

## MACROECONOMIA DO BRASIL PÓS-1994

Luiz Carlos Bresser-Pereira

**Abstract.** The Brazilian macroeconomic model is characterized by financial opening, a growth strategy based on foreign savings, low (overvalued) exchange rate, current account deficits, high foreign debt, high basic (Selic) interest rate, low but inertial inflation, soft fiscal policy, negative public savings, high public debt, depressed expected rates of profit, stagnant salary rate, depressed domestic savings, depressed investments, high unemployment, per capita GDP quasi-stagnant. The Brazilian economy achieved price but not macroeconomic stabilization in 1994 as long as intertemporal equilibrium was not achieved in fiscal and external accounts areas. Growth will only be resumed if monetary authorities acknowledge the interest rate and exchange rate trap in which the Brazilian economy is immersed, and decide to invert the perverse macroeconomic equation of high basic interest rate and low exchange rate. Yet, the international and domestic orthodoxy that runs macroeconomic policy in Brazil keeps using conventional macroeconomics to understand problems which are not conventional, and, so, it is unable to achieve the required macroeconomic stabilization.

Em 1994 houve uma mudança brusca e favorável no sistema macroeconômico brasileiro: o Plano Real logrou, afinal, através de um mecanismo de neutralização da inércia, controlar a alta inflação que impedia o desenvolvimento do país desde 1980. Nesse mesmo ano, porém, o próprio plano desencadeou a desestabilização do balanço de pagamentos com a valorização do real ocorrida nos seis meses que se

---

Professor e pesquisador da Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas ([bresserpereira@uol.com.br](mailto:bresserpereira@uol.com.br) [www.bresserpereira.org.br](http://www.bresserpereira.org.br)). Neste trabalho uso aquilo que aprendi no seminário de macroeconomia do Brasil que conduzi em conjunto com Yoshiaki Nakano em 2002 e 2003. Agradeço a ele e aos alunos as contribuições recebidas. Agradeço ainda os comentários de Fernando Ferrari e Jairo Abud, e a assistência de Carmen Varela.

seguiram à introdução da nova moeda, enquanto a taxa de juros real básica do Banco Central era mantida em nível extremamente alto. Assim, a partir de janeiro de 1995, configura-se um novo quadro macroeconômico para a economia brasileira, e tem início uma nova política fiscal e monetária, que, em seus traços essenciais, permanecerá inalterada durante os dois governos Cardoso e os primeiros sete meses do governo Lula.<sup>1</sup>

Esse novo quadro apresenta as seguintes características quando consideramos os quatro ‘preços macroeconômicos’: (1) baixa taxa de inflação, (2) elevada taxa de juros, (3) baixa taxa de câmbio, e (4) taxa real de salários que cresce com a valorização e cai com a flutuação cambial de 1999, permanecendo de 1995 até hoje 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 através (b.1) de política fiscal rígida, (b.2) de elevadas taxas Selic que também auxiliam a atrair capitais, e (b.3) de baixa taxa de câmbio.<sup>2</sup> Finalmente, a combinação do quadro macroeconômico com a política convencional tem levado aos seguintes resultados: (i) insustentabilidade intertemporal do déficit público, (ii) insustentabilidade intertemporal do déficit em conta corrente, (iii) elevado nível de desemprego, e (iv) semi-estagnação da renda por habitante.<sup>3</sup>

Neste trabalho vou procurar, da forma mais simples e sintética 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.<sup>4</sup> O trabalho está dividido em seis seções. Na primeira

---

<sup>1</sup> Terminei de escrever este *paper* em 31 de julho de 2003. Houve uma mudança significativa em janeiro de 1999, com a flutuação do câmbio, mas afinal a mesma política de alta taxa de juros básica e câmbio valorizado foi essencialmente mantida.

<sup>2</sup> A política fiscal, que em 1994 foi radicalmente populista, entre 1995 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>3</sup> A substancial melhoria do déficit em conta corrente a partir de 2002 não muda o quadro, porque foi resultado da segunda desvalorização cambial, ocorrida nesse ano, a qual, entretanto, foi em grande parte desfeita durante o primeiro semestre de 2003.

<sup>4</sup> Bresser-Pereira, 2003. Sobre a utilização do conceito de sistemas abertos na teoria econômica ver Dow, 1996.

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 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 heterodoxa, que pretende ter inspiração keynesiana, o que não significa que adote a crítica convencional keynesiana às políticas ortodoxas: sua preocupação excessiva com a estabilidade macroeconômica e seu excessivo rigor fiscal. Pelo contrário, considero a estabilidade macroeconômica como condição do pleno emprego e do desenvolvimento, e mostro que a política monetária que vem sendo seguida ignora ou subestima o desequilíbrio externo, ao manter valorizada a taxa de câmbio, e inviabiliza o ajuste fiscal, ao manter altíssima a taxa básica de juros real face a um elevado endividamento público.

