

Série especial de artigos discute cenário de juros, câmbio e inflação

Equilíbrio macro: em busca da perplexidade perdida

Autor(es): Octavio de Barros, de São Paulo

Valor Econômico - 29/06/2011

Nós economistas nunca explicitamos a pergunta mais relevante que deveríamos nos fazer e debater abertamente: como é possível um país harmonizar perspectivas tão alvissareiras e construtivas dos agentes econômicos com um equilíbrio macroeconômico que poderia ser qualificado como ruim? Esse é o Brasil, reconhecido como cheio de oportunidades, que atrai investimentos, melhora socialmente e exhibe avanços institucionais de dar inveja aos demais países emergentes, sendo ainda o país com os juros mais altos do planeta e dentre os mais caros do mundo.

A questão que mais me interessa é a dessa primeira contradição e não tanto a do complexo e aparentemente insuperável enigma dos juros distorcidamente altos no Brasil que iremos discutir adiante.

Fazendo a mea culpa, acho que esse é o ponto que deveria intrigar a todos nós economistas: inexplicavelmente, há bastante tempo exibimos certa inapetência intelectual diante da constatação de o Brasil ser o "queridinho" dos mercados e dos investidores na vigência de um equilíbrio macro de qualidade sofrível.

Ou seja, o país avança muito bem, ganha status, progride econômica e socialmente, é credor externo líquido, grau de investimento por todas as agências classificadoras de risco, previsível, democracia parruda, tudo isso em sintonia supostamente perfeita com estáveis e confortáveis gastos de 5,6% do Produto Interno Bruto (PIB) apenas em função da elevada carga de juros da dívida pública (últimos 12 meses), a segunda maior do mundo depois da Grécia, por acaso virtualmente quebrada. Diga-se de passagem, a média mundial de carga de juros da dívida pública sobre o PIB é de 1,89%, sendo 1,97% nos emergentes e 1,78% nas economias maduras. Há duas décadas gastamos anualmente cerca de 4,5% do PIB a mais com juros do que a média dos países emergentes. É isso, é só fazer as contas e concluir estupefato que, no Brasil, a média de gastos com juros da dívida pública desde o Plano Real é de 6,5% do PIB. Perdemos a nossa capacidade de ficar perplexos.

"Ao tentar explicar os juros brasileiros a investidores chineses, percebi que quem "falava

chinês" era eu"

É crônico, e durante todos esses anos assistimos a isso em um silêncio intelectual inacreditável, sobretudo diante dos olhares incrédulos dos estrangeiros. Nos últimos 12 meses, gastamos a bagatela R\$ 213,9 bilhões em juros da dívida pública, os quais, descontando os R\$ 119,6 bilhões de superávit primário, nos levam a um déficit público nominal de R\$ 94,3 bilhões, equivalentes a 2,5% do PIB.

"Mas tudo bem", me dizia essa semana um insuspeito colega do mercado, discutindo um surpreendente quadro com o Brasil exibindo a segunda melhor posição fiscal do G-20. "Olhe só aonde nós chegamos" - dizia ele - "para o fiscal do Brasil ser considerado um dos melhores do mundo, com todos os problemas de qualidade do gasto que temos, o G-20 está realmente em uma situação lastimável. Mas fato é que em termos de solvência estamos entre os melhores", disparou.

No turismo, os brasileiros gastam por ano US\$ 18 bilhões no exterior e os gringos colocam apenas US\$ 6 bilhões no Brasil bonito por natureza. Ou seja, gastamos cerca de três vezes mais. Patético. Por que os brasileiros representam 40% dos compradores de imóveis em Miami? Algo no mínimo estranho. Essa não é nem uma questão de sustentação no médio e longo prazo, porque tal cenário também já vem se mantendo há um bom tempo. A taxa de câmbio está sem dúvida excessivamente apreciada. Ninguém pense que eu esteja aqui sugerindo que possa ser diferente. Razões não faltam para a apreciação, mas da missa, só sabemos a metade: termos de troca altamente favoráveis por conta das commodities em alta, atração de investimentos, sobreliquidez internacional, arbitragem de juros etc. Ou seja, são hipóteses razoavelmente robustas, mas possivelmente insuficientes para explicar toda a apreciação real.

A discussão econômica no Brasil passa ao largo da distorção macro como se isso fosse algo intrínseco à trajetória brasileira. Damos de barato que é assim e ponto. Discutimos com uma impassível complacência se os juros reais de equilíbrio no Brasil estão em torno de 6%, 7% ou 8% ao ano, como se a resposta definisse um estado de coisas consolidado e quase insuperável. O que leva o Brasil a ser o queridinho do mercado com um (des)equilíbrio macro desses?

Para dar essa resposta, costumo lançar mão do velho argumento de que é assim mesmo, um processo lento e custoso que começou lá os anos 90 quando os juros reais eram 23%, caindo gradualmente para 17%, para 13%, 10%, e hoje, passados 20 anos, estão em torno de 7%. Subirão a 8% no curto prazo segundo o Boletim Focus, mas isso é algo temporário, logo volta para uns 6,5%, me lembra um membro de minha equipe. Nem precisava. Avançamos muito!!! Dentro de uns 10 anos poderemos facilmente chegar a juros reais neutros próximos do que se pratica na média dos países emergentes. Tenho por hábito dizer publicamente que são avanços institucionais cumulativos, inerciais que nos levarão à normalidade um dia. Que alento! Não é necessário decifrar o enigma, basta esperar que chegaremos lá.

"Resisto a aceitar o argumento de que a indexação seja a causadora de todos os males inflacionários"

Essa mera profissão de fé, na prática, acaba gerando uma dificuldade adicional que seria pensar o contrafactual: imagine a economia brasileira com juros reais de 2% (média dos emergentes) e uma taxa de câmbio hoje de uns R\$ 2,00 por dólar. Onde estaríamos em termos de inflação, de PIB, de equilíbrio externo? Seria o caos, algum colega diria intuitivamente. Pode ser. Mas, francamente, ninguém tem convicções na previsão das reais consequências. Na verdade, não nos é dado o direito sequer de refletir sobre. Muitos de nós só fazemos o questionamento da distorção dos juros privadamente, jamais em público. Como diz um grande amigo meu, "poucos tem a modéstia de reconhecer a perplexidade que o tema causa ou tem medo de ser taxado de inimigo da boa causa econômica".

Entenda-se que estou aqui apenas especulando intelectualmente e jamais sugerindo que atalhos possam ser descobertos para um incerto paraíso. Muito longe disso. A política monetária não pode jamais ser dominada fiscalmente. Tem que seguir fazendo a parte que lhe cabe no latifúndio com autonomia, foco na meta de inflação (de preferência mais baixa) e inteligência estratégica considerando as condições gerais da economia. Isso tem sido um grande avanço do país. Mas a impressão que se tem é que estamos falando da sobrevivência de um paciente, que se encontra em condições aparentemente normais, mas que depende de um medicamento muito forte que tem que ser tomado em bases regulares. Caso contrário, ele pode morrer. Ou o que seria mais surpreendente: pode viver. Viver em outro equilíbrio. Qual? Ninguém sabe. Ninguém quer saber. A doença deve ser realmente grave.

Em outras palavras, o Brasil está muito bem, sorridente, confiança em alta, todo mundo investindo, e não paramos de ouvir a seguinte frase: "Mas me conta aí, como é que vocês fazem com esse negócio da taxa de juros real de 7% em um mundo de juros reais generalizadamente negativos?" "Como pode uma coisa dessas?" "Como é que se financiam os projetos?"

Temos que explicar o inexplicável. É sempre um imenso desconforto ter que catequizar interlocutores, sobretudo os de fora do Brasil, com a tese de que a distorção que experimentamos é algo natural e tranquilo. Não nos afeta em nada e já estamos acostumados. Outro dia tive que explicar o fenômeno para um grupo grande de investidores chineses. No fim das contas, percebi que quem estava "falando chinês" era eu. Por mais talentoso que eu pudesse me julgar nessas ocasiões, ninguém entende esse que talvez seja um caso único na história considerando as décadas de juros reais espetacularmente distanciados da média mundial. A literatura econômica mundial não registra caso similar tão duradouro na história.

Fazemos uma ginástica imensa nos argumentos ou, na maior seriedade, partimos direto para o conjunto de explicações supostamente mais fácil que já está na ponta da língua: falta de poupança, risco jurisdicional de conversibilidade, excesso de políticas sociais dando incentivos errados, indexação excessiva, taxa de impaciência alta do brasileiro, muito crédito direcionado, desequilíbrio crônico de oferta e demanda por falta de reformas, incertezas quanto à solvência fiscal de longo prazo, alta volatilidade da inflação, a cultura deletéria do CDI etc.

Resisto heroicamente a teses conspiratórias e confesso que já estou na fase de me divertir com a explicação de alguns interlocutores atribuindo o fenômeno ao "rentismo exagerado no

Brasil", "interesses escusos" ou à "visão excessivamente ortodoxa de alguns economistas". Se fosse essa a explicação, já teríamos resolvido o tema em cinco minutos.

Karl Popper, uma de minhas principais referências teóricas, dizia que a verdade é inalcançável e precisamos nos aproximar dela por tentativas. O estado atual da ciência é sempre provisório. Ao encontrarmos uma teoria ainda não refutada pelos fatos e pelas observações, devemos nos perguntar: será que é mesmo assim?

Todos os argumentos que apresentamos aos nossos incrédulos interlocutores são bastante lógicos, fazem algum ou muito sentido, mas isoladamente não explicam os juros distorcidamente altos no Brasil. São todos, sem exceção, refutáveis com contraexemplos aqui e em outros países.

A resposta para o enigma possivelmente não está em nenhum dos temas abordados isoladamente, mas tem grandes chances de ser encontrada em todos os temas acumulados, combinados e batidos no liquidificador. Mesmo assim, não é possível afirmar categoricamente que o enigma vá ser decifrado assim. Humildade é requerida diante de nossa incapacidade de compreender totalmente e de endereçar soluções respeitadas às regras do mercado para que os juros convirjam um pouco mais rapidamente para a média dos emergentes. Mas inevitável é que sempre aparecerá alguém dizendo tal como o assessor de Bill Clinton: "É o fiscal, estúpido!" O reducionismo é democrático.

Na minha modesta opinião, só nos resta seguir trabalhando muito sério em todas as frentes, incluindo o fiscal, de forma que, subitamente, nos depararemos em algum momento com a convergência das taxas de juros no Brasil para patamares que serão considerados civilizados. Atalhos? Nem ousar, sobretudo para quem acredita piamente como eu que a moeda é uma construção institucional que requer um desenho permanente de incentivos para que seja legitimada socialmente.

