

## **Regime de política econômica: uma nova etapa (resposta a Edmar Bacha)**

Luiz Carlos Bresser-Pereira e Yoshiaki Nakano

São Paulo, 15 de janeiro de 2002

Os comentários de Edmar Bacha ao documento “Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade” são sempre estimulantes. Em alguns casos Bacha nos atribui proposições que não são nossas – identificadas com o passado desenvolvimentista, ou com voluntarismos ingênuos –, em outros, concorda conosco, nesse caso oferecendo subsídios preciosos para os nossos argumentos. Mas sempre nos leva a pensar.

Propomos uma mudança no regime de política econômica, mas escrevemos de forma a estimular o debate, não a divisão. É evidente que se alguém raciocina no atual regime – com seus objetivos e valorações – sua tendência será de rejeitar propostas consistentes com outro regime. Talvez a forma menos controversa de entender esta mudança de regime de política econômica seja a de supor o novo regime como uma evolução em função dos progressos já alcançados, nos seguintes termos:

Em uma primeira etapa, depois de aberta a economia em 1990, foi alcançada a estabilização dos preços através da neutralização da inércia e de uma âncora cambial somada a juros elevados. A prioridade do Plano Real foi 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, comportamento de manada e ataques especulativos). A taxa de juros tinha a função de equilibrar o balanço de pagamentos, sendo conservada

persistentemente em patamar elevado 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, o crescimento econômico deverá fazer parte da função objetivo da política macroeconômica, ao lado da estabilidade de preços.

Neste 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. Optar entre regime de câmbio fixo ou flexível não é uma questão para nós. A questão é saber qual a política macroeconômica que agora se impõe, e particularmente qual a política monetária.

Em outras palavras, os progressos alcançados no controle da inflação, no ajuste do câmbio, e abertura da economia são exatamente as condições que permitem ter câmbio mais flutuante e uma política monetária compatível com desenvolvimento autossustentado.

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 prazos 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 apenas da política monetária resolver problemas de competitividade externa. Esta é uma questão que depende e envolve políticas de longo prazo e ações, particularmente da política comercial, tecnológica, industrial, e de sistema de financiamento de longo prazo.

Neste novo quadro, a atual política de meta de inflação precisa de alguns aperfeiçoamentos. Experiências mostram que se o Banco Central estabelecer como meta a inflação de longo prazo ou a “core inflation”, poderemos obter ganhos significativos em estabilidade do produto. A função de reação da taxa de juros do Banco Central deve responder ao hiato do produto e à meta de inflação assim redefinida. Ao considerar o efeito da taxa de câmbio sobre a inflação é preciso distinguir a natureza dos choques externos, e a transitoriedade da variação cambial.

A partir deste posicionamento mais geral, creio que se torna muito mais fácil responder às objeções feitas pelo Bacha. Nos seus comentários ele expõe três objeções básicas.

### **Estrutura do texto e revolução micro**

O documento é propositalmente não detalhado, pois quisemos evitar que se tornasse muito técnico e longo. Cada detalhe pode gerar discussões intermináveis, muitas vezes fora de contexto. Bacha propõe a inversão da apresentação, deixando para o final a mudança de regime de política econômica. Entretanto, creio já haver ficado clara a importância que atribuímos ao regime de política econômica. Sem sua mudança – sem uma nova lógica com coerência interna – as políticas comerciais e demais políticas resultam em nada, como tem ocorrido.

A observação de Bacha de que “se as reformas da década de 90 produziram uma revolução da produtividade, elas não foram suficientes para restaurar a formação de capital em si mesma”, é o pressuposto e fundamento do nosso documento. Constitui, pois, boa contribuição para aperfeiçoá-lo. Por isso, estamos de acordo que não foi uma “década perdida”. Aliás, no documento essa frase não está sequer sugerida. Um grande problema para os economistas brasileiros é entender por que o país teve um desempenho microeconômico e resultados de crescimento tão pobres. Nossa resposta está no fato de que a política macroeconômica não acompanhou com a rapidez necessária as transformações que estavam acontecendo nas empresas, e, mais amplamente, na sociedade. O Fernando Henrique, como sociólogo, tem sempre salientado as enormes transformações sociais porque está passando o país, a imensa vitalidade da vida social brasileira, das suas empresas, das suas entidades sem fins lucrativos (cujas experiências inovadoras a FGV de São Paulo tem levantado e premiado), e das organizações do Estado a nível federal, estadual e municipal (que a ENAP tem premiado). Se a década de 90 produziu este aumento de produtividade e toda essa revolução microeconômica, podemos esperar que a década atual produza a revolução macroeconômica do crescimento e emprego. Aliás, para entender esta contradição entre o desempenho micro e o macroeconômico, o modelo de três hiatos do próprio Bacha é precioso.