### **Pressupostos e conseqüências**

Para compreender o fato de que a economia brasileira, embora havendo estabilizado os preços em 1994, não tenha alcançado a estabilidade macroeconômica, nem tenha retomado o desenvolvimento paralisado desde 1980, é preciso partir da constatação de que essa economia continua caracterizada por (1) grave concentração de renda, (2) desemprego informal e conseqüente tendência ao populismo fiscal e cambial; (3) elevado nível de endividamento do Estado (endividamento público) e (4) da Nação (endividamento externo); (5) indexação formal dos títulos públicos, dos contratos superiores a um ano, e dos preços administrados, e (6) estagnação dos salários reais e, a partir do momento em que a

inflação anual atinge dois dígitos, pela reindexação informal dos salários, e (7) pela abertura comercial da economia. A estes sete pressupostos ‘dados’,<sup>5</sup> acrescentem-se dois pressupostos derivados da política econômica adotada a partir do Plano Real, e que são centrais para o entendimento do modelo: (8) abertura da conta de capitais, garantindo-se a mobilidade dos capitais, e (9) estratégia de desenvolvimento com poupança externa, mesmo que essa assuma a forma de capitais especulativos de curto prazo.

A concentração da renda pode ser avaliada pelo Quadro 1, no 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 através da qual os políticos procuram compensar o elevado nível de injustiça existente. Esse populismo pode ser tanto fiscal quanto cambial: é fiscal quando o Estado gasta mais do que arrecada; é cambial, quando a Nação gasta mais do que ganha.

**Quadro 1: Concentração de Renda em Países Selecionados**  
(10% mais ricos sobre 10% mais pobres)

País	Índice de Concentração
Índia	9,6
Turquia	14,0
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 pelo Quadro 2, onde, em alguns países em desenvolvimento selecionados, 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.

<sup>5</sup> É razoável considerar ‘dado’ o pressuposto de abertura comercial em vista dos acordos já assinados pelo Brasil, particularmente ao nível da OMC.

**Quadro 2: Endividamento e Desemprego em Países Selecionados**

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

**Fontes:** *World Development Report* 1997 e 2003; *World Development Indicators* 2002; [www.latin-focus.com](http://www.latin-focus.com) ; [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br); [www.economist.com](http://www.economist.com); [www.imf.org](http://www.imf.org) .

**Observações:** (1) Dados de 2002; (2) Dados de 2000; (3) Porcentagem de desempregados no período 1998-2000; (4) Dados de 2002.

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 informal de salários é 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.

Procurarei demonstrar que estas características do sistema macroeconômico brasileiro terão conseqüências imediatas importantes em relação a três dos quatro preços macroeconômicos: (a) a taxa de juros básica (Selic) muito superior à que se poderia prever em função da classificação atribuída ao Brasil pelas agências internacionais de classificação de risco; (b) a taxa de câmbio com tendência a permanecer sobrevalorizada; e (c) a taxa de inflação ainda baixa, mas, desde que atingiu dois dígitos, em 2002, mostrando resistência a políticas monetárias visando baixá-la. No Quadro 3, onde aparecem as taxas de juros básicas reais do Brasil e de alguns países com igual ou pior classificação de risco, temos a demonstração da total desproporção da taxa de juros básica brasileira com 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.

### Quadro 3: Taxa Real de Juros de Curto Prazo e Classificação de Risco

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

**Fontes:** *World Development Indicators 2002*; [www.latin-focus.com](http://www.latin-focus.com); *The Economist*. **Observações:** Classificação de risco soberano da dívida externa de longo prazo. (1) Dados referentes a janeiro de 2002; (2) Dados de 2002; (3) Taxa de juros de curto prazo, IPC de maio de 2003.

Os sete pressupostos listados e as três conseqüências intermediárias levam às seguintes conseqüências de segunda ordem: (i) um déficit público elevado devido não apenas aos gastos populistas, mas também à alta taxa de juros paga sobre uma elevada dívida pública; (ii) um déficit em conta corrente elevado decorrente do populismo cambial e da sua expressão em uma taxa de câmbio relativamente valorizada; (iii) um desemprego aberto (além do informal) elevado, e, (iv) uma taxa de salários reais dos trabalhadores não qualificados ou semi-qualificados próxima de zero. O Quadro 4 apresenta o déficit público operacional real, e o déficit em conta corrente em relação ao PIB, e a taxa de desemprego aberto desde 1994.

### Quadro 4: Déficit e desemprego aberto desde 1994

Anos	Déficit Público Operacional <sup>1</sup>	Déficit em Conta Corrente <sup>1</sup>	Desemprego aberto(%) <sup>2</sup>
1994	-1,14	-0,31	5,44
1995	5,00	-2,55	4,96
1996	3,40	-3,03	5,81
1997	4,25	-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	0,28	-4,55	6,83
2002	-0,01	-1,72	7,88

**Fontes:** [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br); IBGE; *Conjuntura Econômica*. **Observações:** (1) Déficit público operacional real e déficit em conta corrente em porcentagem do PIB; (2) Desempregados que procuraram ativamente trabalho, nos últimos 30 dias, nas regiões metropolitanas, em relação à mão-de-obra ativa.

