funções atribuída à taxa de juros, que tem tido um efeito devastador sobre o crescimento econômico. 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.”

#### 4) É necessário mexer nos mecanismos residuais de indexação?

BN corretamente preocupam-se com o nível elevado da taxa de inflação corrente, da ordem de 7%, mas isto não os impede de defender a desvalorização produzida pelo câmbio a 3 reais. Talvez para compensar introduzem uma proposta de desindexação, que soa mais como um retorno ao nosso velho hábito de apelar para controles diretos de preços:

“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.”

Controle de preços não combinam com uma economia moderna de mercado, com câmbio flutuante e moeda estável. Não há dúvida que afetariam negativamente nossa credibilidade internacional. A restrição introduzida pelo Plano Real quanto a cláusulas de indexação com prazo inferior a um ano em contratos (como aluguéis, por exemplo) tem funcionado bem e não parece impedir a renegociação ocasional entre as partes. No caso dos serviços públicos, o problema foi a introdução de indexação ligada ao IGPM, que é um índice muito contaminado pela taxa de câmbio (além de outros conhecidos defeitos). A pressão das tarifas nos últimos anos tem resultado da pressão indireta do câmbio via IGPM. Por outro lado, se a taxa de câmbio estabilizar ou apreciar, a inflação nos IGPs será menor que no IPCA, ampliando o impacto deflacionário do movimento cambial. Neste caso o custo de mexer em termos de perda de credibilidade não compensam os possíveis benefícios.

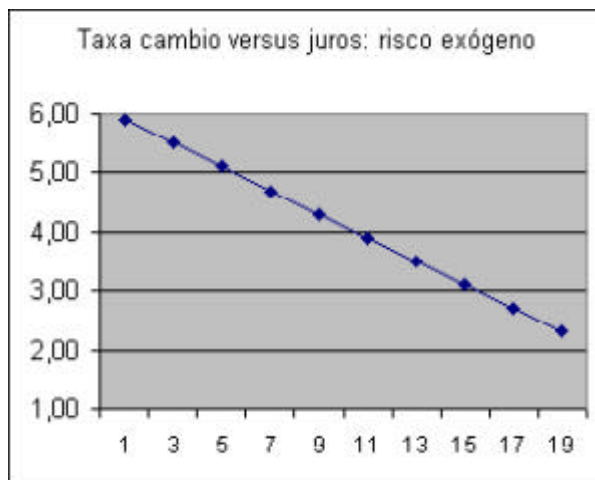
#### 5) Qual a relação entre risco país e taxa de juros?

A parte mais interessante do documento é uma discussão teórica sobre a relação entre taxa de juros e risco país. A teoria dominante sobre determinação da taxa de câmbio ensina que a taxa de mercado ( $e$ ) é função inversa do excesso da taxa de juros doméstica ( $i$ ) sobre a soma de taxa de juros internacional ( $i^*$ ) e um indicador de risco soberano ( $s$ ), ou seja:

$$e = ? - ? (i - i^* - s)$$

onde “?” e “?” são parâmetros fixos. Na prática o risco soberano pode ser medido pelos spreads nos rendimentos dos títulos externos do país sobre os rendimentos dos títulos do tesouro americano, como medido pelo EMBI+ Brasil.

A figura abaixo ilustra o que poderia ser essa relação para nossa economia no momento atual:



A partir da relação percebe-se como o banco central pode controlar a taxa de câmbio operando com a sua taxa de juros. Este é um dos canais de influência da taxa de juros sobre a inflação; o outro é o efeito direto sobre a demanda. Ou seja, se considerarmos que

$$\text{Inflação atual} = \text{inflação passada} + \text{aumento de custos} + \text{pressão de demanda}$$

vemos que quando o BC aumenta a taxa de juros resultam dois efeitos sobre a inflação. Por um lado, o aumento dos juros reduz a demanda e o nível de atividade, além de aumentar o desemprego. O efeito líquido é reduzir as pressões via demanda por aumentos de salários e preços. Por outro lado, o aumento da taxa de juros reduz a taxa de câmbio produzindo queda nos custos dos bens importados. Com essas duas relações o BC pode definir sua política de juros a cada momento para atingir a meta inflacionária.