### **Câmbio fixo versus flutuante.**

Como observamos acima este dilema nunca passou pela nossa cabeça. A âncora cambial e o “*adjustable peg*” foram fundamentais na primeira fase da estabilização. Mas já como resposta ao choque do México, sempre julgamos que devíamos caminhar para maior flutuação do câmbio e taxa de juros menor. A estratégia de âncora cambial

supõe “primeiro estabilização e crescimento, depois recessão”; de acordo com ela a taxa de juros poderia ter outra trajetória. Taxa de juros tão elevada se justifica na estratégia monetarista “primeiro a recessão e depois crescimento”, que não funcionou na América Latina.

A adoção do regime flutuante constitui-se em uma etapa necessária, pela qual muito lutamos, mas por si só não assegurou a estabilidade macroeconômica. Esta, entretanto, poderá ser alcançada, nos quadros do câmbio flutuante, com a continuidade da política fiscal, e com nova política monetária, comercial e de investimento. O regime que defendemos talvez não tenha ficado claro, mas fazem parte dele o câmbio flutuante e a política de metas de inflação. Nada tem a ver com regras de bandas, Banco Central com múltiplas funções, ou ainda pretender definir a competitividade externa.

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 isto, 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 pagamentos, que torne o déficit de transações correntes e a dívida externa sustentáveis. Pelo que se lê no último parágrafo dos comentários de Bacha relativos à seção sobre câmbio, ele também escolhe essa flutuação porque “também queremos ter uma posição sustentável na conta corrente”. Ora, é exatamente isto que repetimos diversas vezes no documento.

Onde pode haver discordância é que consideramos “sujeira limpa” (expressão do Bacha). Para nós é essencial 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 de capacidade de exportar. É preciso sinalizar aos empresários uma rentabilidade sustentável de longo prazo na atividade exportadora e assim eliminar a tendência à semiestagnação que mencionamos no documento.

Para evitar polêmicas desnecessárias déficit/dívida insustentável é aquele cuja dinâmica não pode ser mantida indefinidamente. E como disse algum sábio economista, aquilo que não pode seguir crescendo indefinidamente, parará de crescer, e isso acontecerá de repente e inesperadamente. Antes que isto aconteça façamos a “sujeira limpa”, ainda que a inflação seja temporariamente um pouco maior. Numa economia aberta não há razão para julgar que isto faça com que a inflação seja permanentemente mais elevada; muito menos para imaginar que se acelere permanentemente. Este é o progresso que alcançamos com o Plano Real.

## A taxa de juros e o modelo de Romer

Confessamos não termos entendido as objeções do Bacha em relação à taxa de juros. Seus argumentos fortalecem o nosso.

Bacha inicia esta seção concordando inteiramente que “a principal restrição a retomada de um crescimento vigoroso é a falta de financiamento de longo prazo, em moeda nacional, a juros compatíveis com a rentabilidade do capital na produção”. Depois diverte-se com os conceitos informação assimétrica e oferta de crédito “*backward bending*”, que nada tem a ver com o modelo de Romer, que citamos no documento. Em seguida, argumenta que o risco é cambial, é questão de dependência externa, e acrescenta que é preciso um mercado de capitais de longo prazo. Onde está a discordância com o nosso documento? No essencial parece que há concordância.

Entretanto, as discordâncias existem e onde estão? Estão, a meu ver, naquilo que Bacha nos atribui e naquilo que deixou de “ler” ou considerar e que está no nosso documento.

Primeiro vamos à diversão teórica. Todo o longo comentário que Bacha faz nada tem a ver com o modelinho de Romer. Bacha supõe que estejamos trabalhando com o modelo de racionamento de crédito tipo Stiglitz & Weiss em que informação assimétrica dá origem à seleção adversa e “moral hazard”. Utilizamos o modelo de Romer porque é de uma simplicidade muito grande. E os modelos simples são os melhores. Temos uma “curva de demanda de juros” e uma de “oferta de risco”. A primeira curva expressa o simples fato de que quanto maior a probabilidade de *default*, maior a taxa de juros demandada pelo investidor. Sendo neutra em relação a risco, a expectativa de retorno (um menos probabilidade de *default*) do título do governo tem que ser igual ao retorno de um certo ativo sem risco. Portanto, quando a probabilidade de *default* é zero, o investidor ou financiador aceita uma taxa de juros sem risco; na medida que o risco aumenta, a taxa de juros demandada aumenta; e se a probabilidade de *default* for certa, igual a 100%, a taxa de juros demandada será infinita, isto é, não retém títulos, o que explica a forma da “curva de demanda de juros”. Nada de assimetria de informação, ou seleção adversa. A segunda curva expressa o fato de que quanto maior a taxa de juros paga pelo governo, maior a sua probabilidade efetiva de *default*. A probabilidade de *default* é zero se a receita for maior do que a despesa de amortização e juros da dívida; nesse caso a taxa de juros será baixa. Se esta aumentar, a relação receita-despesa cai, e a probabilidade de *default* será certa quando a receita máxima que o governo puder obter for menor do que a despesa de amortização e juros. Neste caso, a taxa de juros correspondente é infinita. O equilíbrio múltiplo pode ocorrer porque as duas curvas têm inclinação positiva, e de fato não é necessário que a “curva de oferta de risco” tenha formato de S, como Bacha observa no seu comentário. A forma de S é apenas uma forma provável que a curva pode tomar. O importante, tenha ela forma de S ou não, é a possibilidade de dois equilíbrios, sendo um perverso.

