

# **Macroeconomia Pós-Plano Real: as relações básicas**

Luiz Carlos Bresser-Pereira

*In* João Sicsú, Luiz Fernando de Paula e Renaut Michel, orgs., *Novo Desenvolvimentismo: Um Projeto Nacional de Crescimento com Equidade Social*. Barueri: Manole; Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer: 3-47.

A partir do Plano Real, que controlou a alta inflação vigente no Brasil desde 1980, configurou-se um novo quadro macroeconômico, cujas linhas gerais vêm sendo mantidas desde então. Se tomarmos os cinco “preços macroeconômicos” como critério, temos as seguintes características: (a) baixa taxa de inflação; (b) elevada taxa de juros básica (Selic), muito superior a que se poderia prever em razão da classificação atribuída ao Brasil pelas agências internacionais de classificação de risco; (c) taxa de lucro esperada baixa, em níveis insatisfatórios para os empresários; (d) taxa de câmbio valorizada (embora as crises de 1998 e 2002 tenham se encarregado de diminuir substancialmente essa valorização); e (e) taxa real de salários basicamente estagnada. A política macroeconômica, por sua vez, tem caráter ortodoxo convencional, caracterizando-se por (a) desenvolvimento com base no recurso à poupança externa; e (b) controle da inflação por meio de (b.1) política fiscal rígida; (b.2) política de taxa de juros básica (também chamada de política monetária), mantendo essa taxa Selic em nível real elevado; e (b.3) falta de uma real política de taxa de câmbio, embora desde julho de 2003 o governo tenha passado a comprar dólares para enfrentar seus

compromissos nessa moeda, mas também para impedir que a taxa continuasse a baixar.<sup>1</sup> Finalmente, a combinação do quadro macroeconômico com a política convencional tem levado aos seguintes resultados: (I) insustentabilidade intertemporal do déficit público, apesar do esforço de ajuste fiscal a partir de 1999; (II) sustentabilidade precária do déficit em conta corrente; (III) elevado nível de desemprego; e (IV) semi-estagnação da renda por habitante.<sup>2</sup>

Neste trabalho procurou-se, da forma mais simples possível, analisar esse quadro macroeconômico, entendendo-o, entretanto, como um sistema aberto que não pode nem deve ser adequadamente descrito por um modelo formal e reducionista. Parto do pressuposto metodológico de que a macroeconomia é um ramo da economia essencialmente histórico-dedutivo, ou seja, quando ocorrem fatos históricos novos relevantes, é necessário adaptar o modelo macroeconômico correspondentemente (3).<sup>3</sup> O trabalho se divide em seis seções. Na primeira apresento os principais pressupostos e conseqüências do modelo; na segunda, desenvolvo o padrão gráfico da equação macroeconômica perversa que caracteriza esse modelo e apresento as razões para a alta taxa de juros e a baixa taxa de câmbio; na terceira, analiso a política fiscal, concordo com a necessidade de rigidez que tem sido muitas vezes mais retórica do que real, e discuto o esquecimento da meta de elevação da poupança pública; na quarta seção, discuto a taxa de inflação, seu caráter inercial, e os equívocos de política econômica derivados daí. Na quinta seção, destaco do quadro

---

<sup>1</sup> A política fiscal, que em 1994 foi radicalmente populista, entre 1993 e 2002 raramente foi rígida. Logrou, porém, melhores resultados a partir de 1999 devido ao aumento da carga tributária. Durante o ano de 2003, a política fiscal vem sendo particularmente rígida.

<sup>2</sup> A substancial melhoria do déficit em conta corrente a partir de 2002 resultou das crises cambiais de 1998 e 2002, que desvalorizaram o real, e do aumento dos preços dos bens básicos (*commodities*) a partir de 2000.

<sup>3</sup> Sobre a utilização do conceito de sistemas abertos na teoria econômica, ver Chick (11) e Dow (12).

macroeconômico a política macroeconômica. Finalmente, na última seção, faço uma síntese do trabalho: mostro que a economia brasileira continua a enfrentar tempos anormais, caracterizados hoje principalmente pelo que chamo de armadilha da taxa de juros e da taxa de câmbio, e apresento brevemente algumas linhas de política econômica alternativa.

Esta é uma perspectiva macroeconômica estruturalista e novo-desenvolvimentista, com clara inspiração keynesiana, o que não significa que adote a crítica que os economistas keynesianos geralmente fazem às políticas convencionais em relação à sua preocupação excessiva com a estabilidade macroeconômica e ao seu excessivo rigor fiscal. Pelo contrário, considero a estabilidade macroeconômica condição do pleno emprego e do desenvolvimento, e o ajuste fiscal uma necessidade, dado o desequilíbrio das contas públicas brasileiras. Minhas críticas dizem antes respeito à política de taxa de juros, que mantém em nível altíssimo a taxa real Selic, que inviabiliza o ajuste fiscal e o investimento produtivo, e à falta de uma verdadeira política de taxa de câmbio, que assegure aos empresários uma razoável segurança em relação a seus investimentos orientados para a exportação.

## **Pressupostos e Conseqüências**

A economia brasileira, embora tenha estabilizado os preços em 1994, não alcançou a estabilidade macroeconômica, nem retomou o desenvolvimento paralisado desde 1980. Para compreender esse fato, é preciso partir da constatação de que essa economia continua caracterizada:

- I) por duas variáveis estruturais: a) baixos salários, e b) alta concentração de renda, e conseqüente tendência ao populismo fiscal e cambial;
- II) por cinco variáveis de política econômica: a) alta taxa de juros básica definida pelo Banco Central; b) falta de política estratégica da taxa de câmbio; c) abertura da conta-capital; d) estratégia de desenvolvimento com poupança externa; e e) sobrevivência de

várias formas de indexação (dos títulos públicos de curto prazo, dos contratos superiores a um ano, dos preços administrados dos serviços públicos privatizados, e dos salários sancionada pelos dissídios coletivos);

- III) por sete variáveis-resultado de fluxo: a) baixo nível de investimento, principalmente o investimento público; b) quase-estagnação da renda *per capita*, que vem crescendo desde 1980 a menos de 1% ao ano; c) aumento do nível de desemprego e de informalidade; d) déficit público em relação ao Produto Interno Bruto (PIB) apesar de elevado superávit primário; e) poupança pública negativa; f) déficits em conta corrente só recentemente, mas precariamente, eliminados; e g) baixa taxa de lucros;
- IV) por quatro variáveis-resultado de estoque: a) elevada taxa de endividamento público do Estado, e b) elevada taxa de endividamento externo da Nação; c) por elevada carga tributária, que, além de financiar um sistema de bem-estar que parcialmente compensa a alta taxa de concentração de renda, e serve ainda para financiar aposentadorias do setor público e juros dos rentistas elevados; e d) por elevado índice de desnacionalização, que se acentuou na década de 1990.

A essas características econômicas seria necessário acrescentar as institucionais, mas relacioná-las escapa aos objetivos deste texto. Basta assinalar as mudanças recentes: a abertura comercial da economia, a reforma da gestão pública iniciada em 1995, mas que avança lentamente, a reforma da previdência e a ampla privatização.

A concentração da renda pode ser avaliada pela Tabela 1.1, na qual temos a relação entre a renda auferida pelos 10% mais ricos e mais pobres no Brasil e em alguns países selecionados, tanto desenvolvidos quanto em desenvolvimento. O desemprego informal caracteriza as economias subdesenvolvidas e duais, nas quais ainda prevalece o quadro de oferta ilimitada de mão-de-obra não-especializada. Derivam dessas duas características a tendência ao populismo econômico, que é uma forma perversa pela qual os políticos procuram compensar o elevado nível de injustiça existente. Esse populismo pode ser tanto fiscal como cambial: é fiscal quando o Estado gasta mais do que arrecada; é cambial, quando a Nação gasta mais do que ganha.

Tabela 1.1

Concentração de Renda em Países Selecionados (10% Mais Ricos  
Sobre 10% Mais Pobres)

País	Índice de Concentração
Índia	9,6
Turquia	14
Peru	22,1
Rússia	22,8
México	32,1
Colômbia	41,9
<b>Brasil</b>	<b>68,6</b>

Fonte: *World Development Report*, 2003.

O grau de endividamento do Estado e da Nação é ilustrado pela Tabela 1.2, na qual, em alguns países em desenvolvimento, temos a dívida pública em relação ao PIB e a dívida externa em relação às exportações. Endividamentos são déficits acumulados, resultando portanto, em primeira instância, do populismo econômico e, em segunda, da concentração de renda.

O desemprego aparece nesse mesmo quadro, comparado com os mesmos países. A existência de desemprego elevado não é apenas um indicador estático de potencial produtivo que não está se efetivando e de violência contra a possibilidade de realização pessoal dos cidadãos. É também um sinal dinâmico de que existem fatores econômicos e correspondentes políticas econômicas que dificultam o desenvolvimento do país, mantendo a economia, senão estagnada, semi-estagnada. Finalmente, a indexação formal de contratos e a indexação informal de salários são uma herança da alta inflação que o Plano Real foi incapaz de eliminar. Sua existência sugere que a inércia inflacionária continua a ser um fenômeno importante.

Tabela 1.2  
Endividamento e Desemprego em Países Selecionados

País	Dívida Pública (% do PIB) <sup>a</sup>	Dívida Externa /Exportações <sup>b</sup>	Desemprego (%)
Turquia	88,90	2,3	8,3 <sup>c</sup>
Rússia	43,40	1,4	11,4 <sup>c</sup>
Peru	46,57	3,3	8,9 <sup>d</sup>
<b>Brasil</b>	<b>57,43</b>	<b>3,7</b>	<b>10,5<sup>d</sup></b>
Colômbia	50,70	2,2	15,7 <sup>d</sup>
Índia	61,60	1,6	9,3 <sup>d</sup>
México	22,77	0,8	2,1 <sup>d</sup>

<sup>a</sup> Dados de 2002; <sup>b</sup> Dados de 2000; <sup>c</sup> Porcentagem de desempregados no período 1998-2000; <sup>d</sup> Dados de 2002.

Fonte: *World Development Report*, 1997 e 2003; *World Development Indicators*, 2002; Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea); [www.latin-focus.com](http://www.latin-focus.com); [www.economist.com](http://www.economist.com); [www.imf.org](http://www.imf.org).

Tabela 1.3  
Taxa Real de Juros de Curto Prazo e Classificação de Risco

País	Classificação de Risco	Taxa Real de Juros <sup>c</sup>
Indonésia	CCC <sup>a</sup>	3,23
Turquia	B- <sup>a</sup>	6,30
Rússia	B+ <sup>a</sup>	2,40
<b>Brasil</b>	<b>B+<sup>b</sup></b>	<b>8,56</b>
Peru	BB- <sup>b</sup>	1,35
Colômbia	BB <sup>b</sup>	0,07
Índia	BB <sup>a</sup>	-0,12
México	BBB- <sup>b</sup>	0,41

Classificação de risco soberano da dívida externa de longo prazo: <sup>a</sup> dados referentes a janeiro de 2002; <sup>b</sup> dados de 2002; <sup>c</sup> taxa de juros de curto prazo, Índice de Preços ao Consumidor (IPC) de maio de 2003.

FONTE: *World Development Indicators*, 2002; *The Economist*; [www.latin-focus.com](http://www.latin-focus.com)

A elevada taxa básica de juros existente no Brasil pode ser vista na Tabela 1.3, na qual aparecem as taxas de juros básicas reais do Brasil e de alguns países com igual ou pior classificação de risco. Nesse quadro, temos a demonstração da radical desproporção da taxa de juros básica brasileira em relação a dos demais países de igual ou pior classificação de risco. A tendência à sobrevalorização da moeda nacional e a resistência da inflação à baixa não são demonstráveis por simples tabelas ou gráficos, mas toda a experiência brasileira recente vai nesse sentido.