Uma das principais conclusões dessa análise é que o aumento do risco soberano (devido à crise Argentina, por exemplo, ou a uma provável vitória da oposição na eleição presidencial) exige um aumento compensatório da taxa de juros, para que a meta inflacionária seja alcançada. BN contestam essa conclusão com a instigante hipótese de que a relação entre risco e juros é circular:

Sem dúvida o “risco-Brasil” é determinado em última análise pelos credores externos do país, dado seu alto endividamento. Entretanto...a taxa de juros interna contamina a taxa externa. Quando o mercado financeiro internacional constata que o Brasil define taxas tão altas, desproporcionais aos “ratings” das agências de risco, deduz que o risco-Brasil deve ser efetivamente mais alto, e cobra com satisfação taxas maiores.

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. Desta

forma, ironicamente, países que praticam taxas 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. Este 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..., se desloque a curva de percepção do risco do investidor estrangeiro para baixo ..., com superávits primários. O equilíbrio fiscal e o equilíbrio das transações correntes passam, portanto, a ser fundamentais para dar credibilidade a esta transição para o novo regime de política monetária.

Anteriormente utilizamos o argumento de que uma redução da taxa de juros, que eleve a taxa de câmbio para 3 reais e gere inflação de dois dígitos, pode aumentar o risco Brasil. Neste caso teríamos o risco soberano como função inversa da taxa de juros:

$$s = s(i) \quad \{ \text{com derivada negativa} \}$$

Quando isto ocorre o efeito da taxa de juros sobre a taxa de câmbio é reforçado pois a equação anterior pode ser reformulada como:

$$e = ? - ? [i - i^* - s(i)]$$

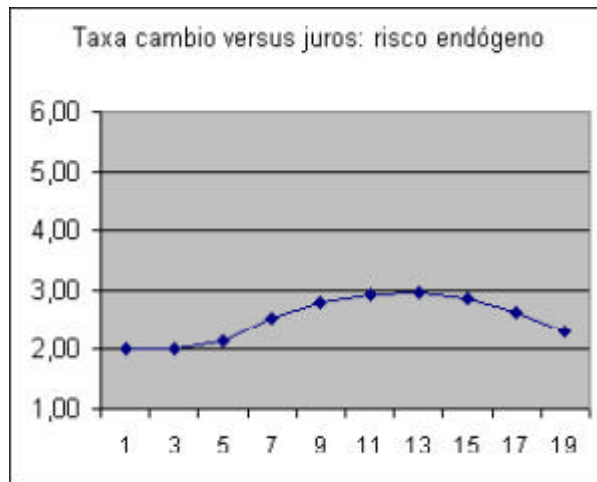
Para BN, entretanto, a relação entre risco soberano e taxa de juros pode ser positiva, devido a um mecanismo de seleção adversa sob informação assimétrica. Os investidores acreditam que o BC tem melhor capacidade do que eles para julgar a solvência do país, e entendem que a taxa de juros de certo modo embute essa informação. É como no caso da venda dos limões do artigo clássico de Akerlof: se um limão é oferecido na feira por preço muito baixo o comprador pensa que o vendedor sabe que o produto é de baixa qualidade.

Na realidade a mera existência de uma relação positiva entre risco e juros não é suficiente para inviabilizar a análise anterior. Por exemplo, se  $s = ? \cdot i$ , sendo  $?$  um parâmetro fixo menor que um, segue-se que:

$$e = ? - ? [i(1-?) - i^*]$$

e haveria apenas uma rotação (para baixo) da linha da figura anterior. A relação entre taxa de câmbio e taxa de juros continua sendo estritamente negativa.