O déficit público elevado, que tinha como uma das suas causas o alto nível de endividamento público (que apresentei inicialmente como característica ou pressuposto do modelo), provoca elevação ainda maior desse endividamento. Da mesma forma, o déficit em conta corrente elevado, que tem como uma de suas causas o elevado nível de endividamento externo, leva a endividamento externo ainda maior. Produz-se, assim, um círculo vicioso, envolvendo altas taxas de juros e endividamento público, e baixas taxas de câmbio e elevados níveis de endividamento externo, no qual causas e conseqüências se auto-reforçam.

#### **Quadro 5: Crescimento médio anual do PIB por habitante**

<b>Período</b>	<b>%</b>
1950-1959	4,0
1960-1969	3,1
1970-1979	5,9
1980-1989	0,9
1990-1993	-1,28
1994-2002	1,30

Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – IPEA.

Finalmente, como decorrência de todos os pressupostos e conseqüências, a economia brasileira tem apresentado taxas de crescimento que caracterizam a semi-estagnação. O Quadro 5 compara o crescimento da renda por habitante no período estudado com alguns períodos anteriores.

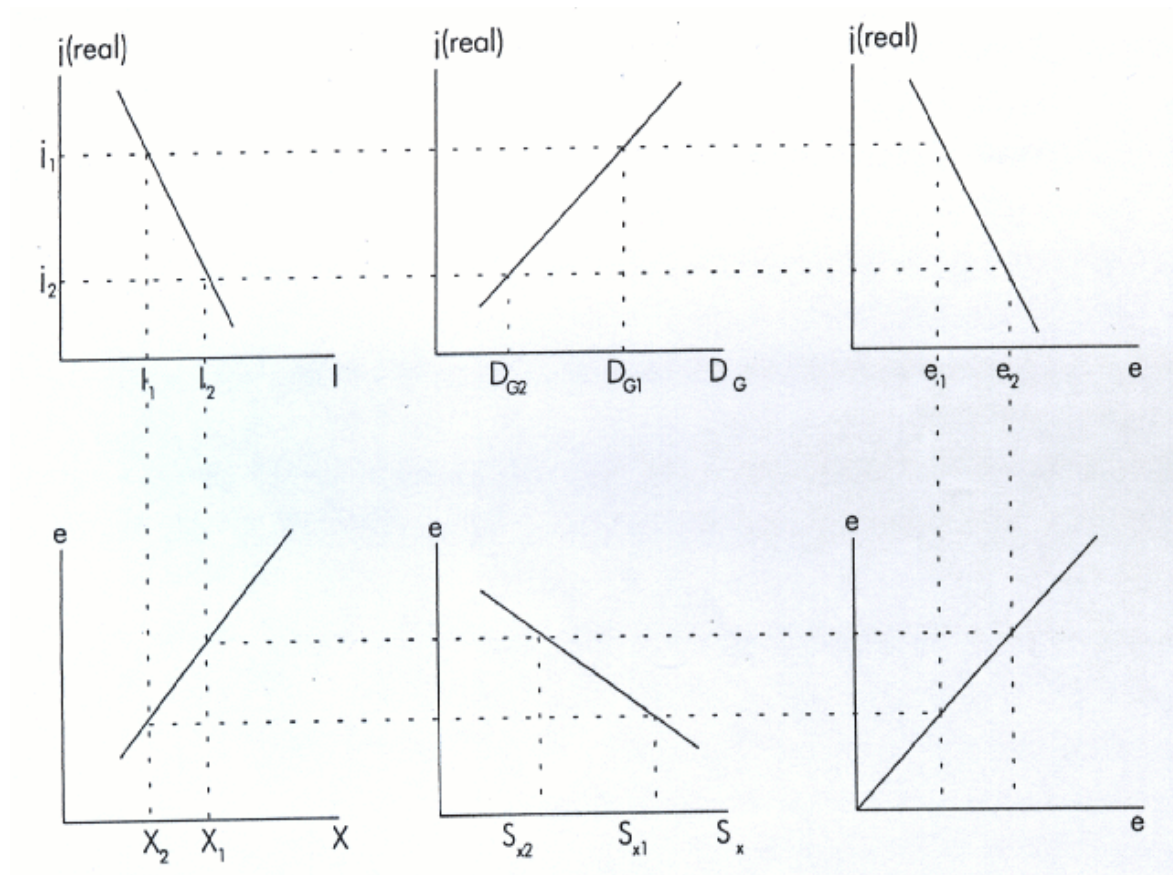
#### **Taxa de juros alta, taxa de câmbio baixa**

Esse quadro macroeconômico 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 baseados em uma equação desse tipo. O próprio Brasil só se desenvolveu enquanto

a taxa de câmbio efetiva era suficientemente baixa para estimular as exportações ou a substituição de importações.