A Tabela 1.4 apresenta o déficit público operacional real, o déficit em conta corrente em relação ao PIB, e a taxa de desemprego aberto desde 1994. Os dois déficits crescem inicialmente, mas a hipótese dos

Tabela 1.4  
Déficits e Desemprego Aberto desde 1994

Ano	Déficit Público Operacional <sup>a</sup>	Déficit em Conta Corrente <sup>a</sup>	Desemprego Aberto (%) <sup>b</sup>
1994	-1,57	-0,31	5,44
1995	5,00	-2,55	4,96
1996	3,40	-3,03	5,81
1997	4,31	-3,81	6,14
1998	7,40	-4,24	8,35
1999	3,41	-4,73	8,26
2000	1,17	-4,02	7,85
2001	1,40	-4,55	6,83
2002	-0,01	-1,68	7,88
2003	0,92	+0,82	12,32 <sup>c</sup>

<sup>a</sup> Déficit público operacional com desvalorização cambial e déficit em conta corrente em porcentagem do PIB; <sup>b</sup> Taxa média mensal. Os dados são relativos aos desempregados que procuraram ativamente trabalho nos últimos trinta dias, nas regiões metropolitanas, em relação à mão-de-obra ativa; <sup>c</sup> Em 2003, a metodologia de cálculo da taxa de desemprego aberto foi modificada pelo IBGE, e o resultado do ano de 2003 não é passível de comparação com os dados dos anos anteriores.

Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea); Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

déficits gêmeos não se confirma. O déficit público alcança seu auge em 1998 e depois passa a cair, enquanto o auge do déficit em conta corrente é alcançado em 1999 e ainda se mantém muito elevado em 2001. A partir daí, esse déficit, que indica a poupança externa recebida pelo país, cai, e, em 2003, afinal, se transforma em superávit. Entre 2001 e 2003 o país realizou, portanto, um enorme ajuste externo, de 5,37% do PIB, passando a apresentar despoupança externa, depois de dez anos de grande elevação da dívida externa financeira e patrimonial (o estoque de investimento direto no país). Realizou também um ajuste fiscal, porém bem mais modesto devido aos altos juros pagos pelo Estado.

Finalmente, como decorrência de todos os pressupostos e conseqüências, a economia brasileira tem apresentado taxas de crescimento que caracterizam a semi-estagnação. A Tabela 1.5 compara o crescimento da renda por habitante no período estudado com alguns períodos anteriores.

O déficit público elevado, que tem como uma das suas causas principais o alto nível de endividamento público acoplado à alta taxa de juros básica (Selic), provoca elevação ainda maior desse endividamento. Já o déficit em conta corrente, como vimos, transformou-se em superávit. Esse resultado foi possível graças às desvalorizações cambiais que ocorreram em 1999 e no próprio ano de 2002, que impulsionaram as exportações de manufaturados, e ao

Tabela 1.5

Crescimento Médio Anual do PIB por Habitante<sup>a</sup>

Período	%
1950-1959	4
1960-1969	3,1
1970-1979	5,9
1980-1989	0,9
1990-1993	-1,28
1994-2003	1

<sup>a</sup> PIB *per capita* a preços de 2003.

FONTE: instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea).



aumento dos preços dos bens básicos, que aumentaram o valor de suas exportações. Dessa forma, produziu-se um grande ajuste externo na economia brasileira. Um ajuste que não derivou de uma política deliberada de taxa de câmbio, mas de duas crises cambiais que provocaram a depreciação do real e estimularam as exportações. Não é possível, porém, afirmar que o desequilíbrio externo tenha sido superado por esse ajuste. Não é possível afirmá-lo por três razões: porque as importações continuam deprimidas pelo fato de a economia não haver crescido em 2003 (crescimento negativo do PIB de -0,22%); porque a dívida externa altíssima em relação às exportações mantém o país dependente de choques externos como, por exemplo, o provável aumento da taxa de juros americana; e, principalmente, porque não há garantia de que o governo mantenha a taxa de câmbio em um nível de R\$ 3,20 por dólar, ou seja, um pouco mais alto do que o da taxa atual.

Graças a essa depreciação da taxa de câmbio, o círculo vicioso, envolvendo de um lado endividamento público e elevadas taxas básicas de juros, e, de outro, elevados níveis de endividamento externo e baixas taxas de câmbio, rompeu-se pela mudança desta última variável. E, dessa forma, o equilíbrio macroeconômico necessário à retomada do desenvolvimento passou a depender principalmente da baixa da taxa de juros básica para níveis razoáveis (e da manutenção da taxa de câmbio em um nível que garanta superávits em conta corrente).

### **Taxa de Juros Alta**

O quadro macroeconômico que prevaleceu depois do Plano Real até 2002 pode ser resumido por uma equação macroeconômica perversa, definida por altas taxas de juros e baixa taxa de câmbio que inviabilizam o pleno emprego e o desenvolvimento. Não são necessários argumentos sofisticados para compreender a diferença entre essa equação e a inversa, definida por taxa de juros baixa e taxa de câmbio relativamente desvalorizada. Os países que se desenvolveram no século XX, como o Japão, a Alemanha, a Itália, os tigres asiáticos e, mais recentemente, a China, fizeram-no com base em uma equação desse tipo. O próprio Brasil só se desenvolveu na década de 1970 enquanto a taxa de câmbio efetiva era suficientemente baixa para

estimular as exportações de manufaturados ou a substituição de importações. A Figura 1.1, constituída de seis gráficos que devem ser lidos no sentido horário, resume a diferença entre as duas equações macroeconômicas.

Taxa de juros alta ( $j$ ) resulta em investimento ( $I$ ) baixo e em aumento do déficit público ( $D$ ), dado o alto nível da dívida sobre o qual recai essa taxa. A taxa de juros alta contribui, além disso, para que a taxa de câmbio seja baixa em termos de dólares, ou que o real se mantenha valorizado, na medida em que em economias abertas à arbitragem internacional faz com que a taxa de câmbio seja função inversa da taxa de juros (teoria da paridade descoberta). A taxa de câmbio valorizada resulta em elevado déficit em conta corrente ( $S_x$ ), e em correspondente demanda insuficiente de exportação ( $X$ ), para motivar investimentos orientados para exportar. Uma taxa de juros baixa e uma taxa de câmbio alta trariam, naturalmente, resultados inversos.

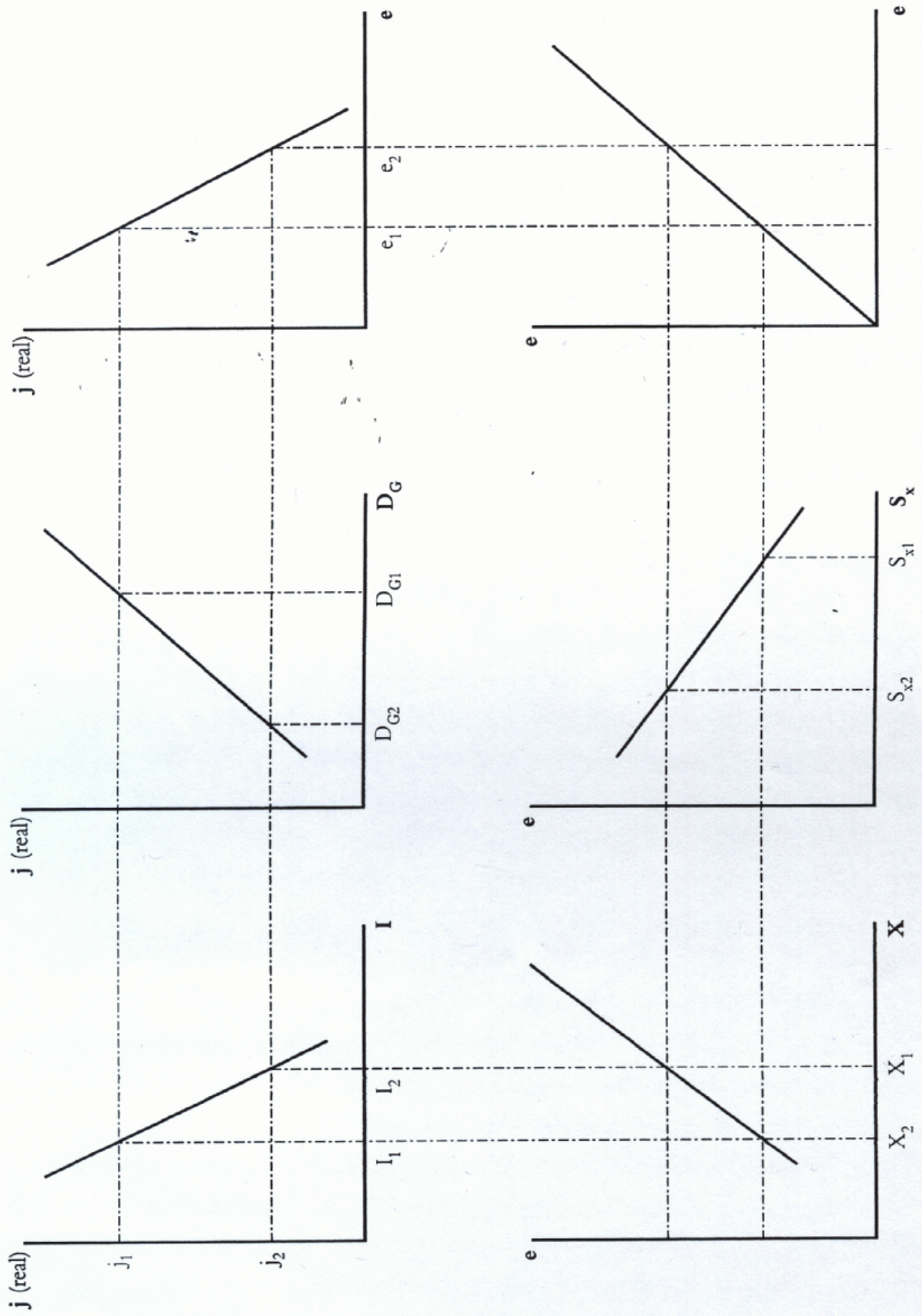
Por que a taxa de juros é alta? Em primeiro lugar é necessário distinguir duas taxas de juros: a taxa básica (Selic), que o Banco Central usa para rolar a dívida mobiliária do Tesouro, e a taxa de longo prazo, determinada pelo mercado.

A taxa de juros básica é uma taxa exógena, seu percentual é decidido pelo Banco Central. A falta de correlação entre as taxas básicas de juros e o risco-país, que vimos na Tabela 1.3, deixa muito clara essa exogeneidade. Como, então, explicar que ela seja tão alta no Brasil?

Para responder a essa pergunta devemos organizar as causas em três níveis. Em um primeiro nível, a taxa Selic real é alta porque o Banco Central vem infrutiferamente procurando alongar o perfil da dívida, para isso se prontificando a elevá-la ou a indexá-la. Em vez de o desejável alongamento da taxa de juros ser o resultado do crédito que pouco a pouco deve voltar à economia brasileira, à medida que se adota uma política macroeconômica responsável — ou seja, ao passo que a inflação se mantém sob controle, a taxa de câmbio fica em um nível competitivo, o déficit em conta corrente é zerado e a dívida externa

FIGURA I.I

DUAS EQUAÇÕES MACROECONÔMICAS



começa a se reduzir em relação às exportações, e na medida em que a taxa de juros é baixa e o déficit público se reduz por meio de uma política austera de redução das despesas correntes, de forma que a dívida pública em relação ao PIB caia — as autoridades econômicas imaginam alcançar esse alongamento com a elevação da taxa de juros e a indexação dos títulos públicos não apenas à inflação, mas à própria taxa Selic. O pressuposto equivocado, nesse caso, é o de que se não houver a indexação e a manutenção de taxa de juros elevada, o mercado não financiará os títulos, quando sabemos que os grandes bancos que dominam esse mercado não têm alternativa de aplicação de curto prazo de seus recursos senão rolando os títulos públicos. As Letras Financeiras do Tesouro (LFT), que respondem por larga parte da dívida pública, são indexadas à própria Selic para que assim se possa eliminar automaticamente o risco de descasamento e reduzir o juro cobrado pelos bancos. Esse estranho tipo de título, que poderia se justificar nos tempos de alta inflação, foi mantido depois da estabilização dos preços.