Divertimento, à parte, o relevante é a idéia de que para risco de *default* crescente o investidor demanda taxas de juros crescentes, que estas aumentam o risco efetivo de *default*, e que isto pode resultar em equilíbrio múltiplo. Em outras palavras, duas economias podem ter os mesmos fundamentos, a mesma posição das curvas, mas uma pode estar em um equilíbrio bom e outra em um equilíbrio ruim. Imaginemos duas economias A e Z com câmbio flutuante e política monetária com meta inflacionária e que as duas sejam grandes exportadoras para o mercado asiático. A Ásia sofre uma crise e provoca um choque de termos de troca nas duas economias, o que contrai a demanda agregada e provoca a depreciação da taxa de câmbio. Suponhamos que a economia A reage abaixando a taxa de juros, pois a demanda agregada sofreu contração, e considera uma elevação na taxa de inflação transitória. Já a economia Z reage elevando a taxa de juros para neutralizar o eventual efeito inflacionário da depreciação cambial. O resultado é que na economia A, o produto se mantém estável e a taxa de inflação aumenta ligeiramente, mas em seguida volta ao nível anterior, com mudanças nos preços relativos (ou se recupera porque a Ásia se recupera). Na economia Z, a inflação se mantém sob controle, mas se persistirem elevadas as taxas de juros, podem levar a um equilíbrio ruim, como o ponto B do gráfico presente no documento, porque o risco país calculado ex-post pela equação de paridade de juros aumentou, e os bancos e especuladores ganham com juros elevados. Exceto a última etapa de juros persistentemente elevados, estes dois casos têm correspondência no mundo real após a crise asiática de 1997. A economia A é a Austrália, e economia Z é a Nova Zelândia. Temos aí dois casos exemplares de reação a uma crise, uma envolvendo política monetária correta, a outra errada. Ambos os países operavam com metas inflacionárias, mas com especificações diferentes.

## **A função de reação do Banco Central**

Afinal, o que o modelo apresentado tem a ver com o Brasil? O equilíbrio ruim nada tem a ver com o princípio da seleção adversa, como supõe Bacha. Tem a ver com a “regra de política monetária” ou a “função de reação” do Banco Central, e com os arranjos organizacional e institucional que lhe correspondem. Ou seja, tem a ver com o regime de política econômica. O que propomos é uma mudança de regime – com transição cuidadosa e não voluntarista – e a conseqüente revisão da função de reação da taxa de juros do Banco Central.

O argumento central do documento é de que funções múltiplas atribuídas à taxa de juros, pressionam-na para cima persistentemente, pois sempre algum indicador ou informação assim o exige. Não ficou claro para mim, o que o Bacha quis dizer quando afirma que:

“desde o Armínio, não é verdade que a taxa de juros sirva a objetivos tão múltiplos, embora, como você verá no artigo do Dionísio que lhe mandei, a função objetivo da autoridade monetária possa incluir, sem problemas, com ponderações variáveis,

inflação, nível de atividade, nível de reservas e balança comercial. Outros instrumentos, hoje disponíveis, incluem IOF, a LRF e a LDO, a taxa de câmbio flutuante, a compra/venda de reservas e de títulos cambiais. Dá pra alocar um pra cada objetivo!”.

Ficamos perplexos com a observação acima. Não havíamos lido o artigo do Dionísio Dias Carneiro, mas conhecemos algo da vasta literatura sobre o tema que nos permite fazermos algumas observações. Não cremos que, na função de reação do Banco Central, possam ser incluídos inflação, nível de atividade, nível de reservas, e balança comercial “sem problemas”, como diz o Bacha. As conseqüências de cada uma das variáveis são profundas e com a sua multiplicidade podem degenerar numa reação constante de elevação da taxa de juros, pois a cada momento uma daquelas variáveis pode exigir a sua elevação. Suponhamos que as reservas cambiais caiam 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?

É preciso ter claro que a meta relevante de inflação deve ser a de médio e longo prazos, 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 (diferença entre produto e produto potencial) 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.

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 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 da 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 nesta 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.

Por outro lado, é preciso considerar a intensidade das reações da taxa de juros para 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 possam ser utilizadas para alcançarem as metas.

Para alcançarmos esse objetivo precisamos 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.