A Figura 1, constituída de seis gráficos que devem ser lidos no sentido horário, resumem 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 resulta ainda em taxa de câmbio,  $e$ , baixa, valorizada, na medida em que em economias abertas a taxa de câmbio é função inversa da taxa de juros. 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.

**Figura 1: Duas equações macroeconômicas**



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 primeira é exógena, seu percentual é decidido pelo Banco Central, e no entanto, como vimos nos pressupostos, ela é extremamente alta no Brasil. Por que?

Essencialmente a taxa de juros básica real é desproporcionalmente alta porque, desde o final dos anos 80, o Banco Central deixou-se capturar internacionalmente pela ortodoxia econômica convencional, e internamente pelos rentistas ou rendeiros e agentes que vivem de comissões ou taxas de administração do mercado financeiro. Num plano menos geral, porque, no final dos anos 80 formou-se a ideologia de que taxa de juros baixa era 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. Em um terceiro nível, a taxa Selic real é alta porque o Banco Central vem infrutiferamente procurando alongar o perfil da dívida, para isto se prontificando a indexar a taxa básica de juros e mantê-la elevada. O pressuposto equivocado, nesse caso, é o de que se não houvesse a indexação e a manutenção de taxa de juros elevada, o mercado não financiaria 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. Em um quarto nível, a taxa de juros básica é alta porque o Banco Central vem usando-a para uma multiplicidade de objetivos: para combater a inflação mesmo quando não há excesso de demanda; para atrair capitais externos; para evitar que o déficit em conta corrente aumente perigosamente. Se a taxa de juros não for aumentada por um desses motivos será pelo outro, como na fábula do lobo que acusava o cordeiro de sujar a água do regato.

Entretanto, a explicação corrente para a taxa de juros elevada no Brasil não era, até o início de 2002, nenhuma das quatro acima enumeradas, mas ‘porque o risco-Brasil é alto’. Ora, esta explicação, que deixava na penumbra a distinção essencial entre taxa de juros básica e taxa de juros de longo prazo, é parcialmente válida para a segunda, jamais para a taxa básica do Banco Central.

Mesmo para a taxa de longo prazo ela é em parte tautológica, já que o ‘risco-Brasil’ é um componente dessa taxa: é 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 con-

ta 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 é alta porque o risco-Brasil inclui sempre alguma avaliação do risco de depreciação cambial. Enquanto não há nenhuma 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 existe.<sup>6</sup>

Mas há uma terceira causa para a taxa de juros de longo prazo ser alta. Ainda que essa taxa não se desvie tão dramaticamente das taxas de juros pagas pelos países de igual classificação de risco como desvia-se a taxa básica, desvia-se para cima cerca de dois pontos percentuais, como demonstramos em trabalho anterior.<sup>7</sup> A razão para isto está provavelmente na própria taxa de juros básica mais elevada paga pelo Banco Central. Esta taxa contamina a taxa de juros de longo prazo: “se os próprios brasileiros consideram tão 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>8</sup>

Em síntese, 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 Banco Central,  $j_{BC}$ .

$$j = f(Z, j_{BC})$$

---

<sup>6</sup> Inclusive porque as classificações das agências de risco, que determinariam essa taxa, são claramente influenciadas por ela.

<sup>7</sup> Discutimos esta questão em Bresser-Pereira e Nakano, 2002.

<sup>8</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 no paper Bresser-Pereira e Nakano (2002), e deu origem a uma série de trabalhos acadêmicos: Arida, 2002; Oreiro, 2002; Sicsú, 2002; Toledo, 2002.

Por que a taxa de câmbio tende a ser baixa ou valorizada?<sup>9</sup> No nível da economia política, pelo interesse dos mais ricos e por populismo econômico. Os ricos, que medem sua riqueza em dólares, vêem-na aumentada sempre que há valorização do câmbio. O povo em geral e, particularmente, a 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.

Em nível do mercado internacional, a taxa de câmbio do Brasil, como aliás de todos os países emergentes, tenderá a ser baixa devido ao excesso de capitais fluindo 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 – vêem 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 força ao populismo econômico, têm usado uma ou outra alternativa para impedir a valorização das suas moedas.<sup>10</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, deveria, porém, ser temporária.

---

<sup>9</sup> Bresser-Pereira, 2002; Bresser-Pereira e Nakano, 2003.

<sup>10</sup> Os próprios tigres asiáticos baixaram sua guarda no início dos anos 90, 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 é há muitos anos excepcional, mantém os movimentos de capitais controlados, e a taxa de câmbio relativamente desvalorizada.

A bolha inflacionária logo murcharia. No Brasil, porém, o estigma da inflação alta continua forte, levando a que se tema a volta da alta inflação – temor que não é de todo insubsistente devido ao fato de que as indexações não foram varridas do mapa econômico brasileiro, mantendo-se ainda um componente inercial na inflação.