Em segundo lugar, a taxa de juros básica é alta porque o Banco Central, na falta de outro instrumento, a usa de forma abusiva. Em vez de a usar simplesmente para controlar a inflação, transforma-a, além disso, em uma ferramenta para atrair capitais externos, e, quando o déficit em conta corrente está aumentando perigosamente, para reduzi-lo; ou, ainda, “para promover o aumento da poupança”.

Em terceiro lugar, temos uma explicação de economia política: a taxa de juros básica real é desproporcionalmente alta no Brasil porque, desde o final da década de 1980, o Banco Central deixou-se capturar internamente pelos rentistas ou capitalistas inativos e pelo sistema financeiro que vive das comissões ou taxas que recebe principalmente desses rentistas, e, em âmbito internacional, pela “ortodoxia econômica convencional”. Essa captura foi facilitada porque, no final dessa década, em reação à tentativa dos deputados constituintes de limitar a taxa de juros máxima, formou-se a ideologia de que taxa de juros baixa seria sinal de populismo econômico, e que taxas de juros altas seriam indicação de austeridade econômica, quando, na verdade, o populismo econômico existe no mercado financeiro quando os juros são negativos: juros baixos são, em princípio, objetivo de qualquer economia sadia.

Examinemos, porém, com mais atenção as explicações dadas pelos economistas convencionais. A explicação clássica para a alta taxa de juros era, até o início de 2002, “porque o risco-Brasil é alto”. Ora, essa explicação, em primeiro lugar, deixa na penumbra a distinção essencial entre taxa de juros básica — que entendemos exógena, objeto da política de juros que a política de meta de inflação exige ou pressupõe — e taxa de juros de longo prazo. Ela é parcialmente válida para a taxa de longo prazo, não para a taxa básica do Banco Central, a não ser que entendamos que há arbitragem entre as duas taxas. Como, porém, os dados internacionais de países com baixa classificação de risco deixa claro (Tabela 1.3), essa arbitragem não existe, a explicação perde fundamento. Além disso, é preciso considerar que, do ponto de vista dos microfundamentos, não há lógica para essa arbitragem, já que a taxa de juros Selic, além de ser risco soberano, refere-se a empréstimo de curtíssimo prazo, *overnight*.

Quando ficou claro que essa explicação não se sustentava, argumentaram os economistas convencionais: “a taxa de juros é alta para combater a inflação”. Sem dúvida a taxa de juros é um instrumento correto para combater inflação de demanda e aplinar o ciclo econômico. Entretanto, quando não há excesso de demanda, por que manter elevadíssima a taxa de juros? Além disso, por que não fazer a taxa de juros básica real flutuar, não digo entre 0 e 3% como fazem os países ricos, mas entre 0 e 5%, como fazem os países de igual classificação de risco que o Brasil?

Quando essa explicação foi refutada, surgiu uma terceira, ainda ligada à inflação. A taxa mínima de 9% reais, que se tem verificado na economia brasileira, seria a taxa “natural” de juros — ou a taxa de equilíbrio, abaixo da qual a inflação se aceleraria no Brasil. Mas não há nenhuma evidência empírica que comprove essa tese, nem nenhum raciocínio lógico que a justifique.

A tese da taxa de equilíbrio (um nome mais razoável do que taxa natural) está relacionada com a regra de Taylor, que está na base dos modelos de meta de inflação, inclusive no modelo brasileiro adotado a partir de 1999. Essa regra afirma que a taxa de juros ( $j$ ) será igual à taxa de juros de equilíbrio ( $j^*$ ) consideradas a diferença entre o produto real ( $Y$ ) e o potencial ( $Y^*$ ) e entre a diferença entre a taxa de inflação

esperada ( $\pi$ ) e a meta de inflação ( $\pi^*$ ), mais um fator de choque exógeno ( $\delta$ ).

$$j = j^* + \varphi (Y - Y^*) + \gamma(\pi - \pi^*) + y$$

De acordo com a prática dos bancos centrais dos países ricos, estes, ao reagirem a variações da taxa de inflação ou do hiato de produto, poderiam desviar  $j$  de  $j^*$ , mas apenas moderadamente. Logo, concluem nossos economistas convencionais, também no Brasil deverá ser assim. Caso contrário, teríamos inflação. Inflação matemática, provavelmente, ou seja, que decorre de alguma equação matemática, e não da análise da demanda e da oferta. Ignoram esses economistas que um país rico como os Estados Unidos baixou sua taxa de juros real de 4 para 0% em poucos meses. No Brasil, depois que o trabalho de Bresser e Nakano (9) deixou claro que a taxa real de juros não descia abaixo de 9% reais, a explicação mais sofisticada que surgiu foi a de que essa taxa altíssima seria a taxa de equilíbrio ( $j^*$ ). Mas não há nenhuma justificativa para que  $j^*$  tenha esse nível absurdo, que impediria o Banco Central de reduzir a Selic para o nível praticado por países com igual classificação de risco que o Brasil (entre 2 e 3% reais).

Ou melhor, não havia justificativa até que Arida, Bacha e Lara-Resende apresentaram uma surpreendente explicação. A taxa de juros básica seria tão alta no Brasil porque nesse país existe *jurisdictional uncertainty*. De fato, não existe perfeita certeza judicial no Brasil. O grau de inadimplência não é particularmente grande, mas os credores têm dificuldade em fazer valer seus créditos na Justiça. Nesse ponto, porém, o Brasil não é diferente de outros países de igual ou pior classificação de risco, mas que apresentam taxas básicas muito mais baixas. Os autores, porém, não discutem esse fato, e insistem que só quando forem realizadas todas as reformas institucionais que julgam necessárias, inclusive a eliminação de todos os controles administrativos que ainda existem sobre os fluxos de capital, o Banco Central poderá praticar taxas de juros razoáveis. Repetem, assim, o argumento conservador. Apesar de todas as reformas que o país realizou, não seria a política macroeconômica, mas a insuficiência das reformas liberalizantes que explicaria agora não apenas a estagnação da economia brasileira mas, também, as altas taxas de juros básicas. Como esquecem que outros países com instituições no mínimo tão deficientes como as nossas praticam taxas de juro básicas muito menores, não se

lembram também que o Brasil, entre 1930 e 1980, foi o país que mais cresceu no mundo em termos de PIB bruto, com instituições talvez “piores” do que as atuais. Reformas são sempre necessárias, e estão sendo feitas, mas não explicam a alta taxa de juros básica.

Não bastassem todas essas explicações para a taxa de juros Selic alta, temos ainda uma explicação convencional. A taxa de juros seria alta para aumentar a baixa poupança brasileira, ou para compensá-la, atraindo-se capitais (13). Não poderíamos baixar a taxa de juros porque a taxa de poupança brasileira é baixa, de forma que necessitamos de poupança externa (ou déficit em conta corrente) para podermos ter financiamento complementar para nossos investimentos. Logo, precisamos de uma taxa de juros alta para atrair capitais. E de uma alta taxa de poupança doméstica que seria independente da própria política de câmbio e juros. Dependeria apenas do ajuste fiscal - ajuste sem dúvida necessário para que se recupere a taxa de poupança pública.

A taxa elevada de juros para estimular a poupança é um argumento linear típico do pensamento neoclássico: primeiro é preciso poupar para depois investir. Quanto ao argumento de que o país só poderá crescer com poupança externa, examino-o na próxima seção. A poupança doméstica é, de fato, muito baixa no Brasil. Mas é baixa por dois motivos: porque uma taxa de câmbio permanentemente apreciada (embora variando a taxa de apreciação) aumenta artificialmente o consumo, e porque investimentos baixos (devido à alta taxa de juros), além de significarem baixo crescimento da renda, significam baixa poupança, já que, havendo crédito e capacidade ociosa, é o investimento que determina a poupança e não o inverso. É verdade, entretanto, que o país, ainda que deva crescer com a própria poupança, precisa de recursos externos para rolar sua dívida. Daí se justificaria, dizem os economistas convencionais, a taxa Selic brasileira. Foi com esse argumento que convenceram os principais líderes políticos do governo Lula.<sup>4</sup> Esse argumento, porém, é insustentável, já que não é a taxa Selic que atrai capitais, mas a taxa de longo prazo. A taxa Selic pode atrair uma pequena quantidade de capitais altamente especulativos, dos quais a economia brasileira não tem necessidade.

---

<sup>4</sup> Em 2003, ouvi de quatro ministros do governo Lula a afirmação de que a taxa Selic era mantida alta para atrair capitais.

Na grande maioria dos textos dos economistas convencionais sobre a taxa de juros, não existe a clara distinção que estou fazendo aqui entre taxa básica e taxa de longo prazo. Supõem uma arbitragem que, já vimos, não se sustenta nem empírica nem logicamente. Mesmo, porém, para a taxa de longo prazo, a explicação com base no risco-Brasil é em parte tautológica, já que o “risco-Brasil” é um componente dessa taxa: a diferença entre a taxa de juros média paga pelo Brasil nos empréstimos externos e a taxa dos títulos do Tesouro americano. Mais correto seria dizer que a taxa de juros de longo prazo é alta no Brasil, porque as classificações de risco são negativas. E que estas são altas porque o déficit em conta corrente e o déficit público são altos, e porque as duas relações de endividamento, externo e público, são altas — ou, em outras palavras, porque há risco de quebra. Em segundo lugar, dado o fato de que a taxa de câmbio tende a ser valorizada nesse tipo de macroeconomia perversa, a taxa de juros de longo prazo ou de mercado é alta porque o risco-Brasil inclui sempre alguma avaliação do risco de depreciação cambial. Enquanto não há correlação entre as taxas de juros de curto prazo e a taxa de juros básica paga pelos países, para as taxas de longo prazo essa correlação.<sup>5</sup>

Ainda que a taxa de juros de longo prazo não se desvie tão dramaticamente das taxas de juros pagas pelos países de igual classificação de risco como se desvia a taxa básica, desvia-se para cima cerca de dois pontos percentuais, como demonstramos em trabalho anterior.<sup>6</sup> A razão para isso está provavelmente na própria taxa de juros básica mais elevada paga pelo Banco Central. Essa taxa contamina a taxa de juros de longo prazo: “se os próprios brasileiros consideram tão

---

<sup>5</sup> Inclusive porque as classificações das agências de risco, que determinariam essa taxa, são claramente influenciadas por ela.

<sup>6</sup> Discutimos essa questão em Bresser-Pereira e Nakano (9).



arriscado aplicar recursos para financiar no curto prazo o Banco Central, por que não cobraremos um prêmio adicional das empresas brasileiras que buscam empréstimo no exterior?”, raciocinam os credores. Por outro lado, a conjugação do elevado nível da taxa de juros com o endividamento público também elevado leva a economia a um duplo equilíbrio: mais especificamente, leva ao equilíbrio perverso, no qual a elevação da taxa de juros leva os credores a prever o *default* do Estado, e a cobrar taxas ainda maiores, produzindo-se uma espiral eventualmente incontrolável.<sup>7</sup> Pode-se, portanto, afirmar que a taxa de juros de longo prazo ou de mercado é função do risco representado por emprestar ao Brasil ( $Z$  – variável que dá conta do desequilíbrio tanto das contas externas quanto das contas públicas), e da política de juros básicos altos do Barro Central,  $J_{BC}$ .

$$J = f(Z, J_{BC})$$

Além, portanto, do enorme custo fiscal representado pela taxa de juros básica artificialmente mantida em um nível muito elevado pelo Banco Central, essa taxa empurra para a cima a taxa sobre a qual incide a dívida externa brasileira, dado, naturalmente, o pressuposto de que a taxa de juros de mercado interna e a taxa de juros externa cobrada do Brasil são objeto de arbitragem.