Surge ambigüidade na análise somente quando a relação entre risco e juros,  $s(i)$ , é linear com coeficiente  $?$  maior do que um, ou, o que parece mais realista, é não linear e convexa. Pode-se imaginar por exemplo, que o risco ( $s$ ) é pouco sensível à taxa de juros ( $i$ ) quando esta última tem valores baixos ou moderados, mas que se torna altamente sensível numa região de taxas de juros altas. Neste caso a relação entre câmbio e juros pode adquirir o formato da figura abaixo:



Com esse tipo de relação entre câmbio e juros a atuação do BC ganha um elemento de ambigüidade. Se para atingir determinada meta inflacionária é necessário manter a taxa de câmbio em determinado valor (digamos, próximo de 2 reais), o BC pode manter a taxa de juros em 19%, mas o mesmo resultado pode ser alcançado (no exemplo da figura) com uma taxa de juros abaixo de 7%. O problema de controle monetário do BC passa a ter múltiplos equilíbrios, um equilíbrio “benigno” com taxa de juros baixa e um equilíbrio “perverso” com taxa de juros alta.

[Nota técnica: a construção por BN de dois equilíbrios, um estável e outro instável, não parece adequada, já que equilíbrios instáveis não são observáveis na prática e por isso tem pouco poder explicativo. Por definição a economia não pode permanecer num equilíbrio instável por período relevante de tempo, portanto não faz sentido dizer que o Brasil está no ponto B. Se BN fizerem no seu Gráfico 1 a curva D aproximadamente linear e com intercepto menor do que o de uma curva S convexa, resultarão três pontos de interseção, com dois equilíbrios estáveis e um instável entre eles. Isto seria o equivalente à nossa figura.]

Na realidade BN não exploram totalmente as implicações de política econômica da sua hipótese. Note-se que não é possível sair do equilíbrio perverso de taxa de juros elevada através de uma redução gradual dessa taxa. Se a taxa cai de 19% para 15%, a taxa de câmbio sobe para 3 reais, comprometendo a meta inflacionária. Ao fazer esse experimento o BC concluiria que reduções na taxa de juros não produzem reduções no

risco soberano, ao contrário do proposto por BN. Um experimento de redução gradual da taxa de juros apenas confirmaria a convicção do BC de que só existe o equilíbrio perverso.

Para realmente testar a hipótese BN seria necessário um corte drástico da taxa de juros para abaixo de 9%, ou seja, um salto discreto do equilíbrio perverso para o equilíbrio benigno. O problema com essa proposta ‘heróica’ (para usar uma expressão favorita de Bresser) é que, se a hipótese de endogeneidade do risco estiver errada e a figura relevante for a primeira das duas apresentadas acima, a redução da taxa de juros para 9% elevará a taxa de câmbio para 4,5 reais, produzindo uma desvalorização cambial de quase 100% e levando a taxa de inflação acima de 25% ao ano, o que provavelmente destruiria a estabilidade e religaria todos os velhos mecanismos (e hábitos) de indexação. Quem gostaria de correr este risco?

6) Qual a evidência empírica sobre a relação risco-juros?

A existência de uma relação positiva entre risco soberano e a taxa de juros doméstica devido a um efeito de seleção adversa é uma possibilidade teórica interessante, mas pode não passar de um efeito de segunda ordem, como frequentemente ocorre em análise econômica. Qual a evidência empírica para a existência da relação. BN apresentam uma tabela mostrando que, para um conjunto de países, não há uma relação clara entre a taxa real de juros em outubro de 2001 e o rating soberano dado pela S&P. Na tabela a média das taxas reais dos países com investment rating (acima de BBB-) aparece de fato menor do que os a dos outros, mesmo excluindo a Argentina (2,7% contra 3,6%). Mas se forem excluídos outliers parece haver muito pouca diferença nas taxas de juros dos dois grupos.