Em síntese, a taxa de câmbio no Brasil tende a ser baixa devido a um conjunto de interesses populistas que indicarei pela letra  $P_p$ , e pela política convencional de controle da aceleração da inflação,  $P_L$ :

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

## Modelo

A economia brasileira, como a maioria das economias latino-americanas, apresenta, portanto, esta equação macroeconômica perversa de altas taxas de juros e baixa taxa de câmbio. Já apresentei as conseqüências macroeconômicas desta equação de forma muito resumida através da Figura 1. Vou agora apresentá-las através das identidades macroeconômicas clássicas.

Neste 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, dadas 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. Estes 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.

$$\uparrow S_x \cong \downarrow S_d$$

Neste 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.

Neste 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 sub-utilização 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 sub-utilização de capacidade, porque a demanda agregada é mantida substancialmente abaixo da oferta agregada através de altas taxas de juros.

### **Armadilha dos juros e do câmbio**

A elevada taxa de juros e correspondente baixa taxa de câmbio constituem, no modelo macroeconômico brasileiro, uma verdadeira armadilha. Um sinal gráfico (porque poderia ser facilmente desenhado em um gráfico) dessa armadilha está no fato 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.

Esta armadilha revela-se todas as vezes que o Banco Central decide baixar a taxa de juros de forma continuada. Ao baixar os juros, o câmbio se eleva. 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. Com a volta da inflação, a taxa de juros volta a ser elevada para combatê-la, ignorando que se trata de uma ‘bolha’ inflacionária, ou, se se revelar mais persistente, este fato decorre da inércia inflacionária e não do excesso de demanda.

Mais amplamente essa armadilha revela-se no fato de que toda vez que baixa a taxa de juros, e a economia volta a dar sinais de crescimento, o déficit em conta corrente aumenta. Como este já é normalmente alto,<sup>11</sup> e como as autoridades estão determi-

---

<sup>11</sup> Desde 1994 o déficit em conta corrente só se aproximou de zero no final de 2002, mas este 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.

nadas 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. Finalmente, essa armadilha expressa-se na elevação da dívida pública que as taxas elevadas de juros provocam em um Estado já altamente endividado, e na elevação da dívida externa que a baixa taxa de câmbio provoca.

O fato de que o financiamento do déficit em conta corrente se realizar em grande parte através de capitais especulativos, atraídos por taxas de juros altas, torna essa armadilha ainda mais forte. Conforme observa Nassif, “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”.

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 decide dar plena continuidade à política macroeconômica anterior, tal fato é recebido com grandes elogios pelas autoridades em Washington e pelo mercado financeiro. Em consequência, volta o crédito, baixa o risco-Brasil, a taxa de câmbio volta a apreciar-se. Ao acontecer isto, porém, os ativos do país voltam a se tornar ‘caros’. Ao mesmo tempo, aquele mesmo mercado começa a perceber que não há crescimento econômico, que a situação social e política deteriora-se, e que o superávit comercial ameaça novamente a cair. Em outras palavras, começa a perceber que a política econômica que tanto elogiara não está dando resultados. O que faz então? Uma alternativa seria revisar as teorias macroeconômicas em que essa política está baseada, mas esta alternativa está fora de cogitações. Mais simples e pragmático é reduzir o crédito do país, aumentar o risco-Brasil, aumentar 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>12</sup> Esta é negativa desde o início dos anos 80, em função da crise da dívida externa

---

<sup>12</sup> Sobre a importância deste item frequentemente negligenciado, mas fundamental para as finanças públicas e para o desempenho macroeconômico do país, ver Krieckhaus, 2002.

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, ao invés de enfrentar o problema fiscal, agravou-o entre 1985-1989, aumentando substancialmente o gasto público, seja em função de simples aumentos de salário, seja, principalmente através de privilégios obtidos na Constituição de 1988, que tornou os funcionários públicos indiscriminadamente estáveis e os beneficiou com aposentadorias generosas independentemente de contribuição.

Desde os anos 90 vem-se tentando 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>13</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>14</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 na medida em 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, nos anos 80, foi aumentar a despesa pública, ao invés de reduzi-la, e aumentar correspondentemente a carga tributária, que cresceu de cerca de 22 para 35% do PIB.

Este mau resultado fiscal deveu-se não apenas às 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

---

<sup>13</sup> Pela qual fui o responsável mais direto.

<sup>14</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.



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.

Neste 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, ao invés 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>15</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,  $I_G$ :

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

Nestes termos, os investimentos do Estado são financiados, ou 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 FMI já há 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 o utilizam.<sup>16</sup> Dado o caráter neoliberal da ideologia dominante no Fundo Monetário

---

<sup>15</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).

<sup>16</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. Quem usou de forma pioneira o conceito de poupança pública em seus estudos do Estado brasileiro foi Rogério Werneck, 1987.