## Taxa de Câmbio Baixa

Por que a taxa de câmbio tende a ser baixa ou valorizada no Brasil? No âmbito da economia política, ou seja, dos interesses, isso ocorre em razão dos interesses de curto prazo de todos os cidadãos nacionais, inclusive os mais pobres, que se expressa em políticas econômicas populistas, mais especificamente no populismo cambial. Os ricos, que medem sua riqueza em dólares, vêem-na aumentada sempre que há valorização do câmbio. A população em geral e, particularmente, a

---

<sup>7</sup> A contaminação da taxa de juros de longo prazo pela taxa de curto prazo, assim como a tendência da taxa de juros de situar-se em um segundo equilíbrio, mais alto, foi sugerida por Nakano, apresentada em Bresser-Pereira e Nakano (9), e deu origem a uma série de trabalhos acadêmicos desenvolvidos por Arida (2), Oreiro (17), Sicsú (20) e Toledo (21).

classe média, cujo componente de consumo importado é relativamente alto, têm seus salários reais aumentados quando se valoriza o câmbio. Mesmo os mais pobres recebem aumentos reais de salários com a baixa do câmbio e perdem com a desvalorização.

Na década de 1990, especificamente, a taxa de câmbio tendeu a ser valorizada devido à adoção pelo país, e pelos demais países latino-americanos, da estratégia aconselhada por Washington e Nova York, e crescimento com poupança externa e abertura da conta capital. A teoria de que os países ricos em capital devem transferir recursos para os pobres em capital, para isso devendo abrir sua conta capital, funciona desde a década de 1990 como instrumento de desorganização das economias latino-americanas, como funcionava a lei das vantagens comparativas do comércio internacional na década de 1940. Naquela época foi preciso que Raul Prebisch e Celso Furtado fizessem a crítica dessa teoria. Hoje, para proteger não mais a indústria (que já deixou de ser infante) mas toda a economia de flutuações e de valorização artificial da taxa de câmbio — o mais estratégico dos preços macroeconômicos — é necessário fazer a crítica dessa estratégia de crescimento com poupança externa.<sup>8</sup> Enquanto os países asiáticos mantinham seu controle sobre os fluxos financeiros e a taxa de câmbio, esta, no Brasil, como aliás nos demais países latino-americanos exceto o Chile, manteve-se baixa por causa do excesso de capitais fluindo sem controle para esses países. Existe uma enorme sobra de capitais mal remunerados em todo o mundo em busca de aplicações mais rentáveis. Os países em desenvolvimento, que abrem sua conta-capital, e que adotam a estratégia de crescimento com poupança externa proposta pelos países credores — a estratégia do Segundo Consenso de Washington —, vêm suas pequenas economias serem inundadas de capitais de todos os tipos, que pressionam a taxa de câmbio para baixo. Para impedir a valorização do câmbio, os países em desenvolvimento não têm alternativa senão criar barreiras à entrada de capital, ou, se dispuserem de superávit fiscal, usarem esses recursos para comprar reservas. Os países asiáticos, que usam a taxa de câmbio de forma estratégica porque sua distribuição de renda mais equilibrada não os

---

<sup>8</sup> Ver Bresser-Pereira (4, 5, 6, 8) e Bresser-Pereira e Nakano (9).

força ao populismo econômico, têm usado uma ou outra alternativa para impedir a valorização das suas moedas.<sup>9</sup> Entre os países latino-americanos, só o Chile adotou essa política — especificamente a de controle de entrada — de forma consistente no período aqui examinado.

Por outro lado, a elevação da taxa de câmbio ou depreciação cambial, que seria necessária para corrigir o nível dessa taxa, acelera, no curto prazo, a inflação. Essa aceleração, em uma economia aberta e competitiva, é porém, temporária. Desde que não haja indexação dos preços (no Brasil, a indexação sobranete é marginal), a bolha inflacionária logo murchará. Todavia, o estigma da inflação alta continua forte, e a qualquer aceleração da inflação as pessoas temem a volta da alta inflação — temor que só não de todo insubsistente porque as indexações não foram varridas do mapa econômico brasileiro, mantendo-se ainda um componente inercial na inflação.

Dessa forma, toda vez que a taxa de câmbio desliza para um nível mais próximo do seu equilíbrio, como aconteceu, por exemplo, em 2001, o Banco Central intervém drasticamente com elevação da taxa de juros para que a taxa de câmbio volte a baixar. Em síntese, a taxa de câmbio no Brasil tende a ser baixa devido a um conjunto de interesses populistas representado pela letra  $P_P$ , e pela política convencional de controle da aceleração da inflação,  $P_L$ :

$$e = f(P_P, P_L)$$

---

<sup>9</sup> Os próprios tigres asiáticos baixaram sua guarda no início da década de 1990, o que os levou à crise de 1997. Diante da crise, porém, esses países, que tinham na época cerca de US\$ 200 bilhões, desvalorizaram suas moedas, e hoje suas reservas acumuladas somam perto de US\$ 1 trilhão. Evidentemente compraram reservas para evitar que, diante do influxo de recursos provenientes não apenas das exportações aumentadas mas também da retomada dos fluxos de capitais, a taxa de câmbio voltasse a se valorizar. A China, cuja taxa de crescimento há muitos anos é excepcional, mantém os movimentos de capitais controlado, e a taxa de câmbio relativamente desvalorizada.

## Modelo

A economia brasileira, como a maioria das economias latino-americanas, apresenta, portanto, uma equação macroeconômica perversa de altas taxas de juros e baixa taxa de câmbio. Já apresentei as conseqüências macroeconômicas dessa equação de forma muito resumida por meio da Figura 1.1. Vou agora apresentá-las pelas identidades macroeconômicas clássicas.

Nesse tipo de economia, o produto nacional,  $Y$ , é

$$Y = C + I + X - M - J_x$$

onde  $C$  é o consumo,  $I$ , o investimento,  $X$ , as exportações inclusive de serviços,  $M$ , a importação inclusive de serviços, e  $J_x$ , os juros e dividendos pagos ao exterior. Dado o elevado endividamento externo financeiro e patrimonial, os juros e dividendos são altos. Como o alto endividamento faz com que a relação dívida externa/exportação seja altíssima (muito além do limiar de endividamento, a partir do qual a taxa de crescimento do país começa a ser prejudicada), seria necessário que o superávit comercial ( $X - M$ ) fosse elevado

$$J_x \cong (X - M)$$

para que o déficit em conta corrente ( $S_x$ ) ficasse em um nível próximo de zero. A taxa de câmbio valorizada, entretanto, impede que esse superávit seja alcançado:

$$S_x \cong 0$$

Por outro lado, a taxa de câmbio valorizada pressiona os salários e o consumo para cima, reduzindo-se a poupança interna,

$$S_d = C - I$$

Os investimentos realizados pelas empresas nacionais convalidam essa baixa, já que são também reduzidos, dada as altas taxas de juros e dadas as perspectivas modestas de lucro causadas por uma demanda

agregada permanentemente mantida rebaixada. Poupança e investimentos domésticos acabam, assim, se mantendo baixos em relação ao produto.

Para financiar o déficit em conta corrente (que tende a ser próximo a  $J_x$  estão entrando recursos do exterior. Esses recursos constituem a poupança externa, que, por definição, é igual ao déficit em conta corrente:

$$S_x = (X - M)$$

Supondo que haja um aumento do déficit em conta corrente, ou seja, do influxo de poupança externa ( $\uparrow S_x$ ), esse aumento tende a ser compensado pela diminuição da poupança interna ( $\downarrow S_d$ ), provocada pela valorização cambial que aumenta a taxa de salários e do consumo.

$$\uparrow S_x = \downarrow S_d$$

Nesse caso, os recursos externos não financiarão primordialmente investimento, que tende a se manter no mesmo nível. O que em princípio ocorrerá é o aumento do consumo e a substituição perversa da poupança interna pela externa, ou, o que dá na mesma, do investimento financiado com capitais gerados internamente por investimentos financiados por capitais externos. Na prática, portanto, a poupança externa não financia investimento adicional, cujo nível é mantido aproximadamente constante, mas possibilita o aumento do consumo derivado da elevação artificial de salários que a taxa valorizada de câmbio provoca.

É importante assinalar que a valorização do câmbio tende a se perpetuar até o advento de uma crise de balanço de pagamentos, já que a estratégia de crescimento com poupança externa ou com déficit em conta corrente mantém a pressão da taxa de câmbio para baixo, ou seja, mantém a taxa de câmbio artificialmente valorizada. A crise de balanço de pagamentos, porém, não tarda. A economia brasileira já experimentou uma em 1998, outra em 2002, e, se mantiver a taxa de câmbio nos níveis reais atuais, experimentará outra dentro de algum tempo.

Nesse modelo, portanto, o investimento é função da taxa de juros e da taxa de lucro esperada, enquanto as exportações, as importações, os

salários e o consumo são função da taxa de câmbio. As duas taxas mantêm uma relação inversa entre elas. Nesse modelo, a taxa de investimento ( $I/Y$ ) e a taxa de poupança ( $S/Y$ ) são necessariamente baixas. E, conseqüentemente, a taxa de crescimento do PIB por habitante será insatisfatória. Além disso, a economia se manterá em permanente desemprego e subutilização de capacidade. Desemprego de longo prazo, porque o crescimento da renda não é suficiente para absorver o crescimento natural da força de trabalho, desemprego de curto prazo e subutilização de capacidade, porque a demanda agregada é mantida substancialmente abaixo da oferta agregada por intermédio de altas taxas de juros.

### **Armadilha dos Juros e do Câmbio**

A elevada taxa de juros e a baixa taxa de câmbio constituem, no modelo macroeconômico brasileiro, verdadeiras armadilhas. Para o país escapar (não se sabe por quanto tempo) da armadilha do câmbio baixo, foram necessárias duas crises de balanço de pagamentos. Quanto tempo demoraremos ainda para sair da armadilha da taxa de juros? Um sinal gráfico (porque poderia ser facilmente desenhado em um gráfico) dessa armadilha está no fato de que, como em qualquer país, a taxa de juros básica varia no Brasil para cima e para baixo — é mais alta quando a economia está aquecida e mais baixa quando desaquecida —, mas, diferentemente dos demais países, essa variação ocorre em um nível muito mais alto. Não apenas mais alto do que o nível de variação que existe nos países desenvolvidos, mas também do que o nível de variação da taxa básica de juros nos países de desenvolvimento intermediário.

Essa armadilha revela-se todas as vezes que o Banco Central decide baixar a taxa de juros de forma continuada. Ao baixar os juros, a taxa de câmbio tende a se elevar. O aumento da taxa de câmbio faz com que a inflação volte a subir, ainda que momentaneamente, para acomodar a mudança de preços relativos inerente a qualquer desvalorização real. Como a elevação dos preços ameaça a meta de inflação, a taxa de juros volta a ser elevada para combatê-la, ignorando que se trata de uma “bolha” inflacionária causada por aumento de custos, e não do excesso de demanda.

Mais amplamente, essa armadilha revela-se no fato de que toda vez que a taxa de juros é reduzida e a economia volta a dar sinais de crescimento, o déficit em conta corrente aumenta. Como este já é normalmente alto,<sup>10</sup> e como as autoridades estão determinadas a impedir que a taxa de câmbio suba, seja pelos efeitos inflacionários temporários, seja por mero populismo cambial, a solução está em novamente elevar a taxa de juros, e assim voltar a aumentar o desemprego. Mas, ao se elevar a taxa de juros, elevam-se o déficit público e a relação dívida pública/PIB, reduzindo o crédito do país, em vez de aumentá-lo.

Quanto à armadilha da taxa de câmbio, ela opera não apenas pela elevação da taxa de inflação mas também pela elevação da dívida pública/PIB, já que boa parte da dívida pública está indexada em dólares. Já vimos que essa armadilha foi rompida em duas etapas, pela crise de 1998 que levou à flutuação de depreciação real de 1999, e pela crise e depreciação de 2002. Nos dois casos, verificou-se que a elevação da inflação foi moderada, menor do que se esperava. E, o que é mais importante, que assim que a taxa de câmbio se estabiliza essa taxa de inflação cai. Em 2003, esse fenômeno foi mais uma vez claro. Embora o governo atribuísse a queda da taxa de inflação à elevação que promoveu na já altíssima Selic, foi a parada (e queda) da taxa de câmbio o principal fator da queda da inflação.