Não posso, porém, deixar de sobrevoar e questionar algumas das teses mais frequentes sobre os juros altos no Brasil. Chama a atenção a fragilidade maior parte das explicações sobre o tema. Ao fim e ao cabo, todos os argumentos sugerem que se os juros são altos é porque a inflação é alta. Mas, como explicar que países com um nível de inflação similar à do Brasil ou mais alto operam sistematicamente com taxas de juros tão mais reduzidas?

Da mesma forma, o argumento campeão é o de que a taxa de poupança no Brasil é baixa, com o que concordamos total e irrestritamente. Mas tantos outros países registram uma taxa de poupança similar à do Brasil com juros muito mais baixos. É claro que precisamos também distinguir a poupança a que estamos nos referindo: a financeira das famílias ou a macroeconômica? A poupança macroeconômica poderia, sem dúvida, ser bem maior com um ajuste fiscal de longo prazo, o que ajudaria muito a resolver imensos problemas no Brasil, inclusive os penduricalhos tributários que engordam a taxa de juros.

Uma reforma politicamente viável da previdência cairia muito bem considerando que o Brasil é um "fora de série" na relação entre a idade média da população e os gastos com previdência. Mas atribuir os juros excessivamente altos à ausência de reformas como a da previdência me

parece estar a léguas de distância do racional. Afinal, todos os países do mundo precisam dramaticamente fazer reformas da previdência e experimentam juros muito baixos. Superar a péssima qualidade do gasto público no Brasil é agenda para toda uma vida democrática.

Quando vejo que aberrações como os gastos com pensões por morte como proporção do PIB (3% do PIB no Brasil contra a metade ou menos nos países da OCDE) serem usadas como argumento quase central para explicar os juros altos no Brasil, fico estarrecido. Reconhecer a pertinência do grave problema responde de forma apenas tangencial à questão em tela. O caminho me parece errado. O questionamento da solvência de longo prazo do setor público também me parece fazer pouco sentido ainda para explicar o grau de distorção dos juros no Brasil. Afinal, como já sugerimos, a despeito das excepcionais circunstâncias internacionais, o Brasil hoje exhibe indicadores fiscais bastante razoáveis tanto no que diz respeito à relação dívida como proporção do PIB como em termos de déficit nominal do setor público. Em outras palavras, a pressão dos gastos públicos sobre a demanda não justificaria por si só juros historicamente tão altos. O Brasil está muito longe de ter o monopólio do descalabro fiscal.

Por outro lado, faz sentido que a poupança das famílias seja baixa em um país com demanda reprimida por décadas de concentração de renda. Mas mesmo nesse capítulo, outros países emergentes com a mesma propensão a consumir que a brasileira, conhecem taxas de juros substantivamente menores.

Ainda com relação a esse tema, um argumento forte é o de que a taxa de impaciência do brasileiro é possivelmente maior do que a observada em outros países. Será mesmo? Em outros países emergentes encontramos as mesmas ansiedades de melhora de vida e convivendo com juros muito baixos. Isso significaria que o brasileiro tem um grau de ansiedade tão grande para obter hoje os bens que poderia esperar alguns anos para acumular que se dispõe a pagar o dinheiro que for (juros que o mercado pedir) visando antecipar o acesso a eles. Em outras palavras, taxa de juros é sinônimo de taxa de impaciência. Essa tese sugere que se os juros fossem a metade dos atuais, teríamos uma explosão de consumo de bens gerando forte pressão inflacionária. Faz sentido? Sim. Explica os juros espetacularmente altos? Muito longe disso.

Patético é o argumento que ouvimos recentemente de que o caminho mais rápido para a convergência dos juros para a normalidade seria retroceder na política social brasileira. Nossa política social daria incentivos errados e as pessoas não poupariam por isso. Nada mais lógico e absurdo ao mesmo tempo. Um belo corte nas políticas sociais e os juros iriam rapidinho para a convergência. Está resolvido! Ou então poderíamos adotar a fórmula australiana de gerar um sistemático megadéficit externo e dismantelar o setor industrial para que os juros convergissem rapidamente para o normal. É prático e igualmente inacreditável.

Partamos então para a questão da indexação. Eu pergunto: afinal a inflação é alta por causa da indexação ou a indexação está presente porque a inflação é alta? Prefiro o segundo argumento.

Qualquer que seja o caso, resisto muito a aceitar o argumento de que a indexação seja a causadora de todos os males inflacionários brasileiros. Em muitos outros países onde a indexação é um esporte amplamente praticado, as taxas de juros são bastante baixas. Isso não

significa que devemos abandonar a agenda da desindexação que envolve a construção de um moderno desenho de incentivos para mitigar o problema.

Sobre o argumento de um estrutural e histórico desequilíbrio de oferta e demanda, nada mais refutável. Ou seja, essa é a tese de que a oferta cresce sempre atrás da demanda por fatores que travam a produção e os investimentos, diga-se de passagem, que estão crescendo forte e ininterruptamente desde o primeiro trimestre de 2005. Ou seja, o argumento é o de que a falta de reformas impede que a produção acompanhe o crescimento acelerado da demanda. Bem, nesse caso faz sentido, porém o gap de oferta e demanda no Brasil não é tão significativo que não possa ser coberto com importações em uma economia já razoavelmente aberta como a brasileira. Insistimos em crescer acima do potencial. Que teimosia! Esse argumento também me parece bastante frágil para explicar a inflação alta e os juros distorcidos.

Há também o argumento da excessiva indexação da dívida pública que me parece bastante robusto ainda que esteja longe de ser uma questão pacificada. A dívida indexada à Selic e o implacável parâmetro do CDI trazem para o curto prazo um custo que deveria ser apenas da dívida de longo prazo.

Mesmo que desse mato possa não sair muito coelho, nesse debate me surpreende que os meus ídolos economistas que, no passado, foram criticados por descobrirem a pólvora da moeda indexada quando a corrente majoritária insistia que o problema central da superinflação era o desequilíbrio fiscal, hoje desqualificam, os que veem no tema da indexação da dívida pública um elemento forte para, modestamente, ajudar a explicar os juros elevados no Brasil. Ora, essa questão, no mínimo, merece profunda reflexão.

Falta sentido de urgência não apenas aos governos em geral para avançar nas reformas como a nós economistas que, há anos, assistimos de camarote o desfile da carga distorcida de juros no Brasil, sem qualquer perplexidade.

Octavio de Barros é economista-chefe do Bradesco.

Este é o último de uma série de onze artigos sobre a conjuntura econômica atual, com foco maior nos problemas de câmbio, juros e inflação, feitos por renomados economistas a pedido do "Valor". A série completa poderá ser lida em.

<http://bit.ly/mr5utP>

A revisão do princípio da "divina coincidência"

A política econômica e a divina coincidência*

Autor(es): Márcio Holland | De Brasília

Valor Econômico - 28/06/2011

Olivier Blanchard, do FMI, e outros economistas engrossam o coro dos que acreditam que ideias aparentemente consensuais da política monetária deveriam ser revistas. A primeira é a quase obsessão da inflação baixa como mandato primário do banco central, em nome de um hiato do produto igual a zero. Essa convergência entre o PIB de equilíbrio e o produto observado, conhecida como "divina coincidência", é artifício amplamente usado para calibrar os juros. O segundo princípio a ser revisto está associado à política monetária sob baixas taxas de inflação. O terceiro é o pilar "um instrumento, uma meta", que se desmontou definitivamente a partir da crise de 2008

O Brasil tem provado que pode manter a inflação sob controle e pautar temas de crescimento econômico de longo prazo.

E em fevereiro de 2010, Olivier Blanchard, atual economista-chefe do Fundo Monetário Internacional (FMI), juntamente com dois colegas, publicou um texto¹ discutindo o que poderia parecer normal na política macroeconômica após a crise financeira internacional de 2008. Na verdade, por sua honestidade acadêmica, associada ao pragmatismo científico, o economista tratava de discutir o que estaria errado nas orientações de política econômica antes da crise e o que poderia continuar valendo a partir de então. Não somente Blanchard, mas outros economistas também engrossaram o coro daqueles que acreditam que algumas ideias aparentemente consensuais em matéria de política monetária deveriam ser revistas.

Primeiro, deveria ser revista a ideia quase obcecada de inflação estável e baixa como mandato primário, senão exclusivo, do banco central, em nome de um hiato do produto² igual a zero. Essa convergência entre o Produto Interno Bruto (PIB) de equilíbrio e o produto observado, também conhecida como "divina coincidência", é como uma bússola para a rota da inflação e, por isso, artifício amplamente usado para calibrar a taxa de juros.

Claro que preços estáveis cumprem um papel altamente relevante para a atividade econômica; inflação relativamente baixa e estável se tornou um patrimônio importante de toda a sociedade brasileira. Mas, crer que banqueiros centrais foquem apenas na inflação é um exagero retórico

típico de modelos exclusivamente teóricos.

Para Adrian e Shin (2008)³, taxas de juros de curto prazo são determinantes do custo de alavancagem e importantes na definição de intermediação financeira nos balanços de bancos e empresas. Assim, ciclos de liquidez e graus de alavancagem podem ser resultados de políticas monetárias. Noutras palavras, longos períodos de taxas de juros muito baixas podem aumentar a probabilidade de ocorrência de crises financeiras, como a de 2008. Por isso, esses autores recomendam que políticas monetárias e estabilidade financeira devam andar juntas.

Michael Woodford, professor da Universidade de Colúmbia, em Nova York, gasta 800 páginas do seu livro-texto de macroeconomia ("Interest and Prices") amplamente usado e destrinchado nas escolas de economia no Brasil e no mundo sem qualquer referência aos constrangimentos que podem advir do "lado financeiro". Nesta linha, resolvido o problema da "divina coincidência", ou seja, mantido o hiato do produto igual a zero, o banco central se tornaria crível e com elevada reputação. Afinal, é esperado que o produto observado flutue - com menor variância possível - em torno do produto potencial, uma variável não observada e de difícil mensuração. Em 2010, Woodford reconheceu a importância da intermediação financeira na política monetária⁴.

Desnecessário lembrar que há várias técnicas para se calcular o produto potencial. Afora a importância desta agenda de pesquisa, há uma série de restrições associadas ao seu cálculo, especialmente para seu uso contemporâneo. Importantes economistas, como Roberto Hall e Gregory Mankiw, já alertaram que bancos centrais deveriam suspeitar mais sobre o uso destas métricas. Ainda assim, é amplo e generalizado o uso de argumento de desequilíbrio entre oferta e demanda agregada para justificar alterações na taxa real de juros.

O segundo princípio econômico que deveria ser revisto está associado com a política monetária sob baixas taxas de inflação. Bem sabido, a inflação mundial, especialmente na OCDE, caiu drasticamente para próximo a 2% ao ano, já a partir dos anos 1990; ao mesmo tempo, as volatilidades da inflação e do produto também caíram dramaticamente. Neste contexto, a relação entre inflação passada e inflação corrente - o componente inflacionário conhecido como "inércia"- se enfraqueceu. Mesmo com algum atraso, economias historicamente inflacionárias passaram também a experimentar taxas de inflação controladas.