Internacional, 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 os anos 70, o Fundo e a ortodoxia convencional cobravam dos países devedores, corretamente, a redução do déficit em conta corrente; a partir de meados dos anos 80, 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. Neste 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.

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, adicionalmente, 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, penitenciárias, 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 através 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 é mantido 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, haverá déficit público, que financiará uma parte dos gastos correntes. Em qualquer das três hipóteses o Estado estará sendo imobilizado, estará se tornando 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 efetivamente independente, que toma suas decisões em função 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.

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, isto 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 geralmente criticam indiscriminadamente esse tipo de política em situações de alto desemprego como a da economia brasileira, porque entendem que déficits públicos estimulariam a demanda agregada. Esse é um engano. Keynes afirmou que isto 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, na medida em que agentes econômicos racionais percebem que esse aumento não é sustentável no tempo, e que levará o Estado à crise econômica, senão ao *default*.

**Quadro 6: Déficit Operacional e Carga Tributária**

Ano	Déficit Operacional (% do PIB)	Carga Tributária (% do PIB)
1993	0,80	25,30
1994	-1,14	27,90
1995	5,00	28,44
1996	3,40	28,63
1997	4,25	28,58
1998	7,40	29,33
1999	3,41	31,07
2000	1,17	31,61
2001	0,28	33,36
2002	-0,01	35,86

Fontes: [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br); IBGE.

### Taxa de inflação

No Plano Real, que controlou a alta inflação de 1980-1994, 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 pelo Quadro 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 cerca de 10%.<sup>17</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 IPC é o fator decisivo a indexar a inflação presente à passada.<sup>18</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. Existe agora a possibilidade de a economia voltar ao terceiro estágio de inercialização – aquele no qual as empresas indexam informalmente seus preços à inflação passada, como faziam antes do Plano Real. Não é provável, porém, que isto ocorra já que uma inércia em torno de 10% anuais não chega ainda a favorecer a prática convencional das empresas de indexar automaticamente seus preços.

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, 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.

Ora, sabemos que a inflação inercial é autônoma da demanda. Foi isto o que aprendemos com o desenvolvimento, nos anos 80, da teoria da inércia inflacionária. Durante os 15 anos de alta inflação, entre 1980 e 1994, todas as tentativas de

---

<sup>17</sup> Esses números são, naturalmente, meras aproximações. Os cálculos formais da *core inflation* não substituem essas estimativas.

<sup>18</sup> A média aritmética dos 27 reajustes salariais ocorridos entre fevereiro e maio, de acordo com levantamento do próprio 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.

controlá-la através de 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 aquele 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 no qual se comprometia a manter o ajuste fiscal alcançado pela equipe econômica anterior e a desenvolver uma rígida política monetária, para isto 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>19</sup>

#### Quadro 7: Inflação desde 1994

Ano	IPCA (em %) <sup>1</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

**Fonte:** IBGE. **Observações:** (1) Índice de Preços ao Consumidor Ampliado, utilizado como parâmetro para o sistema de metas inflacionárias.

A política de combate à inflação com elevada taxa de juros básica é ineficiente e irracional nos quadros de inércia inflacionária e 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 é compensado pela mínima

<sup>19</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.

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>20</sup> E, enquanto isso, conviver com a inflação atual.

Uma política dessa natureza, que respeita o caráter inercial da inflação, não envolveria o risco de aceleração da inflação dado o nível já existente de desemprego. Na verdade, a curva de Philips, que justifica políticas monetárias rígidas para combater a inflação, só é válida para períodos curtos. Para períodos mais longos, em que a inflação é muito mais consequência do que causa de crise econômica (é um mecanismo de defesa contra ela, conforme ensinou Rangel), a retomada do crescimento tende a reduzir os níveis de inflação.<sup>21</sup> Ainda que eu esteja neste trabalho procurando entender a macroeconomia do Brasil depois de 1994, com suas especificidades históricas, a curva invertida da relação 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, nos anos 90 – um período de verdadeiro pleno emprego enquanto a taxa de inflação se mantinha em níveis incrivelmente baixos.<sup>22</sup>

## **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 alguns dos traços

---

<sup>20</sup> A indexação dos salários no Brasil continua quase formal na medida em que os tribunais do trabalho a garantem.

<sup>21</sup> Rangel, 1963.

<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’.

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 ineficiente para combater tanto a inflação quanto a aceleração da inflação pelo aumento de custos, prejudica a meta fiscal, já que o déficit público aumenta na medida em 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 mensalmente pelo Banco Central, é vista pelas autoridades econômicas como se fosse uma variável endógena, como se fosse 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 isto 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, e 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, às custas do equilíbrio externo, conseguiu provisoriamente manter o câmbio baixo. Em 2002, porém, quando o risco crescente de *default* associou-se à incerteza em relação ao novo governo cuja mensagem fora anteriormente populista, desencadeou-se 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, desta 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 chegam 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 800 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 – taxa que não assegura o equilíbrio do balanço de pagamentos do país. A inflação medida em termos dos índices de preço do consumidor, que chegara a atingir 18%, volta a cair,

devido menos à política de juros e mais ao esgotamento da bolha inflacionária causada pela depreciação do câmbio anterior. Essa queda deverá levá-la a estabilizar-se em um nível inercial em torno de 10%.