O fato de que o financiamento do déficit em conta corrente se realiza em parte por meio de capitais especulativos, atraídos por taxas de juros altas, torna essa armadilha ainda mais forte. Conforme observa Luís Nassif (16), “o ‘mercado’ não analisa países sob a ótica de que os fundamentos estão bons ou maus, mas se o país está ‘barato’ ou ‘caro’. Seja qual for a situação do país, se ele depender do capital especulativo, chega o momento em que bate no limite de alta. Quando bate, não há milagre que faça o capital permanecer no país”.

---

<sup>10</sup> Desde 1994 o déficit em conta corrente só se aproximou de zero no final de 2002, mas esse fato decorreu da depreciação cambial ocorrida nesse ano e do agravamento da recessão, sendo importante lembrar que a depreciação não decorreu de política, mas de crise de confiança. No primeiro semestre de 2003, porém, a taxa de câmbio voltou a valorizar-se, e o déficit em conta corrente deverá reaparecer.

Dessa forma, a economia tende a viver em um permanente processo cíclico de curto prazo. No início de 2003, por exemplo, quando o novo governo decidiu dar plena continuidade à política macroeconômica anterior, tal fato foi recebido com grandes elogios pelas autoridades em Washington e pelo mercado financeiro. Em consequência, voltou o crédito, baixou o risco-Brasil, a taxa de câmbio voltou a apreciar-se. Ao acontecer isso, porém, os ativos do país voltaram a se tornar “caros”. Ao mesmo tempo, aquele mercado começou a perceber que não havia crescimento econômico, que as situações social e política deterioraram-se, e que o superávit comercial ameaçava novamente cair. Em outras palavras, começava a perceber que a política econômica que tanto elogiara não estava dando resultados. O que faz então? Uma alternativa seria revisar as teorias macroeconômicas em que essa política se baseia, mas essa alternativa está fora de cogitações. Mais simples e pragmático é reduzir o crédito do país, aumentar o risco-Brasil e a taxa de juros do mercado já contaminada para cima pela alta taxa básica de juros.

### **Poupança Pública e Política Fiscal**

Para completar o quadro, porém, é necessário incluir no modelo o Estado e seu desempenho fiscal, particularmente o comportamento da poupança pública.<sup>11</sup> Esta é negativa desde o início da década de 1980, em função da crise da dívida externa que se transformou então em crise fiscal do Estado. Este deixou de desempenhar o papel fundamental de promover a poupança forçada e financiar a acumulação de capital. Com a transição para a democracia, em 1985, o Estado, em vez de enfrentar o problema fiscal, agravou-o entre 1985-1989, aumentando substancialmente o gasto público, seja em razão de simples aumentos de salários, seja, principalmente, por meio de privilégios obtidos na Constituição de 1988, que tornou os funcionários públicos indiscrimi-

---

<sup>11</sup> Sobre a importância desse item freqüentemente negligenciado, mas fundamental para as finanças públicas e para o desempenho macroeconômico do país, ver Krieckhaus (14).



nadamente estáveis e os beneficiou com aposentadorias generosas independentemente de contribuição.

Desde a década de 1990 tenta-se controlar o déficit público e enfrentar esse problema com a reforma administrativa e a reforma previdenciária. O governo Collor logrou superávits fiscais, mas a partir do governo Itamar, que voltou a elevar salários reduzidos pelo governo anterior, o déficit fiscal voltou a se instalar no país. Por outro lado, no plano das reformas, a reforma da gestão pública de 1995<sup>12</sup> foi bem sucedida em tornar mais autônomos e responsáveis os administradores públicos competentes, e em distinguir as atividades típicas de Estado das sociais e científicas (que devem ser financiadas, mas não executadas pelo Estado), mas não logrou grande redução das despesas públicas, na medida em que a legislação complementar à reforma constitucional não foi até hoje aprovada.<sup>13</sup> O atual governo continua a implementá-la gradualmente. Já a reforma da previdência, que não logrou a mesma consistência no governo Fernando Henrique Cardoso, ainda não surtiu maiores efeitos, e tornou-se agora, no governo Lula, novamente prioridade de governo a medida que é essencial para o equilíbrio das contas públicas.

Em síntese, exceto por um breve período entre 1990 e 1992, o que se fez desde que se desencadeou a crise do Estado, na década de 1980, foi aumentar a despesa pública, em vez de reduzi-la, e aumentar correspondentemente a carga tributária, que cresceu de cerca de 22 para 35% do PIB.

Esse mal resultado fiscal deveu-se não apenas as resistências da burocracia estatal, cuja herança patrimonialista não pode ser desprezada, mas também ao neoliberalismo dos reformadores que não compreenderam que a reforma do Estado não se faz para reduzi-lo e enfraquecê-lo, mas para reconstruí-lo e fortalecê-lo, e assim não lograram legitimidade política para seus projetos de reforma.

---

<sup>12</sup> Pela qual fui o responsável mais direto.

<sup>13</sup> Refiro-me, especificamente, à definição Estado, essencial para que possa haver demissões por excesso de despesa e por insuficiência de desempenho, e ao teto salarial.

Nesse campo, o uso adequado dos conceitos fiscais — poupança pública, déficit público e superávit primário — é importante. O objetivo da política fiscal não pode ser apenas o de aumentar o superávit primário, ou seja, o déficit público deduzidos os juros, como pretende a ortodoxia convencional. É preciso também eliminar o déficit público, e alcançar poupança pública positiva com a qual se possam financiar os necessários investimentos públicos. Uma política neoliberal de corte indiscriminado de gastos, geralmente começando pelos investimentos públicos, enfraquece o Estado, e torna-se injustificável no plano político, dificultando a obtenção do equilíbrio fiscal e da estabilidade macroeconômica, em vez de ajudá-los.

É importante, dado o esquecimento em que se mantém o conceito de poupança pública, lembrar de algumas igualdades. A poupança pública ( $S_G$ ) é igual à receita corrente ( $T$ ) menos a despesa corrente ( $C_G$ ), na qual estão incluídos os juros da dívida.<sup>14</sup>

$$S_G = T - C_G$$

A poupança pública distingue-se, assim, do déficit público ( $D_G$ ), que é igual à receita corrente do governo menos todos os seus gastos, inclusive os de investimento ( $I_G$ ):

$$(-) D_G = T - C_G - I_G$$

Nesses termos, os investimentos do Estado são financiados por poupança pública ou por déficit público:

$$I_G = S_G + D_G$$

Finalmente, temos o conceito de superávit primário ( $U_G$ ), que tem sido privilegiado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) já há

---

<sup>14</sup> Poderíamos considerar que na despesa e na receita correntes não estão incluídas as empresas estatais. Nesse caso, a forma mais simples de levar em conta a poupança (ou a despoupança) dessas empresas é adicionar à fórmula definidora da poupança pública os lucros (poupança das empresas estatais) ou subtrair os prejuízos (despoupança dessas empresas).

vários anos. É igual à receita do governo menos a despesa de investimento e a despesa de consumo, excetuados os juros:

$$U_G = T - I_G - C_G - J_G$$

A poupança pública é um conceito muito simples e de extraordinária importância, faz parte dos sistemas de contas nacionais, mas poucos economistas que utilizam.<sup>15</sup> Dado o caráter neoliberal da ideologia dominante no FMI, a poupança pública não é utilizada operacionalmente por esse organismo internacional, que não se interessa em destacar a importância do investimento público. Assim, esse agregado sequer aparece no relatório anual *Financial Statistics*. Até a década de 1970, o Fundo e a ortodoxia convencional cobravam dos países devedores, corretamente, a redução do déficit em conta corrente; a partir de meados da década de 1980, concentraram sua atenção no déficit público, esquecendo o déficit em conta corrente, e mais recentemente também deixaram esse agregado de lado, e passaram a preocupar-se apenas com o superávit primário. Este é útil para os credores, porque indica se sobra algum recurso para o país pagar juros.

O déficit público, porém, continua importante para a estabilidade macroeconômica porque indica o valor do aumento do endividamento público de um país. Seria também uma possível indicação de excesso de demanda. Para o economista convencional sempre é, porque ele pressupõe que o sistema privado esteja equilibrado em termos de oferta e demanda, e atribui ao déficit público o papel de produzir excesso de demanda. Nesse modelo macroeconômico do Brasil, porém, o déficit público não desempenha esse papel. O setor privado tem uma demanda inferior à oferta agregada, porque o investimento privado encontra-se fortemente rebaixado, e a existência de um déficit público não chega a completar essa lacuna deixada pelo investimento privado.

---

<sup>15</sup> Não tenho conhecimento de nenhum estudo sobre a poupança pública nos países latino-americanos. Em relação ao Brasil, as informações existem, mas excluem as empresas estatais. O Ipea tem dados de poupança bruta de empresas públicas. Quem usou de forma pioneira o conceito de poupança pública em seus estudos do Estado brasileiro foi Rogério Werneck (22).

Finalmente, a poupança pública é fundamental para o desenvolvimento econômico, porque indica a capacidade do Estado de financiar seus próprios investimentos. Ou, mais amplamente, se o Estado está financiando com sua poupança todo o seu investimento, parte dele, zero, ou se financia, além disso, o consumo corrente do próprio Estado.

A poupança pública é necessária para financiar investimentos públicos, especificamente os investimentos em infra-estrutura que o setor privado não tem interesse em realizar (estradas de tráfego reduzido, ruas, águas, esgotos, comunicações, transportes, energia), os investimentos sociais (escolas, hospitais, equipamentos culturais), e os investimentos de segurança (delegacias, penitenciária, equipamentos militares e policiais). Se a poupança pública aproxima-se de zero, o Estado só terá como alternativa, caso queira manter esses investimentos, financiá-los por meio do déficit público. Entretanto, estando a poupança pública próxima de zero, para se reduzir o déficit público ou se maximizar o superávit primário, a única solução será eliminar também o investimento público. Nas duas hipóteses, a poupança pública está próxima de zero, mas na primeira, em que o déficit público se mantém elevado, o Estado continua a investir, mas estará agravando seu endividamento e perdendo crédito. Já na segunda, em que o déficit público é eliminado, seus investimentos serão também zerados. Em uma terceira situação, na qual a poupança pública seja negativa, mesmo que os investimentos públicos tenham sido zerados, haveria déficit público, que financiaria uma parte dos gastos correntes. Em qualquer das três hipóteses, o Estado será imobilizado, tornando-se incapaz de definir e implementar a política econômica. Ora, é essa, mais do que qualquer outra, a característica definidora da crise fiscal.

Dar importância à poupança pública na política fiscal tem um significado muito claro. Um país em verdade independente, que toma suas decisões em razão de seus interesses, e não do que lhe sugerem os organismos internacionais, não estabelecerá como objetivo de política econômica alcançar apenas um superávit primário (ou, preferivelmente, de déficit público), mas acrescentará um segundo objetivo de poupança pública. Dessa forma, o superávit primário (ou o déficit público) planejado não poderá simplesmente ser alcançado reduzindo-se

investimentos públicos, como tem acontecido no Brasil, não apenas desde 1994, mas desde que a crise fiscal se desencadeou em 1980.

Tabela 1.6  
Déficit Operacional e Carga Tributária

Ano	Déficit Operacional (% do PIB) <sup>a</sup>	Carga tributária (% do PIB)
1993	0,80	25,30
1994	-1,57	27,90
1995	5,00	28,44
1996	3,40	28,63
1997	4,31	28,58
1998	7,40	29,33
1999	3,41	31,07
2000	1,17	31,61
2001	1,40	33,36
2002	-0,01	35,52
2003	0,92	35,68

<sup>a</sup> Com desvalorização cambial.

Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea); Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

A política fiscal no Brasil, desde 1994, tem sido antes frouxa do que rigorosa. Os déficits públicos operacionais entre 1995 e 1998 são demonstrações do fato. Quando eles baixaram, a partir de 1999, isso ocorreu antes por um aumento da carga tributária, que alcançou o nível elevadíssimo de 35% do PIB em 2002, e não por uma diminuição da despesa. Nos primeiros meses de 2003, o novo governo, que estava com uma meta de superávit primário de 3,75%, decidiu corretamente elevá-lo para 4,25%.

Uma política fiscal rigorosa é essencial no quadro macroeconômico atual dado o elevado nível de endividamento público. Economistas que se pretendem keynesianos em geral criticam indiscriminadamente esse tipo de política em situações de alto desemprego como a da economia brasileira, porque entendem que déficits públicos estimulariam à demanda agregada. Isso é um engano. Keynes afirmou que esse resultado aconteceria partindo de dois

pressupostos: de que a situação financeira do Estado era de equilíbrio com baixo endividamento, e de que, assim que a economia reaquescesse e as receitas públicas aumentassem, o déficit seria eliminado e a dívida, reduzida. Quando esses pressupostos não são verdadeiros, como é o caso do modelo que estou apresentando, a elevação da despesa pública não estimula o investimento, à medida que agentes econômicos racionais percebem que esse aumento não é sustentável no tempo, e que levará o Estado à crise econômica, se não ao *default*.

É preciso, porém, distinguir o déficit público da despoupança pública. O que é efetivamente grave é a despoupança pública — o fato de a receita corrente ser menor do que a receita. Se não há despoupança pública, mas a poupança pública financia parte dos investimentos, não tem maior importância que outra parte seja financiada por déficit público. Pelo contrário, em certos momentos isso será aconselhável, à medida que os investimentos, além de aumentarem a renda, aumentam a própria poupança.

## **Taxa e Meta de Inflação**

No Plano Real, que controlou a alta inflação de 1980 a 1994, cometeu-se o erro de manter algumas indexações, principalmente financeiras. A partir de 1995, o governo aprofundou o erro ao aceitar a indexação dos preços dos serviços públicos que privatizava. Como podemos ver na Tabela 1.7, a taxa de inflação tendeu a estabilizar-se em um patamar inercial muito baixo nos quatro primeiros anos. Com a flutuação cambial de 1999, a inflação acelerou, embora muito menos do que se temia, e acabou se inercializando em torno de 6%. Com a depreciação de 2002, tudo indica que o patamar da inflação brasileira passou para um nível um pouco abaixo de 10%.<sup>16</sup> No primeiro momento, a indexação dos salários parecia irrelevante, no segundo, aumentou de importância, e no presente momento está claro que a obtenção, pelos trabalhadores, de ajustes salariais muito próximos ao aumento do Índice de Preços ao Consumidor (IPC) é o fator decisivo a indexar a

---

<sup>16</sup> Esses números são, naturalmente, meras aproximações. Os cálculos formais da *core inflation* não substituem essas estimativas.

inflação presente à passada.<sup>17</sup> O Brasil está, portanto, no segundo estágio de um processo de reinercialização da inflação — o da indexação informal dos salários. Do primeiro estágio — a indexação formal de alguns contratos — nunca saiu.

Tabela 1.7  
Inflação desde 1993

Ano	IPCA (%) <sup>a</sup>
1993	2.477,15
1994	916,43
1995	22,41
1996	9,56
1997	5,22
1998	1,65
1999	8,94
2000	5,97
2001	7,67
2002	12,35

<sup>a</sup> Índice de Preços ao Consumidor Ampliado, utilizado como parâmetro para o sistema de metas inflacionárias.

Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Uma inflação de dois dígitos é, porém, uma fonte legítima de preocupação. O que tem feito o Banco Central? Embora reconheça que há um componente inercial na inflação brasileira, e o inclua formalmente no seu modelo de meta de inflação, o Banco Central continua a usar a taxa de juros básica para controlá-la. Diante da aceleração ocorrida na inflação com a desvalorização cambial de 2002,

---

<sup>17</sup> A média aritmética dos 27 reajustes salariais ocorridos entre fevereiro e maio, de acordo com levantamento do próprio Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Sócio-Econômicos (Dieese), foi de 16,99%. A indexação é impressionante. Na média, o INPC aumentou 18,51% nesses quatro meses. A indexação foi, portanto, de 92%! *Folha de S.Paulo* (2/6/2003). Por outro lado, os salários médios estão caindo por duas razões: primeiro, quando a inflação se acelera, a indexação plena não repõe salário médio, e no período a inflação acelerou; segundo, os trabalhadores demitidos devido à recessão imposta pela política econômica e reempregados devem estar obtendo salários menores.

o governo Lula, no início de 2003, aumentou ainda mais a taxa de juros nominal básica, chegando a 26,5%, que, dado o fato de a inflação estar em queda, chegou a representar uma taxa real de juros em torno de 16%. Para justificar o aumento, o presidente do Banco Central, sancionando as notas explicativas oficiais publicadas no *website* do banco, informou que essa política se devia principalmente ao componente inercial da inflação. Ainda que esse componente inercial exista, o principal fator do aumento da inflação foi o câmbio. E, em nenhuma das duas hipóteses, justifica-se a elevação da taxa de juros.

Sabemos que tanto a inflação inercial como a cambial ou de custos são autônomas em relação à demanda. Foi o que aprendemos com o desenvolvimento, na década de 1980, da teoria da inércia inflacionária. Durante os quinze anos de alta inflação, entre 1980 e 1994, todas as tentativas de controlá-la pela elevação da taxa de juros e recessão fracassaram. O fracasso mais estrondoso, porque estava apoiado em um forte ajustamento fiscal que zerara o déficit público, foi o de 1992, que contou com o apoio formal do FMI. No final de 1991, a inflação estava em torno de 20% ao mês. O governo assinou uma carta de intenções com o FMI na qual se comprometia a manter o ajuste fiscal alcançado pela equipe econômica anterior e a desenvolver uma rígida política monetária, para isso elevando radicalmente a taxa de juros básica. A perspectiva era de que a inflação cairia obedientemente um pouco menos de dois pontos percentuais por mês, de forma que estaria em 2% ao mês em dezembro de 1992. Tudo foi feito como planejado, mas a inflação, mostrando seu caráter inercial, continuava em 20% ao mês no final de 1992.<sup>18</sup>

A política de combate à inflação com elevada taxa de juros básica é ineficiente e irracional nos quadros de recessão. A elasticidade-inflação da taxa de juros é muito baixa quando a inflação é inercial, de forma que o custo em termos de desemprego e falta de crescimento não

---

<sup>18</sup> Fatos ocorridos no governo Collor de Mello, tendo como ministro da Fazenda Marcílio Marques Moreira, como presidente do Banco Central, Francisco Gross, e como um dos diretores, Armínio Fraga, que depois presidiria o Banco entre 1999 e 2002.



se compensa pela mínima redução da inflação que esse tipo de política proporciona. A queda da inflação que ocorreu a partir de meados de 2003 deveu-se menos à recessão e mais ao fato de que a bolha inflacionária causada pela desvalorização de 2002 começou a ceder.

Se a alternativa não é aumentar a taxa de juros básica, mas baixá-la firmemente para o nível dos países com igual classificação de risco do Brasil, como enfrentar o problema da inflação existente? A solução mais óbvia é iniciar um processo decidido de desindexação de contratos de todos os tipos, formais e informais, inclusive dos salários.<sup>19</sup> E, enquanto isso, conviver com a inflação atual.

Uma questão central na política macroeconômica de meta de inflação é saber qual a taxa de juros de equilíbrio (também chamada de taxa ótima ou de taxa natural de juros). Essa taxa define-se como aquela na qual o produto potencial é igual ao real, e, portanto, é a taxa de juros em que a taxa de desemprego real se iguala à taxa natural de desemprego, e que a taxa de inflação se iguala à meta. A determinação dessa taxa de equilíbrio é essencial porque os bancos centrais adotam hoje, formal ou informalmente, a política de metas de inflação em substituição à política de meta monetária, e não praticam mais política monetária, mas política de juros. Eles não determinam a taxa de juros de curto prazo por meio da manipulação da oferta de moeda, como ainda ensinam os livros-texto de macroeconomia, mas definem diretamente a própria taxa de juros.<sup>20</sup> Essa taxa, entretanto, não é totalmente exógena porque, como vimos, os bancos centrais, inclusive o Banco Central do Brasil desde 1999, adotam uma função de reação que assume o formato da “regra de Taylor”, na qual a taxa de juros de equilíbrio tem um papel chave. Conforme vimos, nos termos da regra de Taylor, o Banco Central deve reagir aos choques e minimizar as perdas (ou seja as diferenças entre  $Y - Y^*$  e entre  $p - p^*$ ), mas deve fazê-lo tendo em conta que não pode se desviar fortemente de  $j^*$ , ou seja, da taxa de equilíbrio. Já vimos, porém, que não faz sentido supor uma taxa de equilíbrio de 9% reais. Se assim fosse, a taxa de inflação

---

<sup>19</sup> A indexação dos salários no Brasil continua quase formal na medida em que os tribunais do trabalho a garantem.

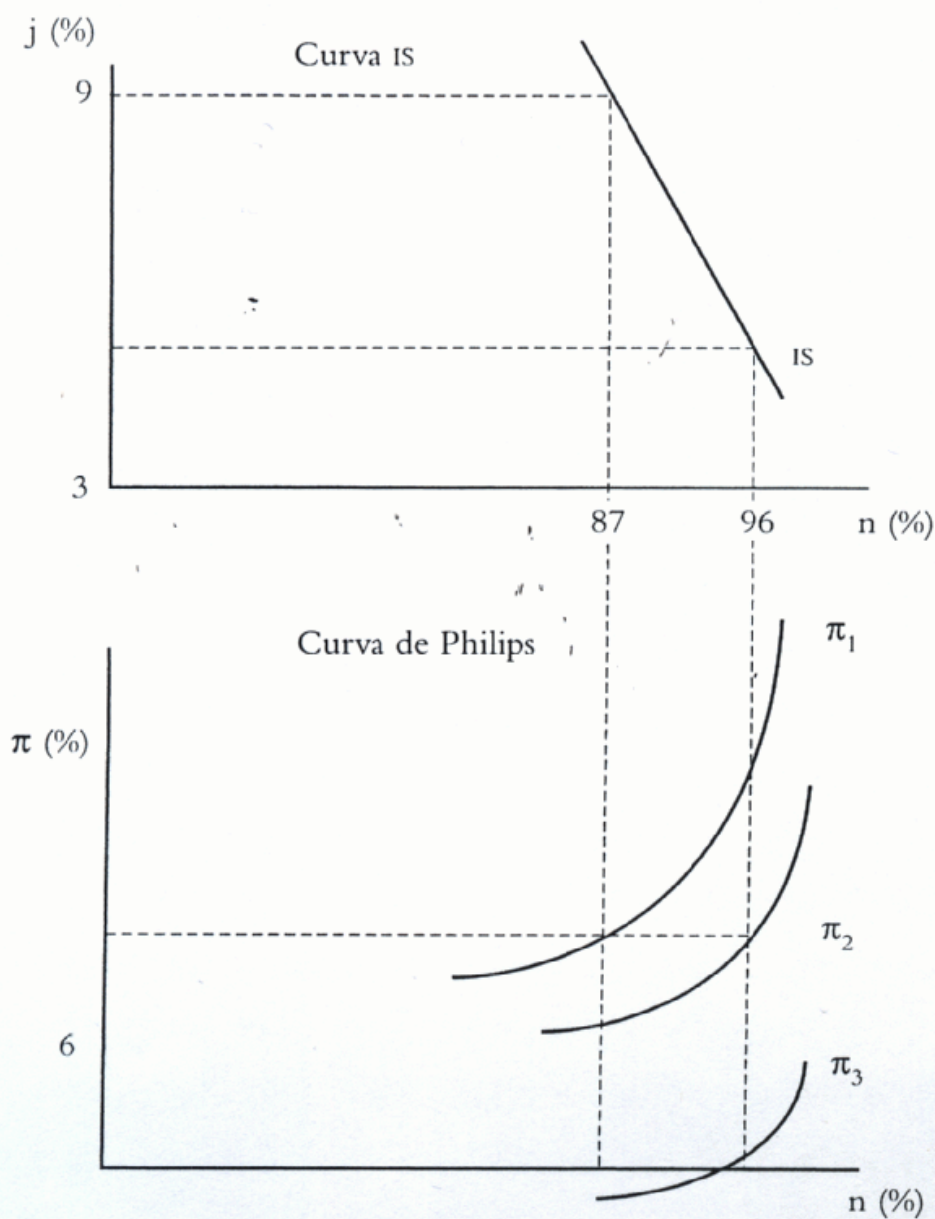
<sup>20</sup> Ver o novo modelo macroeconômico que substitui (3), ou completa (15), o modelo IS-LM.

começaria a subir assim que a taxa de juros ficasse abaixo desse ponto. Não existem dados históricos no Brasil que permitam tal inferência, nem argumentos lógicos que sustentem comportamento tão estranho. As taxas de equilíbrio nos programas de meta de inflação estão em torno de 2%. De 2 para 9% há uma imensa e inexplicável distância — uma distância que não encontra explicação nos argumentos econômicos mas nos de economia política.