A partir da década de 1990, economias mundo afora se tornam bem menos inflacionárias. Abriu-se um amplo debate sobre as causas de tal sucesso mundial, até porque os preços do petróleo, bem como o de muitas outras commodities, seguiam em alta.

Vale destacar a euforia dos economistas no que ficou conhecido como a "grande moderação". Para muitos, incluindo ganhadores do Prêmio Nobel de Economia, problemas como flutuações cíclicas já estavam razoavelmente bem conduzidos pela teoria econômica. A partir de então, o mundo deveria experimentar períodos mais longos e estáveis de crescimento e recessões mais curtas e menos severas.

Voltando à queda da inflação e da variabilidade do produto, como o verificado a partir dos anos 1990, pode-se dizer que as causas para tal fenômeno são diversas. Parte das explicações

pode repousar sobre o chamado "Efeito-China", quando os mecanismos de propagação do choque não são os mesmos, sendo que contemporaneamente o trabalho se torna mais tolerante a maiores achatamentos nos salários reais; assim como com a globalização produtiva que intensificou a competição internacional e reduziu substancialmente os custos de produção, provavelmente com as influências dos baixos custos de trabalho advindos da China. É certo que boas práticas monetárias devem também ter levado a que as expectativas de inflação, componente importante na dinâmica da inflação, ficassem muito mais ancoradas.

O problema, se é que assim devemos dizer, é que em ambiente de baixa inflação as taxas de juros devem também permanecer excessivamente baixas. Isso pode se traduzir em limitações no uso de política monetária em situações adversas, como na crise financeira de 2008, ou em reversões cíclicas mais fortes. O convívio com longos períodos de baixas taxas de inflação com baixas taxas reais de juros pode, também, pelo canal apontado por Adrian e Shin, por exemplo, estimular a formação de bolhas financeiras e seu subsequente estouro.

Em hipótese alguma, não se pretende aqui defender regimes de altas taxas de inflação; mas, ficou evidente, pelas experiências recentes, que não se pode também desejar e perseguir níveis muito baixos de inflação, por um longo período de tempo, mantendo as taxas reais de juros persistentemente baixas.

Terceiro, o pilar "um instrumento, uma meta" da regra ótima de política monetária se desmontou, definitivamente. Afinal, até a crise financeira de 2008, os bancos centrais triunfaram sobre um mundo simplificado em um instrumento - taxa de juros de curto prazo -, e em uma meta - estabilidade de preços. E depois da crise? Quais instrumentos, quais metas? O que parece normal a partir de então?

A teoria da política monetária precisa dar respostas reais a problemas reais. Como tal, regulações micro e macroprudenciais financeiras aparecem como complemento importante na política monetária. Seu uso combinado com taxas de juros leva aos mesmos resultados sobre a inflação desejada que o uso exclusivo da taxa de juros, mas com imensas vantagens. Primeiro, a taxa de sacrifício - medida pela queda no produto ou aumento na taxa de desemprego - é bem menor quando se deseja reduzir taxas de inflação. Segundo, esse novo arranjo de política monetária aumenta a potência da própria taxa de juros com instrumento de controle de preços. Por fim, ao reduzir o grau de alavancagem e volatilidades nos mercados financeiros com mais estabilidade nas operações de crédito, evita a formação de bolhas, especialmente em mercados financeiros e em setores intensivos em crédito, como no mercado imobiliário, entre outros.

Assim, para banco central que se preocupa com estabilidade do sistema financeiro doméstico, o uso complementar de medidas micro e macroprudenciais é mais apropriado do que a aplicação exclusiva de Regra de Taylor padrão, a regra que diz que pressões inflacionárias devem ser respondidas com altas nas taxas reais de juros de curto prazo.

Vale a ressalva de que mesmo os melhores modelos e indicadores antecedentes de bolhas em preços de ativos são imperfeitos, o que dificulta, em muito, a formalização de uma nova regra monetária expandida para contemplar não somente a taxa de juros, o produto potencial, e a inflação, mas também os preços de ativos. Neste caso, talvez, valesse mesmo a máxima de

Alan Blinder, ex-vice-presidente Federal Reserve Board (Fed, banco central americano), de que política monetária terá sempre elementos de arte assim como de ciência.

Assim, ainda em fase de "recolher os cacos da teoria econômica" deixados à deriva após a tempestade financeira, os economistas parecem mais céticos quanto ao que parecia convencional, simples e prático. E muito céticos quanto ao que causou a fase da "grande moderação". De qualquer forma, a "divina coincidência" não parece mais tão atrativa aos olhos acurados de autoridades econômicas e acadêmicos. Registra-se, claro, a recorrente controvérsia entre economistas, e mesmo alguns respeitáveis da classe que ainda acreditam que o desequilíbrio entre oferta e demanda agregada justifica com exclusividade decisões de banqueiros centrais. Vão-se as ideias, ficam seus seguidores.

Como esta nova abordagem pode ser apropriada para a análise da economia brasileira?

Desnecessário lembrar que a boa qualidade de políticas econômicas e sociais colocou o país de volta ao trilho do desenvolvimento econômico. Recolocou, na agenda, questões ligadas ao crescimento de longo prazo, com responsabilidade fiscal, estabilidade de preços e inclusão social. Em menos de uma década, o país empreendeu um novo modelo de nação.

Mas, é claro que um importante problema macroeconômico ainda persiste, a saber, a elevada taxa real de juros de curto prazo. O Brasil tem exibido a maior taxa de juros, pelo menos desde 1994; ou seja, há quase duas décadas, independente do arranjo de política macroeconômica ou das transformações ocorridas, a taxa real de juros de curto prazo, mesmo que esteja no caminho da convergência aos níveis internacionais, ainda é persistentemente elevada. Depois do grande desafio de superar a inflação inercial e o quadro de quase hiperinflação, muito provavelmente esse se constitui em novo desafio de governo.

Em um olhar rápido pela nossa história recente, entre 1994 e 1998, a justificativa para as altas taxas reais de juros no Brasil era a adoção do regime de câmbio fixo. O fato é que raramente se viu na história monetária internacional taxas de juros tão elevadas quanto aquelas praticadas na fase de regimes de câmbio fixo aqui no Brasil. Apesar das desvalorizações cambiais controladas dentro de uma banda móvel de flutuação, as taxas reais de juros praticadas pelo Banco Central do Brasil eram superiores às da Argentina, por exemplo, que estava sob um rígido e mal desenhado regime de comitê de moeda.

Entre 1999 e 2002, as explicações passavam pelo elevado prêmio de risco associado à dívida pública, pela sua denominação - em moeda estrangeira e pós-fixada - e maturidade - curto prazo. Naquele momento, o Brasil era ranqueado com "grau de especulação" pelas agências de classificação de risco. Para muitos economistas em organismos multilaterais, como o FMI e o Banco Mundial, naquele momento o Brasil era tido como "serial defaulter" (caloteiro em série) e "debt intolerant" (intolerante à dívida, como os intolerantes à lactose), ou ainda "severamente endividado". Tantos adjetivos não poderiam justificar taxas de juros menores do que aquelas praticadas.

Fato curioso é que mesmo países "especulativos", com risco país similares e tidos como

"caloteiros", tinham taxas de juros menores do que as praticadas no Brasil.

A partir de 2003, a taxa real de juros brasileira começou a manifestar uma clara tendência de convergência para níveis internacionais. Mesmo em queda, era e continua sendo ainda a maior taxa de juros mundial. Neste momento, os riscos de crédito e soberano despencavam e com eles a taxa real de juros declinava, mas ainda se mantinha a mais elevada do mundo.

Os economistas trataram de sacar um conjunto de novas explicações. Primeiro, apareceu a explicação associada com a "incerteza jurisdicional" - a virtual má qualidade das instituições - associada com restrições aos fluxos de capital. Mesmo a liberalização da conta de capital verificada na década de 1990 não teria sido suficiente para aumentar a conversibilidade financeira do país. Não demorou muito para se observar que um grande número de países com riscos institucionais tão elevados quanto ao nosso e moeda não tão conversíveis, apresentavam taxas de juros relativamente menores que a brasileira.

Mais recentemente, o problema se voltou para o baixo nível de poupança doméstica. A inovação está no fato de que a baixa poupança nacional é explicada pela generosidade do Estado de Bem- Estar Social, consolidado na Constituição Federal e em políticas previdenciárias e sociais. Como prescrição, profundas reformas políticas, e alterações nos interesses sociais e nos incentivos, deveriam ser levadas a cabo para experimentarmos baixas taxas reais de juros. É como se o modelo teórico concluísse que toda a realidade brasileira está errada, não o modelo.

Mesmo modelos econômicos mais completos não conseguiam explicar as taxas reais de juros praticadas no país. De qualquer forma, gradualmente a taxa de juros convergia para níveis praticados nas principais economias mundiais. A crise financeira de 2008 interrompeu temporariamente este processo e, com ela, vieram incertezas diversas, seja sobre o tempo e a forma como viriam as recuperações econômicas, seja sobre como o Brasil sairia deste processo. Adicionam-se, ainda, as dúvidas sobre como as políticas macroeconômicas deveria ser conduzidas, como discutido anteriormente.

Para o Brasil de hoje, observando o debate nacional, temos duas alternativas. O caminho convencional, seguindo o receituário tradicional de política econômica como se nada tivesse mudado. Manter orientações de política conforme os modelos teóricos de sempre, sob regras supostamente ótimas de política monetária, e crença na "divina coincidência".

Ou pensar a realidade a partir de mudanças significativas em curso nas economias mundiais, assim como as transformações já verificadas no mercado doméstico, e construir uma agenda de crescimento sustentado na expansão do investimento, na melhoria da qualidade de políticas públicas e da educação, no adensamento de cadeias produtivas com promoção da competitividade via inovação tecnológica, entre outros. Incentivos à ampliação e alongamento da poupança de famílias e governo, promoção do mercado de crédito privado de longo prazo, e um sistema de formação de preços e salários mais flexíveis devem fazer parte desta agenda.

O fato observado e surpreendente foi que assim que a agenda do crescimento econômico, com responsabilidade fiscal, estabilidade de preços e inclusão social, foi colocada na mesa, o Brasil

começou a se transformar. Aprendemos que o crescimento econômico transforma um país, muda o mercado doméstico de bens e de trabalho; consolida importantes setores produtivos; e desenvolve um mercado de crédito amplo e sólido; muda a confiança da sociedade em investir e produzir. Com o crescimento, pode-se observar uma profunda transformação na percepção sobre o país por parte de investidores estrangeiros, organismos multilaterais e agências de classificação de risco. O Brasil tem provado que é possível manter a inflação sob criterioso controle e pautar temas de crescimento econômico de longo prazo. Manter essa agenda parece o caminho mais seguro e natural em um mundo de incertezas e modelos econômicos em reconstrução.