O governo, diante da queda da inflação e dos altíssimos níveis de desemprego, volta a baixar timidamente a taxa de juros, ao mesmo tempo em que comemora o ‘êxito’ de sua política de credibilidade externa, traduzido em elogios pelas principais autoridades econômicas de Washington. E seus economistas, apoiados na volta do crédito e do cumprimento das metas de superávit primário, passam a falar na iminência da formação de um ‘círculo virtuoso’ de baixa da taxa de juros e retomada dos investimentos. Insistem, assim, em ignorar que o cumprimento da meta de superávit primário não significa ajuste fiscal, já que os juros elevados aumentam o déficit público.<sup>23</sup> Insistem, também, em ignorar que o país se encontra em uma armadilha de altas taxas de juros e de baixa taxa de câmbio, da qual só escapará graças a uma política muito mais determinada de baixar a taxa de juros básica, combinada com uma política de meta informal de câmbio que assegure rentabilidade de investimentos orientados para a exportação.

Esta armadilha impede que o anunciado círculo virtuoso se concretize porque toda vez que o Banco Central decide baixar a taxa de juros de forma continuada, essa baixa eleva a taxa de câmbio. Em consequência, interrompe-se a queda da inflação, que permitira à ortodoxia convencional decidir pela baixa da taxa de juros. Logo em seguida, a taxa de inflação volta a subir, ainda que provisoriamente, devido à elevação dos preços dos bens importados. Diante da nova ‘ameaça inflacionária’, a taxa de juros volta a ser elevada. A concretização do círculo virtuoso é também impedida porque toda vez que a baixa da taxa de juros ocorre, a economia se reaquece, e o déficit em conta corrente aumenta. Para que o crédito do país, já precário, não sofra mais ainda, e dada a determinação de não deixar a taxa de câmbio depreciar, o governo volta a elevar a taxa de juros.

Enquanto o Banco Central insiste em uma política de meta de inflação que, afinal, não atinge, apesar de toda a ortodoxia convencional que adota, recusa-se a procurar influenciar a taxa de câmbio, com o argumento que, em um regime de câmbio flutuante, não faz sentido tentar administrar essa taxa. Ora, sabemos que todos os

---

<sup>23</sup> As despesas com juros aumentaram, nos primeiros seis meses de 2003, para 10% do PIB, contra um gasto de 7,5% no primeiro semestre de 2002.

governos que adotam câmbio flutuante administram de alguma forma a taxa de câmbio. Câmbio flutuante não significa ausência de metas implícitas de taxa de câmbio. Em todos os países existem metas implícitas, informais. Se não fosse assim, como poderiam as autoridades econômicas assegurar minimamente aos investidores que seus investimentos orientados para as exportações são essenciais para a estabilidade macroeconômica e a retomada do crescimento?

Na medida em que os responsáveis pela política macroeconômica brasileira não percebem a armadilha da taxa de juros e da taxa de câmbio em que o país se encontra imerso, que continuam a ver a taxa de juros básica como variável endógena ao invés de exógena, e que se recusam a administrar a taxa de câmbio, principalmente através da imposição de controles à entrada de capitais, o quadro macroeconômico perverso descrito neste *paper* tenderá a se perpetuar. Na primeira oportunidade, assim que surgir qualquer problema, o Banco Central voltará a aumentar a taxa de juros básica, enquanto o câmbio continuará relativamente apreciado.

Na ausência de decisões de política firmes e determinadas, a possibilidade de o país escapar desta armadilha não é zero, mas é muito pequena. Não é zero porque sempre pode ocorrer algum fenômeno exógeno favorável. Dadas as dificuldades que os grandes países vêm enfrentando desde 1999, porém, parece pelo menos irresponsável contar com esse tipo de acaso.

## **Resumo e Conclusão**

O quadro macroeconômico que acabo de descrever 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:

- 1) O elevado nível da taxa de juros básica, muito superior à de países com igual ou pior classificação de risco, porque (i) há grandes interesses envolvidos em taxas elevadas, (ii) supõe-se que taxas elevadas de juros são uma demonstração de rejeição ao populismo econômico, (iii). 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, seja para atrair capitais, imprescindível para evitar déficit ainda maior de conta corrente;

2) O elevado nível da dívida pública, e a conseqüente importância dessa taxa de juros na determinação do déficit público, que é conseqüência do (I) populismo econômico, e (ii) da própria alta taxa de juros básica incidindo sobre uma dívida elevada;

3) A influência contaminadora dessa taxa básica na taxa de juros de mercado;

4) A abertura da conta de capitais, e a estratégia de crescimento com poupança externa (que constituem o Segundo Consenso de Washington);

5) A tendência à taxa de câmbio de ser baixa porque (i) a taxa de juros é alta, (ii) a elevação da taxa de juros provoca aceleração, ainda que temporária, da inflação; (iii) 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; e (iv) a renda altamente concentrada favorece o populismo cambial;

6) A tendência à poupança de ser pequena porque (i) a baixa taxa de câmbio eleva artificialmente os salários, principalmente da classe média (além da riqueza dos ricos), e assim aumenta o consumo, e (ii) o investimento tende a ser baixo.