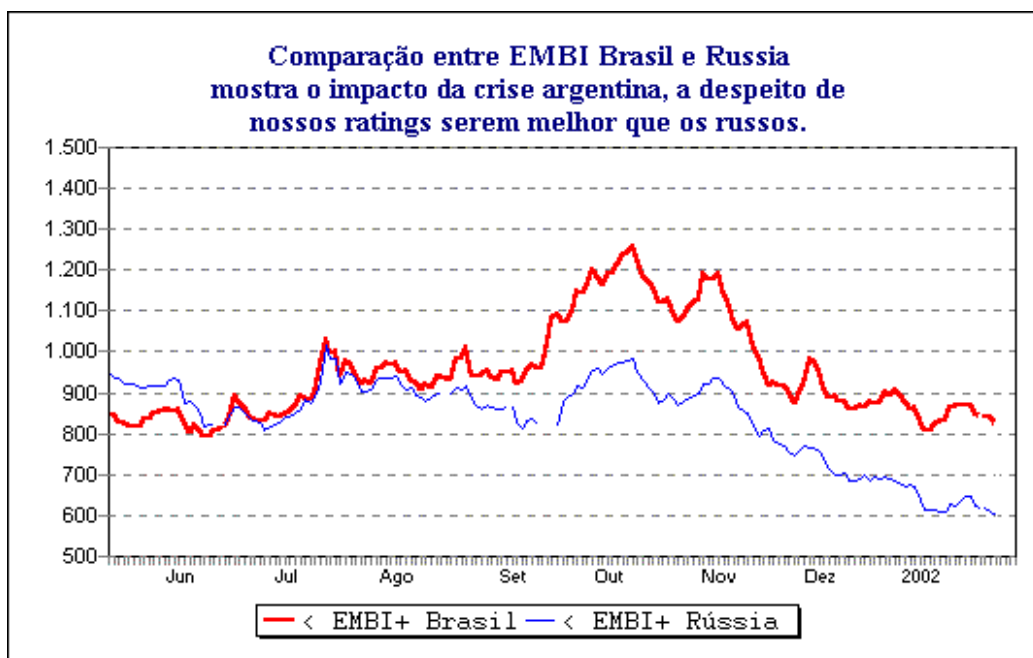
Na realidade, comparar ratings S&P com taxas de juros reais de curto prazo não resolve a questão empírica. Seria necessário trabalhar com médias para períodos mais longos de tempo, já que a observação de um único momento pode ser deformada pela circunstância de cada país. Seria mais útil também trabalhar com os EMBI por país e talvez uma média dos ratings das várias agências.

A comparação caso a caso também pode ser útil. Por exemplo, o Brasil tem rating na S&P (BB-) melhor que a Rússia (B+) e no entanto nosso EMBI spread (822 pontos) está mais de 200 pontos acima do EMBI Rússia (598 pts). Isto prova a endogeneidade