*As opiniões contidas neste artigo não representam a visão do Ministério da Fazenda. Gostaria de agradecer os comentários recebidos de Júlio Alexandre, Cleomar Gomes e Lígia Ourives.

1 Blanchard, O. et all. 2010. Rethinking Macroeconomic Policy. IMF Position Note, 12 de Fevereiro de 2010. www.imf.org

2 Por hiato do produto entende-se a diferença entre o produto (ou PIB, produto interno bruto) de equilíbrio e o produto observado, que de fato acontece. Quando o hiato do produto se iguala a zero supostamente a inflação se encontra em nível desejável.

3 Adrian, T. e Shin, H. S. 2008. Financial Intermediaries, Financial Stability, and Monetary Policy. Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium at Jackson Hole, agosto de 2008. www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2008/shin.08.06.08.pdf

4 Woodford, M. 2010. Financial Intermediation and Macroeconomic Analysis. www.columbia.edu/~mw2230/JEP%20draft%203.pdf

Márcio Holland é secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda, professor na Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (FGV-EESP) e pesquisador CNPq.

Este é o décimo de uma série de artigos sobre a conjuntura econômica atual, com foco maior nos problemas de câmbio, juros e inflação, feitos por renomados economistas a pedido do "Valor". Amanhã publicaremos o artigo de Octávio de Barros.

<http://bit.ly/iwU1Wp>

A longa travessia para a normalidade: juros reais no Brasil

Autor(es): Ilan Goldfajn | De São Paulo

Valor Econômico - 27/06/2011

Quanto mais os indivíduos preferem o consumo à poupança no presente, maior é taxa de equilíbrio

Parece uma eternidade. Mas foi há menos de uma década. O circo estava pegando fogo e eu me sentei para escrever um texto¹. Não era algo natural. A crise de 2002 estava instalada e, na diretoria do Banco Central (BC), nos ocupávamos do intenso dia a dia. O Brasil estava no meio do furacão e a comunidade internacional duvidava que a dívida pública brasileira seria paga. O texto argumentava que não havia razões econômicas para essa dívida e que a trajetória da dívida futura era declinante (tinha projeções até o distante 2011!). Deve ter sido um dos textos mais contestados da minha carreira. O final, como sabemos, foi feliz. O Brasil teve uma década de sucesso e a dívida declinou de 63%, na época, para em torno de 40% do Produto Interno Bruto (PIB), hoje.

Mas nessa viagem ao passado, um fenômeno salta aos olhos. Na época, projetávamos manutenção dos superávits fiscais primários, crescimento razoável, câmbio mais apreciado (no auge da crise chegou a cerca de US\$ 4 reais) e juros menores. Tudo mais ou menos em linha com o ocorrido. Mas os juros reais no Brasil permanecem acima do padrão internacional, mesmo de países de similar desenvolvimento.

Não quer dizer que os juros tenham permanecido nos mesmos patamares do passado. De fato, a economia brasileira tem experimentado uma tendência de queda dos juros reais nos últimos anos, principalmente após a adoção do regime de metas de inflação em 1999. As taxas de juros reais básicas no Brasil recuaram de 11,4% ao ano, em média, no período entre janeiro de 2000 e junho de 2004, para 9,7% entre julho de 2004 e dezembro de 2008, e para próximo de 7% mais recentemente. Mas esta ainda é uma taxa muito alta para uma economia estável e próspera como o Brasil nos últimos anos.

Como mostrado por Bacha², há evidências empíricas de redução do juro real no Brasil em relação ao resto do mundo, e a diferença entre essas duas taxas diminuiu com a adoção do regime de metas de inflação. No entanto, controlando para os ciclos econômicos no Brasil e no resto do mundo, e para a inércia do ajustamento, a diferença entre as duas taxas permanece elevada.

Não considero que o alto nível da taxa de juros no Brasil seja um fenômeno permanente. Na

sua travessia, o Brasil precisa gerar as condições para passar a ter uma taxa de juros baixa. É uma tarefa difícil, mas não intransponível. Há vários casos bem-sucedidos de redução de juros em países emergentes. A Turquia, no começo de 2003, amargava juros reais (acima da inflação) de 25% ao ano, e depois conseguiu que suas taxas convergissem para níveis de um dígito. A Polônia derrubou sua taxa de juros reais de 9% ao ano para 3%, a partir de 2001. Na América Latina, ocorreu o mesmo. No Chile, as taxas caíram de 8% para 3%, assim como houve quedas significativas no Peru.

A pergunta no Brasil é por que a transição para um patamar de juros reais tem sido tão lenta?

Tenho preferência pelas explicações fundamentais. Entendo a taxa de juro real de equilíbrio (ou neutro) como aquela que permite ao Brasil crescer no seu potencial, sem gerar pressões inflacionárias. Essa taxa depende das condições econômicas como a estabilidade, o risco percebido, a produtividade, a política fiscal (crescimento de gastos), assim como das distorções ainda existentes da economia brasileira. Depende também de quanto os brasileiros estão dispostos a poupar, em vez de consumir hoje. Quanto mais os indivíduos preferem o consumo no presente, maior é taxa de juro real de equilíbrio.

A alternativa de os juros altos serem resultado de equívocos de política monetária (mais altos que o necessário) não é compatível com os dados, pois teriam de ter durado por décadas e levariam a forças deflacionárias, com inflação sistematicamente abaixo das metas, o que não tem sido o caso.

O entendimento de por que os juros ainda são tão altos passa pela compreensão cuidadosa de seus determinantes. Na busca pelos determinantes é interessante distingui-los pela sua relevância temporal na taxa de juros de equilíbrio. Alguns podem impactar a taxa de equilíbrio apenas no curto prazo, enquanto outros mudam sua trajetória de longo prazo.

O juro real neutro de longo prazo depende dos fundamentos da economia, de fatores estruturais, alguns mencionados acima, como a produtividade, preferências intertemporais, prêmio de risco soberano, dívida pública, prêmio de risco de inflação, questões institucionais, etc. São fatores diretamente associados ao comportamento da poupança no longo prazo.

O juro real de equilíbrio de curto prazo depende do juro real de longo prazo e de elementos conjunturais. Mudanças temporárias no ritmo de crescimento da economia global, assim como acelerações cíclicas no gasto do governo ou alterações na taxa de câmbio real afetam o juro real de equilíbrio no curto prazo.

Introduzo aqui já a minha preferência pela explicação da insuficiência de poupança doméstica, como já introduzido por André Lara Resende³ neste espaço, como explicação para a manutenção dos juros altos nessa transição para a normalidade. Os juros servem para inibir o consumo privado e estimular a poupança, na ausência de poupança pública suficiente para financiar os necessários investimentos.

Estimativas de um estudo recente com Aurelio Bicalho⁴ identificam que a redução do diferencial de juros em relação a outras economias exige um ajuste fiscal que controle o

crescimento dos gastos do governo.

Os resultados também revelam que o prêmio de risco-país, a dívida pública em proporção do PIB e o crédito em proporção do PIB, todos com defasagens, afetam o nível da taxa de juro real e explicam a trajetória de queda observada nos últimos anos. Mostram também que a taxa de juros real de equilíbrio de longo prazo tem se reduzido nos últimos anos, mas o nível estimado continua bastante elevado quando comparado a outras economias emergentes.

O impacto do prêmio de risco e da dívida pública na taxa de juro real é coerente com outros resultados encontrados na literatura. As estimativas mostram também que o aumento do crédito em proporção do PIB contribui, com longas defasagens, para a redução do juro real de equilíbrio de longo prazo. Essa relação pode ser reflexo do impacto de avanços na estrutura institucional do mercado financeiro, que estaria sendo captada pela variável crédito. Uma melhora na estrutura dos mercados poderia, por exemplo, ampliar as opções de ativos em termos de retorno, risco e liquidez disponíveis para os poupadores. Isso funcionaria como um estímulo à poupança, o que diminuiria a taxa de juro real de equilíbrio. O aumento do crédito na economia pode estar relacionado a esse avanço nas estruturas dos mercados, com o desenvolvimento de novos produtos, o que tenderia a reduzir a taxa de juros. Mas para que o crédito contribua para a redução da taxa de juro real de equilíbrio de longo prazo, é necessário que sua expansão seja determinada por fatores estruturais, como a redução da assimetria de informação, avanço institucional que acelere a recuperação do colateral e desenvolvimento de novas estruturas financeiras (caso contrário, o efeito no curto prazo pode ser o inverso).

Mas há outras explicações na literatura para a taxa de juros elevada. Uma delas é a existência de incerteza jurisdicional e ausência de conversibilidade da moeda desenvolvida por Persio Arida, Edmar Bacha e Andre Lara Resende⁵. A incerteza jurisdicional afeta a poupança e evita o desenvolvimento de um mercado de crédito de longo prazo. A ausência da conversibilidade da moeda pressiona as taxas de juros de curto prazo, pois os poupadores exigem uma taxa maior para alocar seus recursos no mercado de dívida local. Esses fatores institucionais afetam a curva de poupança doméstica e o fluxo de capitais, influenciando a taxa de juro real de equilíbrio.

Considerando dados de diversos países, os estudos mostram que o efeito da dolarização (ou a falta de conversibilidade da moeda) é significativo⁶, embora pequeno, em explicar o nível mais alto da taxa de juro real no Brasil. Os resultados também evidenciam a importância do risco de crédito soberano em explicar o nível da taxa de juro real. Países de classificação de risco grau de investimento possuem taxas de juros reais de cerca de 2 pontos percentuais mais baixas do que países com classificação de risco pior. No longo prazo, essa diferença pode chegar a 4 pontos percentuais.

A trajetória recente dos juros parece confirmar os resultados do estudo com Aurelio Bicalho. Esse identifica que a recente crise internacional reduziu temporariamente a taxa de juro de equilíbrio de curto prazo, mas o mesmo não parece ter ocorrido com a taxa de equilíbrio de longo prazo. A queda da atividade econômica global reduziu o crescimento do país, permitindo que a taxa de juro real ficasse abaixo da taxa neutra de longo prazo para equilibrar a economia através dos estímulos ao consumo e ao investimento. Notamos, também, que a

incerteza sobre o nível do juro real de equilíbrio de curto prazo aumentou substancialmente durante a crise internacional. Essa incerteza refletiu, em grande medida, a intensidade do impacto do crescimento mundial na economia doméstica, além da intensidade dos impactos das medidas anticíclicas adotadas durante a crise.