Podemos entender melhor o problema do modelo do Banco Central, que o faz supor que a taxa de juros de equilíbrio esteja em torno de 9% por intermédio da Figura 1.2. Nesse gráfico, a taxa de juros de equilíbrio depende da posição da curva de Philips. A taxa de juros de equilíbrio que o Banco Central pressupõe ao não baixar a taxa de juros real abaixo de 9% é provavelmente a curva  $\pi_1$ , na qual essa taxa corresponde a uma inflação de 6% — aproximadamente a taxa de juros vigente em 2004, depois que o efeito do choque de câmbio foi absorvido e anulado. Uma taxa de equilíbrio nesse nível de juros, entretanto, não faz sentido. Por que nos outros países (inclusive nos de igual ou pior classificação de risco) a taxa de juros abaixo da qual a inflação começa a subir é em torno de 2% e no Brasil 9%? Não há nada que explique tal taxa. E não se diga que ela foi obtida com verificação econométrica, já que os dados históricos sobre taxa de juros e inflação depois do controle da alta inflação inercial têm pouca duração e estão prejudicados por dois choques de câmbio (1999 e 2002). Os economistas estruturalistas keynesianos sempre reivindicaram uma certa especificidade para a economia brasileira. Este trabalho, ao discutir uma macroeconomia do Brasil pós-1994, parte desse pressuposto. Mas, neste caso, quem reivindica uma especificidade absurda para a taxa de juros de equilíbrio da economia brasileira são os defensores da ortodoxia convencional.

A curva de Philips relevante para a economia brasileira em 2004 é provavelmente  $\pi_2$ . De acordo com essa curva, uma taxa de juros real de 3% é compatível, em um primeiro momento, com uma taxa de inflação real e uma meta de inflação em, digamos, 6%. Mais tarde, porém, para que se possa baixar a taxa de inflação para, no limite teórico, zero a curva de Philips consistente com uma política de metas de inflação terá que se deslocar para  $\pi_3$ . Uma política de meta de inflação consistente

FIGURA 1.2



e cuidadosa poderá lograr gradualmente esse deslocamento.

No momento, porém com uma taxa de juros real tão alta, a economia do país encontra-se diante de uma armadilha. Quando baixa a taxa de juros, sobe a taxa de câmbio, produzindo inflação de custos, não de demanda. Um choque de custos não deveria levar o Banco

Central a reagir. De acordo com a boa política de meta de inflação, as autoridades monetárias não devem reagir a choques temporários. Não é isso porém, o que ocorre no Brasil. Além disso, o Banco Central considera apenas o hiato entre a inflação prevista e a meta, como é a prática do Banco Central Europeu, em vez de adotar a política mais competente do Federal Reserve Bank dos Estados Unidos de estabelecer um compromisso entre os dois hiatos.

Uma política de elevação da taxa de juros para combater a inflação só se justifica se a economia está próxima do pleno emprego, e se raciocinamos no curto prazo. Sob essas duas condições a análise baseada na curva de Philips tem sentido pragmático. Entretanto, quando consideramos períodos mais longos, vemos que a inflação é muito mais consequência do que causa de crise econômica (é um mecanismo de defesa contra ela, conforme ensinou Ignácio Rangel); a retomada do crescimento tende a reduzir os níveis de inflação, não a aumentá-los.<sup>21</sup> Esse fenômeno já foi verificado mais de uma vez na economia brasileira, mas a “curva de Rangel”, ou seja, a correlação negativa entre taxa de inflação e crescimento, proposta por Rangel, não é exclusividade da economia brasileira. Uma das suas manifestações mais notáveis ocorreu nos Estados Unidos, na década de 1990 — um período de verdadeiro pleno emprego enquanto a taxa de inflação se mantinha em níveis incrivelmente baixos.<sup>22</sup> No Brasil, devemos também ter sempre essa possibilidade em conta.

## **Política Econômica**

O quadro macroeconômico que estou apresentando é constituído de variáveis de mercado e de variáveis de política econômica que se entrelaçam, constituindo, afinal, um todo. É possível todavia, distinguir

---

<sup>21</sup> A explicação clássica para esse tipo de comportamento está em Rangel (18, 19). No texto de 1985 (19) encontra-se a “curva de Rangel”, mostrando uma relação inversa entre crescimento e inflação.

<sup>22</sup> Digo “Verdadeiro pleno emprego” porque se tratava de uma taxa de desemprego em torno de 4%, que deve corresponder ao desemprego friccional — e, portanto, ao pleno emprego —, e não de taxas substancialmente mais elevadas sempre compatíveis com a teoria da “taxa natural de desemprego”.

alguns dos traços centrais da política econômica ortodoxa e convencional que o Brasil vem adotando desde 1995. O Ministério da Fazenda e o Banco Central, de acordo com o FMI, perseguem duas políticas apenas — a de meta de superávit primário e a de meta de inflação — e usam a taxa de juros para alcançar a primeira, mesmo quando a inflação não é de demanda, mas inercial ou então decorrente momentaneamente da elevação da taxa de câmbio. Essa política, além de ineficaz para combater tanto a inflação quanto a aceleração da inflação pelo aumento de custos, prejudica a meta fiscal, já que o déficit público aumenta a medida que a taxa de juros, incidindo sobre a alta dívida pública, neutraliza os esforços de contenção fiscal.

A taxa de juros Selic, embora formalmente definida todo mês pelo Banco Central, é vista pelas autoridades econômicas como se fosse uma variável endógena, como um preço de mercado sobre o qual não teriam efetivo poder. Ao definir essa taxa, o que as autoridades monetárias estariam fazendo seria simplesmente sancionar o que o “mercado” estaria autorizando. Esse “mercado” é um curioso mercado “personalizado”, subjetivado, que “acha”, que “é contra”, que “gosta” ou que “reprova”. Não é o verdadeiro mercado — um espaço institucional competitivo em que se trocam informações e se compram e vendem títulos de acordo com determinadas regras. Esse mercado é conhecido no próprio meio como o *sell side* do mercado, dominado pelas organizações que vendem títulos. É invenção sancionada pela mídia de economistas e operadores, que usam uma teoria econômica convencional e ortodoxa e se aproveitam da rapidez das comunicações permitida pela tecnologia da informação para veicular suas informações, opiniões e interesses. Ainda que esse mercado “personalizado” se sobreponha e, em parte, se confunda com o mercado verdadeiro, do qual pretende ser o árbitro, este último, o *buy side*, constituído pelos que realmente compram e vendem no mercado, ainda que também nem sempre seja orientado por princípios de racionalidade (o efeito-manada ocorre nele), é o que realmente vale.

Conduzir política econômica no Brasil significa enfrentar, com decisões e com argumentos, não o mercado verdadeiro (este não se enfrenta, mas se faz política considerando suas prováveis reações), mas o mercado personalizado que emite juízos e representa interesses. Esses

interesses são concretos. As altas taxas de juros e o elevado endividamento público permitem que ocorra uma transferência de juros do Estado para os rentistas e os agentes do mercado recebendo comissões equivalentes a cerca de 10% do PIB. Muitos acreditam que os mercados financeiros são imbatíveis, mas isso não é verdade. O próprio mercado personalizado é uma instituição pragmática: quando vê que as políticas às quais se opôs começam a funcionar, seus líderes de opinião mudam rapidamente de posição. Com frequência, esse mercado está equivocado, mas não é dogmático, na medida em que seus agentes não estão interessados pelas idéias ou pelo valor delas próprias (isto é típico de religiosos e de intelectuais), mas pelos interesses que elas justificam.

Enquanto a política monetária e fiscal permaneceu basicamente constante desde 1995, a política cambial mudou em 1999. De uma política de câmbio fixo com *crawling peg*, associada a alta apreciação, mudou para uma política de câmbio flutuante, associada ainda a uma taxa de câmbio valorizada, mas em menor grau. A valorização decorre agora de taxas de juros muito elevadas, que atraem capitais de curto prazo, pressionando a taxa de câmbio para baixo.

Em 2001, quando houve uma primeira redução de fluxo de capitais, e uma tendência à depreciação do câmbio, o Banco Central voltou a elevar a taxa de juros para combater a inflação decorrente do câmbio, e, a custo do equilíbrio externo, conseguiu provisoriamente manter o câmbio baixo. Em 2002, porém, quando o risco crescente de *default* associou-se a incerteza em relação ao novo governo cuja mensagem fora anteriormente populista, desencadeou-se a crise do balanço de pagamentos. O câmbio depreciou-se chegando, em um processo de claro *overshooting*, até a R\$ 3,80 por dólar. A inflação novamente se acelerou. As tentativas do governo, dessa vez, fracassaram, e foi só depois do socorro do FMI associado à adoção pelo governo Lula de uma política ortodoxa convencional, com taxas de juros reais básicas que chegaram em certo momento a 16 %, que o crédito voltou. Com isso, o país aprofunda-se na recessão; a taxa de desemprego chega a 13% da força de trabalho; o crédito internacional se restabelece, ocorrendo o restabelecimento dos fluxos financeiros externos em busca de remuneração elevada; o risco-país, que crescera

violentamente, volta a cair para menos de oitocentos pontos; a taxa de câmbio, que chegara a R\$ 3,80 no final de 2002, volta a valorizar-se, chegando em julho de 2003 a cerca de R\$ 2,80 por dólar, e um ano depois girando em torno de R\$ 3,10 por dólar, a subida devendo-se a uma pequena crise desencadeada no início do ano em função da perspectiva de elevação da taxa de juros americana, e da perspectiva pouco satisfatórias de crescimento do PIB (3% em 2004). A inflação medida em termos dos índices de preço do consumidor, que chegara a atingir 18%, voltou a cair, encontrando-se, hoje, em torno de 9%, devido menos à política de juros e mais ao esgotamento da bolha inflacionária cansada pela depreciação do câmbio anterior.