7) A tendência ao baixo investimento ocorre (i) a poupança é pequena, poupança baixa determinando baixo investimento, e vice-versa; e (ii) porque a taxa de juros é mais alta do que as perspectivas razoáveis de lucro, apesar da concentração de renda ser alta;

8) 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;

9) A tendência ao déficit público elevado (i) ao populismo fiscal; e (ii) à taxa de juros básica é artificialmente alta;

10) Poupança pública negativa apesar de os investimentos públicos estarem muito rebaixados;

11) Alta inflação que vitimou a economia desde 1980, superada em 1994, mas a sociedade permanecendo estigmatizada por essa inflação;

12) 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;

Estas 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 e da taxa de câmbio. A Selic flutua, em termos reais, entre 8 e 12% reais. Além desta 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 8%, 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 12% 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 8 a 9% reais, a não ser em momentos muito curtos de aceleração da inflação que não pode ser acompanhado pela elevação da taxa de juros.<sup>24</sup> Em princípio, a flutuação limita-se ao intervalo de 8 a 12%. Nos momentos em que não ocorre a inversão acima referida, com o desaquecimento da economia a taxa de juros desce para os 8%, não para menos do que isto, porque, no processo de baixa sempre acontece alguma dificuldade – um aumento da inflação, -

---

<sup>24</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.

um desequilíbrio maior da conta comercial, uma crise internacional, etc. – e o Banco Central interrompe a baixa da taxa nominal de juros. Isto 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 aos 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, nenhum, 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>25</sup> O que poderia haver é uma redução dos prazos. Sem dúvida o aumento dos prazos – que o Banco Central busca permanente às custas 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.

Desde 1995 as autoridades econômicas, apoiadas no FMI e no Banco Mundial, vêm ignorando grande parte destas características e destas 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, através 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

---

<sup>25</sup> O mercado financeiro nacional funciona sempre sob essa ameaça, mas ela é apenas uma estratégia dos rentistas para obter maiores taxas de juros.

despesa pública e incentivar a demanda agregada. Esta 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 cabe bem nos livros-texto, nem mesmo a americana, 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

- Arida, Pérsio (2002) "Múltiplos Equilíbrios". *Revista de Economia Política*, 22(3), Julho 2002: 123-131.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (2002) "Financiamento para o Subdesenvolvimento: O Brasil e o Segundo Consenso de Washington". In Ana Célia Castro, org., *Desenvolvimento em Debate: Painéis do Desenvolvimento Brasileiro I*, v.2. Rio de Janeiro: Mauad/BNDES, 2002: 359-398.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (2003) "Os Dois Métodos da Teoria Econômica". São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, Departamento de Economia, Texto para Discussão nº. 127, julho de 2003. *Paper* apresentado ao Encontro Nacional de Economia Política, Florianópolis, 19-20 de junho de 2003. Disponível em [www.bresserpereira.org.br](http://www.bresserpereira.org.br).
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos & Yoshiaki Nakano (2002) "Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade". *Revista de Economia Política*, 21(3), Julho 2002: 146-177.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos & Yoshiaki Nakano (2003) "Crescimento Econômico com Poupança Externa?". *Revista de Economia Política*, 22(2), Abril 2003: 03-27.

- Dow, Sheila C. (1996) *The Methodology of Macroeconomic Thought*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Kriekhaus, Jonathan (2002) "Reconceptualizing the Developmental State: Public Savings and Economic Growth". *World Development*, 30(10), October 2002: 1697-1712.
- Oreiro, José Luís (2002) "Prêmio de Risco Endógeno, Metas de Inflação e Câmbio Flexível". *Revista de Economia Política*, 22(3), Julho 2002: 107-122.
- Nassif, Luís (2003) "Preparando o Segundo Tempo". *Folha de S. Paulo*, 2 de agosto de 2003.
- Rangel, Ignácio (1962) *A Inflação Brasileira*. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro.
- Sicsú, João (2002) "Flutuação Cambial e Taxa de Juros no Brasil". *Revista de Economia Política*, 22(3), Julho 2002: 132-137.
- Toledo, Joaquim Elói Cirne de (2002) "Risco-Brasil: O Efeito-Lula e os Efeitos-Banco Central". *Revista de Economia Política*, 22(3), Julho 2002: 138-145.