O impacto da crise no juro de equilíbrio de curto prazo teve consequências na condução da política econômica naquele momento. No auge da crise, o Banco Central reduziu a taxa de juros para estimular o crescimento. Ao mesmo tempo, o governo adotou uma política fiscal expansionista via aumento de gastos e redução de impostos. Além disso, utilizou o canal de crédito como instrumento para incentivar a atividade econômica. A partir do momento em que essas medidas começaram a atuar na economia e o mundo voltou a crescer, a taxa de juro real de equilíbrio de curto prazo inverteu a sua trajetória de queda e passou a subir em direção à taxa neutra de longo prazo.

No início de 2010, as estimativas mostravam que a taxa de equilíbrio de curto prazo estava próxima da neutra de longo prazo. Logo, os estímulos monetários e fiscais deveriam ser retirados, pois o risco era um aquecimento exagerado da atividade econômica, com elevação das pressões inflacionárias. No final de 2010 e início de 2011, esses estímulos começaram a ser retirados.

A dinâmica da taxa de juros real de equilíbrio é de suma relevância para a condução da política monetária. É através dos desvios entre a taxa de juros efetiva, que é afetada pelas decisões do Banco Central, e a taxa de juro de equilíbrio de longo prazo que a autoridade monetária estimula ou contrai a demanda agregada com o intuito de alcançar seu objetivo final, que é o de manter a inflação na meta.

É importante reconhecer que há um alto grau de incerteza nas estimativas das taxas de juros de equilíbrio. As evidências internacionais mostram que é bastante incerta a estimativa da taxa de juro real de equilíbrio em diferentes países, mesmo para aqueles com taxas muito inferiores e com menor volatilidade do que a taxa do Brasil. De fato, os intervalos das estimativas para a taxa de juro real de equilíbrio em diversos países revelam o grau de incerteza que cerca essas variáveis. É comum um intervalo de 1 ponto nessas estimativas, mesmo para economias com níveis baixos de taxas de juros. No Brasil, onde a taxa de juros tem tido uma tendência de queda, como evidenciam os dados e as nossas estimativas, e o nível da taxa ainda é bastante elevado, quando comparado aos padrões internacionais, é provável que o grau de incerteza seja ainda mais alto.

Dadas as elevadas incertezas associadas às medidas das taxas de equilíbrio, acreditamos que o melhor que a autoridade monetária possa fazer é conduzir a política monetária de forma pragmática, avaliando continuamente o impacto de suas ações sobre a economia. Deste modo, a política monetária deve continuar baseando-se nos sinais advindos da inflação, da atividade e de outras variáveis macroeconômicas, permitindo que mudanças estruturais sejam percebidas sem mais demoras.

As evidências acima sugerem que a opção da sociedade por gastos públicos crescentes (vários destes legítimos) tem contribuído para retardar o processo de convergência da taxa de juro real

de equilíbrio para níveis internacionais tanto no curto prazo quanto no longo prazo. A redução do crescimento dos gastos correntes, tudo o mais constante, aumentaria a poupança da economia e reduziria o juro real de equilíbrio. Uma queda consistente dos juros possibilitaria um conjunto de desenvolvimentos que não são viabilizados com juros altos, como o alongamento dos horizontes dos poupadores e dos investidores, fundamental ao financiamento do investimento no Brasil.

A estabilidade macroeconômica e a credibilidade da autoridade monetária têm exercido papel fundamental na redução dos prêmios de risco, permitindo a queda da taxa de juros real de equilíbrio de longo prazo. Aliado a isso, uma política fiscal voltada para a redução dos gastos públicos contribuiria para acelerar esse processo e fazer com que no futuro o Brasil tenha taxas de juros reais mais próximas dos padrões internacionais.

1 Goldfajn, I. Há razões para duvidar de que a dívida pública é sustentável? Nota Técnica do Banco Central do Brasil número 25, Julho 2002.

2 Bacha, E. Além da Tríade: Como Reduzir os Juros? Novos Dilemas da Política Econômica - Ensaios em Homenagem a Dionísio Dias Carneiro, Eds: Bacha, E. e De Bolle, M., LTC, 335p, 2011

3 Lara Resende, A. Juros: Equívoco ou jabuticaba, Valor 16/06

4 Goldfajn, I. e Bicalho, A. A Longa Travessia para a Normalidade: Os Juros Reais no Brasil. Novos Dilemas da Política Econômica - Ensaios em Homenagem a Dionísio Dias Carneiro, Eds: Bacha, E. e De Bolle, M., LTC, 335p, 2011

5 Arida, P., Bacha, E., e Lara-Resende, A. Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil. IEPE/CdG, 1-25, 2004.

6 Bacha, E., Holland, M. e Gonçalves, F. A Panel-Data Analysis of Interest Rates and Dollarization in Brazil. Revista Brasileira de Economia. 63, n.4, 341-360, 2009

Agradeço a Aurelio Bicalho pela contribuição a este artigo.

Ilan Goldfajn é economista-chefe do Itaú Unibanco e sócio do Itaú BBA.

Este é o nono de uma série de artigos sobre a conjuntura econômica atual, com foco maior nos problemas de câmbio, juros e inflação, feitos por renomados economistas a pedido do "Valor". Amanhã publicaremos o artigo de Márcio Holland.

<http://bit.ly/k1JyDC>

A escolha de Sofia?

Autor(es): José Luis Oreiro

Valor Econômico - 24/06/2011

Algumas visões ortodoxas sustentam que para que o país possa ter uma taxa de juros mais baixa seria necessário: 1) acabar com a acumulação de reservas internacionais por parte do Banco Central (BC) e aprofundar o processo de conversibilidade do Real, o que levaria a uma maior valorização da taxa real de câmbio de forma a atrair a poupança externa necessária para o "equilíbrio macroeconômico"; ou 2) aumentar a poupança doméstica por intermédio da redução do grau de cobertura do Estado do Bem-Estar Social, uma vez que as políticas sociais atuais geram incentivos contrários à abstenção de consumo presente, contribuindo assim para uma baixa taxa de poupança doméstica.

O argumento se baseia no seguinte raciocínio. Em função da estrutura perversa de incentivos à abstenção de consumo presente, devido à ampla cobertura previdenciária, a taxa doméstica de poupança no Brasil é baixa, de maneira que o equilíbrio macroeconômico entre oferta e demanda agregada exige uma elevada taxa real de juros, criando um grande diferencial positivo entre a taxa de juros doméstica e a taxa de juros internacional.

Numa economia aberta com mobilidade de capitais, esse diferencial de juros cria enormes incentivos para a entrada de capitais especulativos, os quais tendem a apreciar a taxa real de câmbio. Esta apreciação incrementaria as importações e reduziria as exportações, aumentando o déficit em conta corrente, o qual seria financiado com poupança externa. À medida que o câmbio se aprecia e a poupança externa flui para o país, contudo, a demanda doméstica passa a ser direcionada para bens produzidos no exterior, diminuindo a pressão sobre a oferta de bens disponíveis, o que permite a manutenção de uma taxa de inflação estável com juros mais baixos.

"Parece pouco plausível que o problema do juro alto se deva à falta de poupança doméstica."

Assim, sustenta-se que, com o fim da política de acumulação de reservas combinado com a plena conversibilidade do real, a economia irá alcançar um novo ponto de equilíbrio no qual os juros reais serão mais baixos e o câmbio será mais valorizado do que na situação inicial. O corolário desta política é que a nova taxa real de câmbio de equilíbrio será provavelmente muito baixa para dar garantias mínimas de sobrevivência à indústria nacional. O país estaria condenado, portanto, à desindustrialização.

Logo, a eliminação do problema "juro alto, câmbio valorizado" requer que o governo e a sociedade brasileira façam uma escolha entre desindustrialização e fim do Estado do Bem-Estar Social, uma verdadeira "escolha de Sofia".

O governo atual tenta - segundo a perspectiva ortodoxa - escapar desse dilema por intermédio da política de acumulação de reservas conduzida pelo Banco Central. Quando o BC compra reservas, e as esteriliza por intermédio de operações compromissadas, ocorre um aumento da

demanda por moeda estrangeira, a qual produz uma elevação "artificial" do preço da mesma, de maneira a se produzir uma taxa real de câmbio subvalorizada.

Essa desvalorização artificial do câmbio impede o aumento da poupança externa, travando assim o processo de ajuste "natural" pelo qual a demanda doméstica se equipararia a oferta disponível, o que permitiria a redução da taxa real de juros. Logo, a política de acumulação de reservas consegue impedir (parcialmente) a valorização natural da taxa real de câmbio, à custa da manutenção da taxa real de juros em patamares elevados na comparação com outros países. Essa política de acumulação de reservas, contudo, tem um elevado custo fiscal, em função do alto custo de carregamento dessas reservas, resultado do diferencial entre a taxa de juros doméstica e a taxa de juros internacional.

A argumentação acima tem quatro premissas fundamentais e uma conclusão empiricamente testável. A primeira premissa é que a oferta doméstica de bens é inelástica a longo prazo, de forma que um aumento da demanda agregada autônoma exige um aumento da taxa real de juros para que se mantenha o equilíbrio macroeconômico, ou seja, uma taxa de inflação constante e estável. A segunda é que o Brasil sofre de um problema estrutural de escassez de poupança doméstica devido aos incentivos perversos criados pela Constituição de 1988, os quais estimulam o consumo presente em detrimento da poupança e do consumo futuro. A terceira é que a apreciação do câmbio real gera um aumento da taxa de poupança externa, sem que haja uma redução da taxa de poupança doméstica. Assim, a apreciação da taxa real de câmbio permite um aumento da poupança agregada da economia, não havendo substituição de poupança doméstica por poupança externa. A quarta é que o elevado risco cambial, causado pelo alto risco de conversibilidade, que por sua vez aumenta os custos de hedge, contribui para que a taxa de juros doméstica seja superior as taxas internacionais.

"A liberalização financeira não apresenta os resultados esperados sobre o crescimento."

A conclusão, que é empiricamente testável, é que a economia brasileira se encontra hoje com uma taxa de câmbio sub-valorizada. Argumentamos que as quatro premissas são questionáveis, ao passo que a conclusão empiricamente testável é rejeitada na maior parte dos estudos existentes.

A inelasticidade da oferta agregada a longo prazo parece indicar que para visão ortodoxa a economia opera com pleno emprego da força de trabalho ou que, pelo menos, a economia está com uma taxa de desemprego próxima ao que se denomina de NAIRU, ou seja, taxa de desemprego para a qual a inflação não se acelera. Com efeito, a economia brasileira tem registrado nos últimos meses (mas não durante todo o governo Lula) níveis bastante baixos de desemprego, o que tem levado vários economistas a afirmar que o Brasil vive, hoje em dia, um estado de pleno emprego de fato.

A argumentação se baseia explicitamente na hipótese de que a oferta agregada é inelástica¹, logo o pleno emprego deve ser a "norma" e não o caso fortuito². Tendo em vista que o Brasil convive há vários anos com o problema "juro alto, câmbio valorizado" não nos parece correto basear toda uma argumentação lógica em cima de um pressuposto que, se for válido, aplica-se apenas ao período bem mais recente da economia brasileira. De fato, o pleno emprego

certamente não tem sido a norma no Brasil desde o início dos anos 80.