## **Resumo e Conclusão**

O quadro macroeconômico descrito de forma sumária tem naturalmente algumas características de livro-texto de macroeconomia, mas tem outras que definitivamente não estão nele previstas, ou só estão nos textos avançados, como casos particulares. Entre essas características, as mais importantes são:

- I) o elevado nível da taxa de juros básica, muito superior à de países com igual ou pior classificação de risco, porque:
  - a) há grandes interesses envolvidos em taxas elevadas;
  - b) supõe-se que taxas elevadas de juros são uma demonstração de rejeição ao populismo econômico;
  - c) o Banco Central tem sempre uma razão para usar seu único instrumento de política econômica, elevando a taxa de juros básica, seja para combater a inflação, para atrair capitais, ou para evitar déficit ainda maior de conta corrente;
- II) o elevado nível da dívida pública, e a conseqüente importância dessa taxa de juros na determinação do déficit público, que é conseqüência:
  - a) do populismo econômico;
  - b) da própria alta taxa de juros básica incidindo sobre uma dívida elevada;

- III) a influência contaminadora dessa taxa básica na taxa de juros de mercado;
- IV) a abertura da conta de capitais, e a estratégia de crescimento com poupança externa (que constituem o Segundo Consenso de Washington);
- V) a tendência à taxa de câmbio de ser baixa:
  - a) porque a taxa de juros é alta;
  - b) porque a elevação da taxa de juros provoca aceleração, ainda que temporária, da inflação;
  - c) porque a adoção da estratégia de crescimento com poupança externa significa déficit em conta corrente, o qual impele a taxa de câmbio para abaixo de seu nível normal de equilíbrio;
  - d) porque a renda altamente concentrada favorece o populismo cambial;
- VI) a tendência à poupança de ser pequena:
  - a) porque a baixa taxa de câmbio eleva artificialmente os salários, principalmente da classe média (além da riqueza dos ricos), e assim aumenta o consumo;
  - b) porque o investimento tende a ser baixo;
- VII) a tendência ao baixo investimento ocorre:
  - a) porque a poupança é pequena, poupança baixa determinando baixo investimento, e vice-versa;
  - b) porque a taxa de juros é mais alta do que as perspectivas razoáveis de lucro, apesar da concentração de renda ser alta;
- VIII) a taxa de lucro esperada tende a ser baixa porque o governo, para evitar a inflação, mantém a demanda agregada quase permanentemente desaquecida, ou seja, caracterizada pelo desemprego elevado ou pelo PIB real substancialmente abaixo do potencial;
- IX) a tendência ao déficit público elevado:
  - a) devido ao populismo fiscal;
  - b) porque a taxa de juros básica é artificialmente alta;



- X) poupança pública negativa apesar de os investimentos públicos estarem muito rebaixados;
- XI) alta inflação que vitimou a economia desde 1980, superada em 1994, mas a sociedade permanecendo estigmatizada por essa inflação;
- XII) o caráter em grande parte inercial da inflação remanescente (ou então conseqüência temporária da instabilidade da taxa de câmbio), e a conseqüente baixa elasticidade-taxa de juros dessa inflação.

Essas características definem para o Brasil uma crise crônica de grandes proporções, que mantém o país semi-estagnado, em termos de renda por habitante, desde 1980. Uma crise que continua a caracterizar a economia brasileira como enfrentando “tempos anormais”, não obstante o problema da alta inflação ter sido resolvido em 1994. Configuram-se tempos anormais quando os níveis de desequilíbrio dos principais indicadores macroeconômicos (déficit em conta corrente e dívida externa, déficit público e dívida pública, inflação, desemprego) são tão altos que o comportamento macroeconômico passa a apresentar anomalias como inversão de causação e múltiplos equilíbrios.

A crise macroeconômica atual tem essa característica principalmente porque, no plano macroeconômico, está definida pela armadilha da taxa de juros básica. A Selic flutua, em termos reais, entre 9 e 15% reais. Além dessa flutuação acontecer em um nível muito mais alto do que de países com igual classificação de risco, ela não se comporta da mesma forma que acontece nos países com economias normais. O nível mais baixo, de cerca de 9%, não se consegue quando a economia está desaquecida e o Banco Central quer ativá-la, mas quando as autoridades acreditam que a taxa de inflação está sob controle, situação que geralmente coincide com os raros momentos em que a economia está crescendo satisfatoriamente. Já os 15% não ocorrem quando a economia está no auge e precisa ser com urgência desaquecida, mas, ao contrário, como aconteceu no primeiro semestre de 2003, quando a economia está com alto nível de desemprego.

Uma segunda característica da armadilha da taxa de juros está no fato de essa flutuação não baixar além dos incríveis 9% reais, a não ser em momentos muito curtos de aceleração da inflação, quando esta pode

ser acompanhada no mesmo ritmo pela elevação da taxa de juros.<sup>23</sup> Em princípio, a flutuação limita-se ao intervalo de 9 a 15%. Nos momentos em que não ocorre a inversão acima referida, com o desaquecimento da economia a taxa de juros desce para os 9%, não para menos do que isso, porque, no processo de baixa sempre acontece alguma dificuldade — um aumento da inflação, um desequilíbrio maior da conta comercial, uma crise internacional etc. — e o Banco Central interrompe a baixa da taxa nominal de juros. Isso só não aconteceria se as autoridades reconhecessem a existência da armadilha, e estivessem decididas a escapar dela, assumindo os riscos envolvidos.

Se o rigor no controle das despesas públicas for conservado enquanto se baixar determinadamente a taxa de juros nominal básica, até atingir o nível equivalente ao dos países de igual classificação de risco que o Brasil, a armadilha da taxa de juros poderá ser superada. O risco de que essa ação aumente perigosamente a taxa de inflação é muito pequeno, e de que leve ao desequilíbrio do balanço de pagamentos, nulo, já que a baixa dos juros empurraria a taxa de câmbio para baixo. E o risco dos credores internos não financiarem a dívida? Não há esse risco, na medida em que eles não têm outra alternativa de aplicação de curto prazo dos seus recursos.<sup>24</sup> O que poderia haver é uma redução dos prazos. Sem dúvida o aumento dos prazos — que o Banco Central busca permanente à custa da irresponsável indexação dos títulos públicos — é algo desejável, mas só será alcançado quando se lograr um equilíbrio intertemporal das contas públicas, o que só será possível quando a taxa básica de juros deixar de ser despropositada. Quanto ao risco de que os credores externos parem de financiar a dívida, esta não é uma questão real, já que não se está baixando a taxa de juros que os remunera (a taxa de longo prazo), mas apenas a taxa Selic.

---

<sup>23</sup> Há alguns momentos em que o intervalo 8–12% da taxa de juros real básica brasileira não é respeitado. Em raros momentos sai desse intervalo, seja para cima, quando a inflação se desacelera mais rapidamente do que a mudança da taxa de juros pelo Banco central, seja para baixo, quando o inverso acontece.

<sup>24</sup> O mercado financeiro nacional funciona sempre sob essa ameaça, mas ela é apenas uma estratégia dos rentistas para obter maiores taxas de juros.

Desde 1995 as autoridades econômicas, apoiadas no FMI e no Banco Mundial, vêm ignorando grande parte dessas características e considerações, e adotando uma teoria econômica ortodoxa e convencional para entender os problemas macroeconômicos, e uma política econômica igualmente ortodoxa convencional para enfrentá-los. As metas acordadas com o FMI privilegiam apenas o combate à inflação, por intermédio da taxa de juros, e o superávit primário. As contas externas são sistematicamente deixadas de lado. Dessa forma, a estabilidade macroeconômica, em nome da qual fala o FMI, jamais é alcançada. Não apenas porque a política de juros inviabiliza o ajuste fiscal, mas também porque a política de câmbio inviabiliza o ajuste das contas externas. Quanto ao problema do emprego, é radicalmente ignorado.

A crítica que faço a essa política econômica ortodoxa e convencional não é, portanto, a crítica keynesiana também convencional de que seria preciso aumentar a despesa pública e incentivar a demanda agregada. Essa política só faz sentido em uma economia cujo setor público já não esteja altamente endividado. Se estiver, as perspectivas por parte dos agentes econômicos de uma possível quebra do Estado inviabilizariam os investimentos que o aumento do gasto público estaria promovendo. Da mesma forma, estando o setor público muito endividado, o uso indiscriminado da taxa de juros não contribui para a baixa da inflação, já que os agentes econômicos racionais, prevendo a quebra do Estado agora provocada pelos juros (no primeiro caso era pela despesa), procuram defender-se não baixando suas margens.

Não existem, portanto, respostas fáceis para os problemas macroeconômicos do Brasil, porque esses problemas são complexos. Nenhuma economia, nem mesmo a americana, cabe bem nos livros-texto para a qual eles são geralmente escritos. Para se entender a macroeconomia brasileira depois que o Plano Real estabilizou os preços, o modelo que desenvolvi aqui pode ajudar, mas nada substitui o pensamento, a avaliação autônoma e amplamente debatida dos nossos problemas, tendo em vista os objetivos de alcançar a estabilização macroeconômica e de retomar o desenvolvimento.

## Referências Bibliográficas

- Arida P. Bacha, E.L. & Lara-Resende, A. *High interest rate in Brazil: conjectures on the jurisdictional uncertainty*, Mimeo, março de 2004.
- Arida P. “Múltiplos equilíbrios”. In: *Revista de Economia Política*, v.22, n.3, jul/2002, p.123-31
- Bofinger, P. Mayer, E. & Wollmershäuser, T. “The BMW model: simple macroeconomics for closed and open economies – a requiem for the IS/LM-AS/AD and the Mundell-Fleming model”. *Economic Paper*, n.35, out/2002. Würzburg, Universidade de Würzburg. Disponível em URL: <http://www.wifak.uni-wuerzburg.de/vw11/wepdownload/abstract35.htm>.
- Bresser-Pereira, L.C. “Incompetência e confidence Building por trás de 20 anos de quase-estagnação da América Latina”. In: *Revista de Economia Política*, v.21, n.1., jan/2001, p.141-66. Trabalho apresentado ao Centre for Brazilian Studies da Universidade de Oxford, dez/1999.
- Bresser-Pereira, L.C. “A fragilidade que nasce da dependência da poupança externa”. In: *Valor 1000*, set/2001.
- Bresser-Pereira, L.C. “Financiamento para o subdesenvolvimento: o Brasil e o segundo Consenso de Washington”. In CASTRO, A.C. (org). *Desenvolvimento em debate*. V.2. Rio de Janeiro, Mauad/BNDES, 2002. P.359-98.
- Bresser-Pereira, L.C. “Os dois métodos da teoria econômica”. *Texto para Discussão*, n. 127, jul/2003, São Paulo, FGV, Departamento de Economia. Texto apresentado ao Encontro Nacional de Economia Política, Florianópolis, 19-20 de jun/2003. Disponível em URL: <http://www.bresserpereira.org.br>.
- Bresser-Pereira, L.C. “The growth cum foreign savings strategy and the Brazilian economy since the early 1990s”. *Texto para Discussão*, São Paulo, Escola de Economia de São Paulo da FGV, jun/2004.
- Bresser-Pereira, L. C. & Nakano Y. “Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade”. In: *Revista de Economia Política*, v.21, n.3, jul/2002, p. 146-77.

- Bresser-Pereira, L. C. & Nakano Y. “Crescimento econômico com poupança externa?” In: *Revista de Economia Política*, v.22, n.2, abr/2003, p.3-27.
- Chick, V. “On open systems”. In: *Revista de Economia Política*, v.24, n.1, jan/2004, p.3-16.
- Dow, S.C. *The methodology of macroeconomic thought*. Cheltenham, Edward Elgar, 1996.
- Haddad, C. “Vendendo ilusão” In: *Valor Econômico*, 5/dez/2004.
- Kriekhaus, J. “Reconceptualizing the development state: public savings and economic growth”. In: *World Development*, v.30, n.10, out/2002, p. 1697-712.
- Nakano, Y. “Modelo IS-MP”. FGV-SP, Macro-L-1, out/2002
- Nassif, L. “Preparando o segundo tempo” In: *Folha de S.Paulo*, 2/ago/2003.
- Oreiro, J. L. “Prêmio de risco endógeno, metas de inflação e câmbio Flexível” In: *Revista de Economia Política*, v.22, n.3, jul/2002, p.107-22.
- Rangel, I. *A inflação brasileira*. Rio de Janeiro, Tempo Brasileiro, 1962.
- \_\_\_\_\_. “Recessão, inflação e dívida externa”. In: *Revista de Economia Política*, v.5, n.3, jul/1985, p.5-25.
- Sicsú, J. “Flutuação cambial e taxa de juros no Brasil”. In: *Revista de Economia Política*, v.22, n3, jul/2002, p.132-7.
- Toledo, J. E. C. de. “Risco-Brasil: o efeito-Lula e os efeitos-Banco Central”. In: *Revista de Economia Política*, v.22, n.3, jul/2002, p.138-45.
- Werneck, R. *Empresas estatais e política macroeconômica*. Rio de Janeiro, Campus, 1987.