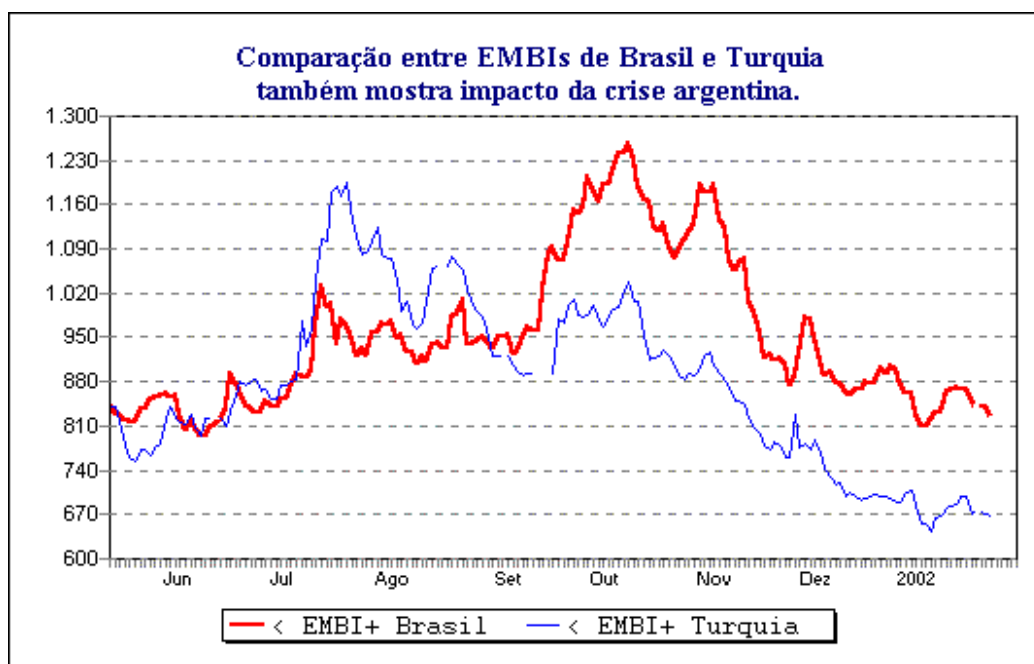


do risco? Há que se considerar diversas circunstâncias. O rating da Rússia evoluiu de SD (equivalente a default) em julho de 2000 para B+ agora. O rating do Brasil, no mesmo período, evoluiu apenas de B+ para BB-. Ou seja, os mercados (e as agências de risco) gostam da atual política econômica russa (o efeito Putin) e parecem estar projetando melhoras significativas do rating russo no futuro próximo. Já o Brasil foi contaminado pela crise na Argentina e apresenta a grande incógnita da eleição presidencial. Ou seja, para os financiadores externos a Rússia tem um futuro brilhante enquanto o Brasil é uma grande incógnita (o que já é um progresso em relação ao default dado como certo por eles algum tempo atrás). Isto fica bastante claro a partir do exame das discussões de um fórum de investidores estrangeiros, como o do Bradynet.com. Pode-se, portanto, argumentar que os spreads EMBI refletem melhor a avaliação de risco presente e futuro que o mercado atribui a cada país do que os ratings das agências de risco.

Veja, por exemplo, na figura abaixo, como o EMBI Rússia superava o EMBI Brasil até junho de 2001, permaneceu mais ou menos igual até setembro, e depois descolou para baixo, com o Brasil contaminado pela Argentina e a Rússia na onda do lover-affair internacional com Putin.



Algo semelhante ocorre na comparação entre Brasil e Turquia. O risco turco descolou do risco Brasil na crise de julho-agosto de 2001, mas voltou a cair com a flutuação cambial e o novo programa apoiado pelo FMI. Enquanto o risco Brasil subia com a crise Argentina, o risco Turquia continuava a cair, com uma diferença hoje de 150 pontos a despeito do seu rating B- na S&P. Novamente, os ratings não parecem refletir o fato de que os investidores internacionais parecem mais tranqüilos com o futuro da Turquia (que inclusive é considerada estrategicamente importante para a segurança americana) do que com o futuro do Brasil.



A conclusão que se pode extrair dessas análises comparadas de Brasil, Rússia e Turquia, parece ser menos a de que o nosso BC tem um viés de alta na política de juros do que a de que os investidores estão (com boa razão, talvez!) inseguros sobre o futuro de nossa economia. Logo, assim que essa insegurança for eliminada, com um governo sério, competente e moderno chegando ao poder em 2003, nosso risco soberano deverá despencar, permitindo forte redução na nossa taxa de juros.

7) Qual a avaliação geral da proposta BN?

*“A estratégia proposta neste documento para alcançar o desenvolvimento econômico pode ser assim resumida..., 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.”*

Em nossa opinião, BN tem uma proposta equivocada no que diz respeito à política de juros, mas estão corretos na proposta de uma política comercial ativa (que é focada em acordos comerciais regionais e numa preparação adequada para a negociação do ALCA). A proposta de uma política de reestruturação industrial não é muito detalhada, mas parece algo não muito diferente do que o BNDES já faz hoje em dia, e sobre isso nossas dúvidas são grandes. Por outro lado BN são omissos em relação a questões importantes para o futuro da política econômica, como por exemplo:

- a) O que fazer para estimular o progresso tecnológico e conseguir ganhos significativos e consistentes de produtividade?
- b) Como desenvolver o mercado de capitais, democratizando a propriedade do capital, e dando acesso ao maior número possível de futuros empreendedores (e não apenas aos tradicionais escolhidos pelo BNDES) à competição por financiamentos de longo prazo e pela captação de capitais de risco.