A premissa de que o Brasil sofre de um problema de escassez crônica de poupança doméstica devido aos incentivos perversos produzidos pela Constituição de 1988 também parece não ser uma hipótese plausível. Do ponto de vista da teoria keynesiana, tal como os gastos agregados determinam a renda global da economia, o poupança agregada resulta das decisões empresariais de investimento.

De fato, ao observarmos o comportamento da taxa de investimento e da poupança bruta no Brasil entre o primeiro trimestre de 2000 e o primeiro de 2011, constatamos que: 1) as flutuações da taxa de poupança são mais intensas do que as flutuações da taxa de investimento; mas, grosso modo, as flutuações da última acompanham as flutuações da primeira, e 2) a taxa de poupança bruta apresenta dois momentos de intensa variação, a saber, entre o primeiro trimestre de 2003 e o primeiro de 2004, período no qual ela apresenta um forte aumento de 4%; e o primeiro trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2009, período em que a taxa de poupança sofre uma redução bastante significativa de 4,2%.

Essas mudanças súbitas na taxa de poupança bruta não podem ser atribuídas a mudanças no Estado do Bem-Estar, mas sim a evolução da taxa real de câmbio, da taxa de inflação e da política tributária do governo. Com efeito, o início do governo Lula se caracterizou pela combinação de taxa real de câmbio depreciada e taxa de inflação relativamente alta (ainda que em declínio), fatores que combinados deprimem o salário real, produzindo assim uma redução do consumo privado e, conseqüentemente, um aumento da poupança doméstica privada. Entre 2008 e 2009, a redução da taxa de poupança pode ser explicada pelas medidas temporárias de desoneração tributária para estimular o consumo de alguns bens duráveis de maneira a combater os efeitos da crise financeira mundial.

Findos os programas de redução temporária de tributos, observa-se uma recuperação significativa da taxa de poupança bruta, a qual aumenta 2,2% entre o primeiro trimestre de 2009 e o primeiro de 2011.

Além disso, parece ser pouco plausível que o problema do juro elevado no Brasil se deva à escassez de poupança doméstica. Com efeito, se essa explicação fosse correta, então a taxa real de juros de longo prazo deveria ser muito alta para os padrões internacionais, o que não acontece. Com efeito, o contrato de DI futuro/swaps com vencimento em julho de 2014 estava pagando um juro real ex-ante de 7,4% ao ano no dia 14/06/2011. Trata-se de um juro elevado, mas não absurdo na comparação com outros países em desenvolvimento.

Na verdade o problema brasileiro é que a taxa real de juros de curto prazo é muito alta para os padrões internacionais. Isso não tem nada a haver com uma alegada escassez de poupança doméstica, mas com a forma de rolagem da dívida pública brasileira herdada do período de inflação alta.

A razão fundamental para a persistência de um juro real tão elevado deve-se, em parte, ao fato de que nosso país é o único no mundo onde o mercado monetário e o mercado de dívida pública estão conectados por intermédio das chamadas Letras Financeiras do Tesouro, a

"jabuticaba" brasileira, as quais respondem por cerca de 35% da dívida federal. A existência desses títulos faz com que a taxa de juros que a autoridade monetária utiliza para colocar a inflação dentro da meta definida pelo CMN seja a mesma taxa de juros que o Tesouro paga por uma fração considerável da dívida pública.

Assim, a taxa Selic é obrigada a cumprir duas funções: ela é a taxa de juros que regula os empréstimos no mercado interbancário, ao mesmo tempo é a taxa pela qual o Tesouro rola uma parte significativa da dívida pública. Como a mesma taxa de juros precisa desempenhar duas funções, segue-se que a função de instrumento de política monetária acaba sendo contaminada pela função de rolagem da dívida pública federal, e vice-versa, uma vez que o BC não tem como fixar um valor da Selic para as operações no mercado interbancário e outro valor da Selic para as operações de rolagem da dívida pública.

Nesse contexto, a fragilidade ainda remanescente das contas públicas brasileiras acaba por fazer com que a taxa de juros requerida pelo mercado para a rolagem da dívida pública seja "excessivamente alta", sendo transmitida, por arbitragem, para as operações normais de política monetária. Alternativamente, o comportamento da política monetária (com viés de alta na taxa de juros) igualmente pode contaminar a rolagem da dívida pública.

Deve-se ressaltar que propalada melhoria da situação fiscal do governo tem sido exagerada: não só o setor público consolidado continua gerando expressivos déficits nominais (3,3% do PIB em 2009 e 2,6% do PIB em 2010), como os juros nominais da dívida (5,4% do PIB em 2009 e 5,3% 2010) superam em muito o superávit primário (3,3% do PIB em 2009 e 2,6% em 2010).

Dessa forma, o Estado brasileiro ainda possui uma postura financeira "Ponzi", ou seja, as receitas líquidas do governo não são capazes de cobrir a totalidade das despesas de juros³, o que eleva o risco de financiamento do Tesouro, aumentando assim o poder de mercado dos compradores de títulos, os quais podem exigir taxas de juros mais altas para a colocação dos papéis do governo.

A premissa de que não existe substituição de poupança doméstica por poupança externa nos parece também bastante questionável⁴. Isso porque uma apreciação da taxa real de câmbio induz um aumento - este sim artificial - do salário real e da participação dos salários na renda. Como a propensão a consumir a partir dos salários é maior do que a propensão a consumir a partir dos lucros, segue-se que uma apreciação da taxa real de câmbio irá produzir uma redução da taxa de poupança doméstica, anulando total ou parcialmente o efeito do aumento da poupança externa sobre a poupança agregada da economia.

A premissa de que o risco de conversibilidade contribui para elevar a taxa de juros doméstica é igualmente questionável⁵. Se existe um assunto que tem sido fortemente questionado pela literatura internacional, e até por instituições multilaterais como o Fundo Monetário Internacional (FMI), são os supostos benefícios da liberalização financeira para os países em desenvolvimento. Mercados financeiros e cambiais em países emergentes se defrontam frequentemente com o problema de integração financeira internacional assimétrica: seus mercados são estreitos vis-à-vis o volume dos fluxos de capitais, podendo torná-los em certas

circunstâncias bastante instáveis, com efeitos instabilizadores sobre a taxa de câmbio, já que o comportamento dos investidores externos é em boa medida determinado por fatores exógenos.

Assim, a existência de um volume de reservas cambiais elevado e/ou a possibilidade de se implementar controle de capitais quando a circunstância convir podem sinalizar aos investidores o compromisso do governo de manter um razoável ordenamento no mercado de divisas, contribuindo para sua maior estabilidade. As evidências empíricas sobre os benefícios do processo de liberalização financeira sobre crescimento econômico e estabilidade macroeconômica no Brasil não apresentam os resultados esperados pelos defensores da liberalização⁶.

Quanto ao argumento de que a taxa de câmbio encontra-se subvalorizada, sustentado por alguns economistas ortodoxos⁷, estima-se normalmente um modelo de determinação da taxa real de câmbio de equilíbrio, onde o câmbio de equilíbrio depende dos termos de troca e do passivo externo líquido. Nesse modelo, o câmbio real no Brasil encontra-se 5% acima do valor de equilíbrio, ou seja, a situação prevalecente na economia brasileira seria, nesse caso, de câmbio sub-valorizado. Essa conclusão é contrária a uma boa parte da literatura brasileira que trata do tema em consideração.

O problema de tais modelos é que eles ignoram a dimensão doméstica do conceito de taxa real de câmbio de equilíbrio⁸, a qual é definida como aquele nível da taxa real de câmbio que garante simultaneamente o equilíbrio externo (déficit em conta corrente sustentável no longo prazo) e o equilíbrio interno (economia operando com pleno emprego e inflação estável). Dessa forma, não é de surpreender que nas estimativas convencionais a dinâmica da taxa real de câmbio de equilíbrio seja praticamente idêntica à dinâmica da taxa real de câmbio efetiva, fazendo com que os episódios de desalinhamento cambial, quando ocorrem, sejam de reduzida magnitude e baixa persistência temporal.

Concluimos a argumentação ortodoxa sobre a taxa de juros é questionável do ponto de vista de sua fundamentação teórica e empírica, e que a economia brasileira não parece estar fadada a uma "escolha de Sofia" entre a desindustrialização e o fim do Estado do Bem-Estar Social.

1 As evidências empíricas disponíveis para a economia brasileira mostram que o regime de crescimento prevalecente no Brasil é puxado pela demanda agregada, conforme Oreiro, J., Souza, G. e Nakabashi, L. (2010). "A economia brasileira puxada pela demanda agregada". Revista de Economia Política, vol. 30, n.4.

2 O equilíbrio com pleno emprego, embora seja uma possibilidade lógica, é apenas uma entre "n" posições de equilíbrio numa economia capitalista, uma vez que as economias de mercado não possuem mecanismos endógenos capazes de garantir a convergência à posição de equilíbrio com pleno emprego.

3 Isto não quer dizer que o Estado brasileiro esteja insolvente, pois ele tem capacidade de se financiar no mercado. A solvência do Tesouro depende de uma série de fatores, como o comportamento da taxa de crescimento do PIB, superávit primário, taxa Selic e a composição

da dívida pública.

4 A hipótese de que a poupança doméstica e a poupança externa são substitutas é desenvolvida em Bresser-Pereira, L.C. (2009), *Globalização e Competição*. Elsevier.

5 A chamada hipótese Arida-Bacha-Resende segundo a qual o problema do juro alto no Brasil está relacionado com a conversibilidade incompleta do Real, foi objeto de amplo debate na *Revista de Economia Política*.

6 Ver, entre outros, Paula, L.F. (2011). *Financial Liberalization and Economic Performance: Brazil at the crossroads*. Routledge.

7 Ver, entre outros, Pastore, A.C; Pinotti, M.C; Almeida, L.P (2008). "Câmbio e crescimento: o que podemos aprender?" In *Brasil Globalizado*. Elsevier.

8 Conforme Nurkse, R. (1945). "Conditions of international monetary equilibrium". *Essays in International Finance* 4. Princeton University Press.

José Luis Oreiro, com Luiz Fernando de Paula é professor do Departamento de Economia da UnB e diretor da Associação Keynesiana Brasileira (AKB) e professor da Faculdade de Ciências Econômicas da UERJ e presidente da AKB, respectivamente.

Este é o oitavo de uma série de artigos sobre a conjuntura econômica atual, com foco maior nos problemas de câmbio, juros e inflação, feitos por renomados economistas a pedido do "Valor". Segunda-feira publicaremos o artigo de Ilan Goldfajn

<http://bit.ly/iqJ8y0>

Finança global e a miséria da macroeconomia

Autor(es): Luiz Gonzaga Belluzzo | De São Paulo

Valor Econômico - 22/06/2011

É ilusão imaginar que o câmbio flutuante vai resistir a uma reversão do fluxo de capitais

O sistema monetário internacional desenhado em Bretton Woods nos idos de 1944 almejava a constituição de um conjunto de regras destinado a prevenir a instabilidade que sacudiu a economia mundial nos anos 20 e 30 do século XX. As novas regras determinavam a conversibilidade da moeda reserva à razão de US\$ 35 por onça-troy; adoção de taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis; limitada mobilidade de capitais; cobertura de déficits em transações correntes atendida por uma instituição pública multilateral.

Em sua concepção original, o Fundo Monetário Internacional (FMI) deveria funcionar como um provedor de liquidez aos países com desequilíbrio de curto prazo no balanço de pagamentos. O artigo VII dos estatutos do Fundo Monetário - a chamada cláusula da "moeda escassa" - permitia a adoção de controles cambiais em situações de agudo desequilíbrio do balanço de pagamentos.

Câmbio e juros, nesse sistema, eram preços-âncora, cuja relativa estabilidade e previsibilidade eram vistas como essenciais para a formação das expectativas dos possuidores de riqueza envolvidos nas decisões de produção e investimento. Este "modo de regulação" tinha um duplo objetivo: construir um sistema monetário realmente internacional, favorável à expansão do comércio entre as nações e impedir que condicionantes ou choques externos passassem a comandar a política econômica doméstica, definindo a trajetória das economias nacionais.

Os controles cambiais - sobretudo na conta de capital - eram prática corrente: as políticas monetárias e fiscais (bem como os sistemas financeiros nacionais) deveriam estar voltadas para a sustentação de taxas elevadas de crescimento econômico e para a maximização do bem-estar dos cidadãos. Essa etapa terminou no "dollar glut" e, em 1971, na decretação unilateral do fim da conversibilidade da moeda americana com ou ouro à razão de US\$ 35 por onça-troy.

Superada a crise da estagflação e da baixa "produtividade" dos anos 70 do século passado, a elevação da taxa de juro deflagrada por Paul Volker em 1979 deu novo impulso à "expansão americana". À sombra do fortalecimento do dólar, os Estados Unidos impuseram a liberalização financeira "urbi et orbi", assim como impulsionaram a metástase produtiva para o Pacífico dos pequenos tigres e novos dragões. Nos últimos 30 anos, a desregulamentação

dos mercados e a crescente liberalização dos movimentos de capitais alteraram profundamente o jogo das regras.

A partir de 1973, os regimes cambiais caminharam na direção de um sistema de taxas flutuantes. Tratava-se, diziam, de escapar das aporias da "trindade impossível", ou seja, da convivência entre taxas fixas, mobilidade de capitais e autonomia da política monetária doméstica. As palavras de ordem do novo consenso proclamavam as virtudes da abertura comercial, da liberalização das contas de capital, da desregulamentação e da "descompressão" dos sistemas financeiros domésticos.

Um após outro, os países de moeda não conversível promoveram a abertura financeira. Nos países centrais, a desregulamentação financeira rompeu os diques de segurança erigidos depois da crise dos anos 30. Nos EUA, tais restrições à finança buscavam impedir que os bancos comerciais se envolvessem no financiamento de posições "especulativas" nos mercados de riqueza (ações e imóveis), com consequências indesejáveis para a solidez dos sistemas bancários.

Com o benefício da visão retrospectiva, é fácil dizer que a associação entre liberalização das contas de capital e desregulamentação financeira provocou a excitação dos ciclos de crédito, a formação de bolhas nos mercados de ativos e a sucessão de crises bancárias, cambiais e de endividamento soberano na periferia.

Alan Greenspan, às vésperas de sua saída da presidência do Federal Reserve (Fed, banco central americano), chamou a atenção para as alterações provocadas pela globalização nas relações entre desemprego e inflação. Ele dizia que "durante as últimas décadas, a inflação caiu sensivelmente no mundo inteiro, assim como a volatilidade da economia. A globalização e a inovação parecem elementos essenciais de qualquer paradigma capaz de explicar os eventos dos últimos 10 anos."

Em seu livro "Interest and Prices", o economista Michael Woodford nos presenteou com uma exposição sobre o regime de metas. Woodford, apoiado "nos escritos monetários (não quantitativistas) de Knut Wicksell" se propõe a definir as condições de existência de uma regra ótima de reação do banco central diante de alterações antecipadas no nível geral de preços.

Os bancos centrais buscam coordenar as expectativas dos formadores de preços e dos detentores de riqueza, de modo a consolidar a confiança em sua atuação, atenuando a volatilidade do nível geral de preços, da renda e do emprego. O livro de Woodford interpreta Wicksell de forma peculiar. O autor constrói uma hipotética economia monetária na qual o crédito está praticamente ausente. Wicksell, na verdade, caminhou para a concepção de uma economia de "crédito puro" para examinar os processos cumulativos de inflação e deflação.

A obra de Woodford não menciona, sequer no glossário, a expressão "exchange rate". Isto, imagino, pode significar que nos países de moeda conversível, as flutuações do câmbio apenas têm efeitos "reais" na medida em que afetam os preços relativos entre "tradables" e "non tradables". Mas Woodford parece considerar irrelevantes as flutuações do câmbio para a

formação das expectativas dos agentes em uma economia de preços rígidos. Woodford não surpreende, portanto, ao negar relevância à globalização dos mercados de bens e serviços, ativos financeiros e de fatores de produção sobre as regras de atuação dos bancos centrais.

Na contramão, o economista do Banco para Compensações Internacionais (BIS, na sigla em inglês), Cláudio Borio, rebateu os argumentos de Woodford: "Nossas descobertas sugerem que os fatores globais se tornaram mais importantes do que os fatores domésticos". Borio se refere às mudanças importantes que afetaram, antes da crise financeira, as condições da oferta e da demanda na economia globalizada. São elas:

1) A grande empresa manufatureira se deslocou para regiões onde o custo unitário da mão de obra é sensivelmente mais baixo. Nesses mercados, a oferta ilimitada de mão de obra impede que os salários acompanhem o ritmo de crescimento da produtividade.

2) As elevadas "taxas de exploração" nos emergentes asiáticos incitaram a rápida criação de nova capacidade produtiva na indústria manufatureira, com ganhos de produtividade, acirrando a concorrência global entre os produtores de manufaturas.

3) As políticas de comércio exterior dos emergentes em processo de "perseguição" industrial combinam saldos comerciais alentados, acumulação de reservas e políticas de defesa do câmbio real.

4) Os Estados Unidos, beneficiados pela capacidade de atração de seu mercado financeiro amplo e profundo absorveram um volume de capitais externos muito superior aos déficits em conta corrente. Borio procura demonstrar que em um mundo em que prevalece a mobilidade de capitais a determinação não vai do déficit em conta corrente para a "poupança externa". É a elevada liquidez e a alta "elasticidade" dos mercados financeiros globais que patrocinam a exuberante expansão do crédito, a inflação de ativos e o endividamento das famílias viciadas no hiper-consumo. A inflação ia muito bem, obrigado.

A combinação entre esses fenômenos - baixa inflação e excessiva elasticidade do sistema financeiro - acentuou o caráter pró-cíclico da oferta de crédito e impulsionou a criação de desequilíbrios cumulativos nos balanços de famílias, empresas e países - com sérias consequências para a eficácia das políticas monetárias nacionais. A questão central, na opinião do economista do BIS, reside no crescimento excepcional dos fluxos brutos de capital entre as economias centrais, particularmente entre Wall Street e a City londrina. Isso significa que as mudanças patrimoniais entre os agentes privados e públicos (bancos, empresas, governos e famílias) foram muito mais intensas do que as refletidas no financiamento do déficit em conta corrente. "Assim, mesmo que os Estados Unidos não apresentassem déficits externos ao longo dos anos 90 (e da primeira década do século XXI), o ingresso de capitais teria sido robusto."

O autodesenvolvimento do sistema financeiro, investido em seu formato global e incitado por sua "vocação inovadora", inverteu as relações macroeconômicas que frequentam os manuais e os cursos das universidades mais afamadas do planeta. As inovações financeiras e a integração dos mercados promovem a exuberância do crédito, a alavancagem temerária das famílias consumistas e, obviamente, a deterioração dos balanços de credores e devedores. É esse

"arranjo" que gera o déficit em conta corrente e não o contrário.

Por isso, Borio insiste na criação de instrumentos destinados a prevenir a excessiva inclinação dos sistemas financeiros a desatar esses movimentos pró-cíclicos do crédito. Entre a gama variada de tais instrumentos, Borio separa os de natureza preventiva e aquele que possuem caráter discricionário. Entre os primeiros estão os requerimentos de capital, as relações entre os empréstimos e o valor dos ativos e medidas para prevenir descasamentos de moedas.

Borio suspeita que os instrumentos de precaução tenham eficácia relativa na avaliação dos riscos diante das novas articulações entre os critérios de concessão do crédito e o valor dos ativos. As sinergias entre essas "conjeturas" foram decisivas para deflagrar, nos episódios recentes, as interações perversas entre o movimento de preços dos ativos e a euforia descontrolada na avaliação dos riscos de crédito. Requerimentos de margem mais rigorosos e restrições quantitativas aos empréstimos deveriam ter sido utilizados com maior frequência para impedir a alavancagem excessiva e imprudente, atuando em conjugação com os instrumentos precaucionais.

É compreensível que os asiáticos utilizem, juntamente com a taxa de juro, um arsenal diversificado de instrumentos de política monetária e creditícia. Entre outras coisas, eles sabem ou aprenderam que os excessos nos juros provocam efeitos indesejáveis no câmbio. Isso ocorre, sobretudo, neste momento em que os "yields" estão ralos nos países desenvolvidos, os Piigs estão quebrados e a turma da bufunfa se dedica ao conhecido esporte do "carry trade", o que inclui a formação de posições favoráveis às moedas dos emergentes nos mercados futuros.

Já entre 2004 e 2008, os preços de energia, de alimentos e de matérias-primas começam a pressionar os índices de inflação e a contrabalançar os efeitos deflacionários da escalada industrial chinesa. No momento em que a crise promoveu a derrocada do nível de atividade global - deixando atônitos os mercados financeiros - os preços das commodities despencaram.

Providenciado o socorro pela mão visível do Estado, a inflação de commodities voltou com força redobrada. Nessa rápida e gloriosa recuperação, a pronta reação dos emergentes asiáticos, sobretudo da China, foi fator importante. Mas os analistas, em geral, olham para outro lado quando se trata de avaliar a importância dos mercados futuros de commodities tangidos pelas operações quantitativas do Fed.

Confirmando os trabalhos do saudoso economista Robert Triffin, os EUA, mais uma vez, ignoram o caráter de moeda-reserva do dólar e descarregam seus interesses nacionais sobre a cabeça de gregos, troianos e brasileiros. A desvalorização do dólar dá força à inflação de commodities e, ao mesmo tempo, valoriza as moedas do resto do mundo, com deferência especial para os exportadores de commodities. Impulsionados pelo tsunami de liquidez que assola os mercados globais, as instituições financeiras, fundos e assemelhados continuam a apostar na valorização de ativos.

Entre 2003 e 2007 a economia brasileira empreendeu uma respeitável redução de sua vulnerabilidade externa. A balança comercial foi a "estrela" dessa façanha. Benfazeja, a

situação internacional empurrou o superávit na conta de mercadorias para além os US\$ 40 bilhões em 2007, às vésperas da crise.

A elevação dos preços das commodities e os diferenciais de juros, em uma conjuntura internacional de rendimentos modestos, ensejaram simultaneamente, a ampliação do saldo comercial, o rápido crescimento das importações, acumulação de reservas acima de US\$ 300 bilhões e a valorização do real. Esses resultados animaram alguns analistas a comemorar a entronização do país na categoria de "investment grade".

É recomendável, porém, cautela e modéstia quando o ambiente internacional transita de uma conjuntura excepcionalmente favorável para outra em que prevalece a incerteza. A euforia provoca o descuido. A valorização do real incentivou a elevação do endividamento de bancos e empresas em moeda estrangeira. Isso torna os balanços privados mais sensíveis a uma reversão dos fluxos de capitais por conta do arriscado "descasamento" de moedas, fenômeno de sobejo conhecido, mas sempre ignorado pelos brasileiros. É ilusão imaginar que o passivo externo líquido - construído pelo endividamento privado - é irrelevante. Ainda mais ilusório é supor que o regime de câmbio flutuante vai resistir a uma eventual reversão do fluxo de capitais.

No "lado real", as últimas cifras da balança comercial revelam que a maioria dos setores da indústria de transformação (borracha e plásticos, máquinas, produtos de metal, química, eletrônica, material de transporte, têxtil e vestuário) apresentam déficits crescentes em suas transações com o exterior. A indústria de transformação brasileira, em seu conjunto, apresentou um déficit de mais de US\$ 34,7 bilhões em 2010. O superávit comercial resiste por conta das commodities.

O choque de preços de alimentos e energia que ora sacode o planeta, bem como sua generalização promovida pelo aquecimento da demanda doméstica, suscitou uma nova rodada de elevação dos juros básicos - já bastante parrudos - e revigorou a valorização da moeda nacional.

É legítimo debater se o BC atuou de forma tempestiva. A economia brasileira tem revelado a alta sensibilidade dos preços dos bens comercializáveis a choques externos. Ademais, as tarifas dos serviços públicos e o mercado financeiro estão contaminados pela indexação. A dinâmica da dívida pública acusa imediatamente os efeitos da elevação das taxas de juros, por conta da indexação dos títulos à Selic. Essa é a dimensão perversa da "memória inflacionária", embora confortável para os chefes de tesouraria, é negativa para o desenvolvimento do mercado de capitais doméstico.

Uma economia de moeda não conversível e com indexação financeira está submetida a severos constrangimentos: a estabilização da trajetória da dívida exige, em tais condições, a obtenção superávits fiscais. Poucos discordam da necessidade imperiosa, neste momento, da coordenação entre as políticas fiscal, monetária e de crédito com o propósito de fazer a inflação regredir para o centro da meta. Mas, a economia emergente, "bola da vez" está indefesa diante do livre ingresso de capitais. Nessa toada, o otimismo dos mercados erige

desequilíbrios perigosos nos balanços de empresas, bancos, governos e famílias.

O texto sintetiza e desenvolve trabalhos anteriores do autor

Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo é ex-secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda e professor titular do Instituto de Economia da Unicamp.

Este é o sétimo de uma série de artigos sobre a conjuntura econômica, com foco nos problemas de câmbio, juros e inflação, feitos por renomados economistas a pedido do "Valor". Sexta-feira publicaremos o artigo de José Luis Oreiro e Luiz Fernando de Paula

<http://bit.ly/ip1RVy>

Não devemos nos iludir com nosso modelo agrominerador

A taxa de juro natural e a Amazônia

Autor(es): Antonio Delfim Netto | De São Paulo

Valor Econômico - 21/06/2011

O Brasil está com sinais vitais bastante razoáveis. Seu problema principal, entretanto, é preparar nossa estrutura produtiva para dar emprego de boa qualidade a 145 milhões de brasileiros, de 15 a 64 anos, em 2030. Isso não será feito só com o modelo agrominerador eficiente, mas induzido e dependente do crescimento externo. Com o tempo, a oferta mundial de alimento e petróleo crescerá estimulada pelo aumento dos preços.

O Brasil está com sinais vitais razoáveis, mas tem de aumentar o emprego e a poupança e gerir melhor o setor público.

A mais óbvia razão pela qual os economistas não foram capazes de antecipar a tragédia que se preparava no mercado financeiro internacional, e que se concretizou em 2008, talvez resida no fato que a Teoria Macroeconômica e a Teoria da Economia Financeira foram separadas, a ponto de se ignorarem, contrariamente ao sugerido por Keynes e Fisher. James Tobin chamou a atenção para isso em meados dos anos 80 do século passado. Uma provocação curiosa a respeito dessa questão. Aquela separação não encontrou eco na conflagrada economia

marxista (Hilferding, Luxemburgo, etc.). Marx, aliás, já advertira que "quando há um colapso total do crédito, nada mais conta, só o pagamento em moeda...e que legislações bancárias como a de 1844-45 (na Inglaterra) podem intensificar a crise monetária. Profeticamente, acrescentou, "nenhuma legislação bancária pode eliminar a crise", como mais um século depois estamos aprendendo...O Brasil está vivendo um momento interessante depois de ter superado muito bem a crise. Há, entretanto, uma dúvida ampla, geral e irrestrita sobre: 1) a natureza do processo inflacionário que atinge, em grau maior ou menor, todos os países do mundo e 2) as consequências no longo prazo da supervalorização do Real que está destruindo a sofisticada indústria nacional.

Todo processo inflacionário se explica por uma combinação variável de três causas: 1) um desequilíbrio persistente entre a oferta e a demanda global de bens e serviços; 2) uma desancoragem (por múltiplas razões, inclusive a anterior) da "expectativa" inflacionária, e 3) um "choque de oferta" interno ou externo. No caso brasileiro é preciso incluir a indexação ainda generalizada que sobrou como resíduo do bem-sucedido Plano Real e para cuja eliminação se fez muito pouco (de fato, acrescentou-se mais veneno) nos últimos oito anos.

No regime de câmbio flutuante, quando o choque externo é um grande aumento das relações de troca, ele é "filtrado" por uma valorização da taxa de câmbio. O cabo de guerra estabelecido entre os "falcões" e o governo parece estar amainando, com o reconhecimento que o ajuste dos juros pelo Banco Central (BC) será suficientemente prolongado para promover a convergência da taxa de inflação para o centro da meta de 2012.

Aparentemente isto está sendo conseguido: a taxa de juros real produzida pela Selic (que importa mais para o custo da dívida pública) tem sido elevada moderadamente, mas a taxa de juros real do setor privado que controla o consumo e boa parte dos investimentos (não privilegiado por programas especiais), tem se elevado mais fortemente. Este ano a despesa com juros da dívida pública deve beirar a R\$ 180 bilhões, uma respeitável Bolsa-Rentista.

A comunicação do Banco Central deve ser dirigida à sociedade e não apenas ao sistema financeiro. No fundo, os seus clientes são os cidadãos comuns que só podem ser informados por meio da mídia. São eles (e não apenas os analistas financeiros) que lhe conferem credibilidade. É fundamental para o sucesso da política econômica a informação preventiva, rápida, transparente e honesta do Banco Central, para contrarrestar a natural diversidade de opiniões.

Há muitos anos os economistas reconheceram as estreitas relações que existem entre o movimento de capitais, os regimes da taxa de câmbio e a autonomia monetária de cada país. Teorizando sobre situações limites: 1) liberdade absoluta ou controle absoluto dos movimentos de capitais nas relações externas; 2) taxa de câmbio absolutamente flutuante ou taxa de câmbio absolutamente fixa; 3) liberdade absoluta ou constrangimento absoluto para que a política monetária atenda às condições econômicas domésticas e estabilize a economia; e 4) adicionando a hipótese que os agentes são absolutamente racionais e exploram qualquer oportunidade de lucro que possa ser apropriado pela livre arbitragem, demonstra-se, logicamente, que a política econômica de um país não pode satisfazer, simultaneamente, mais do que duas, das três primeiras condições expostas acima. Essa construção lógica constitui o

já velho e famoso trilema que condiciona o exercício da política econômica.

Em outras palavras, ela pode incorporar quatro situações resumidas a seguir:

1) Liberdade de movimento de capitais e câmbio fixo. Nessa circunstância, o país não pode ter uma política monetária que cuide dos seus interesses internos. Para que haja equilíbrio no longo prazo, a sua taxa de inflação deve ser igual à externa e a taxa real de juros deve ser igual à do "resto do mundo". Se a taxa de juros interna for maior do que a externa, a acumulação de reservas produzida pela entrada de capital precisa ser neutralizada com o aumento crescente da dívida pública (e do seu custo) e, no limite, será monetizada, criando as condições para a emergência de um processo inflacionário;

2) Controle do movimento de capitais e câmbio fixo. Nesse caso há plena liberdade para a política monetária perseguir os interesses internos do país. Nestas circunstâncias, a taxa de câmbio fixo deve ser o preço relativo que equilibra o valor do fluxo dos bens e serviços exportados com os importados. Se a taxa de inflação gerada pela política monetária autônoma for sistematicamente maior do que a do mundo, a taxa real de câmbio sofre uma lenta valorização e, mais dia, menos dia, acumula-se um déficit em conta corrente. Este regime induz a política monetária a perseguir uma taxa de inflação parecida com a do "resto do mundo". Trata-se do sistema construído originalmente no Acordo de Bretton Woods que foi erodido pela dominância abusiva do dólar como unidade de conta internacional e moeda reserva;

3) Liberdade de movimento de capitais e câmbio flutuante. Nesse caso a política monetária precisa manter a taxa real de juros interna igual à externa para construir o equilíbrio de longo prazo. Para reduzir a volatilidade da taxa de câmbio ele deve manter também sua taxa de inflação parecida com a de seus parceiros internacionais; e

4) Controle do movimento de capitais e taxa de câmbio flutuante. Nesse caso pode-se ter uma política monetária que atenda aos interesses internos do país. A taxa de câmbio flutuante volta a ser o velho preço relativo que equilibra o valor do fluxo de bens e serviços exportados com o valor do fluxo de bens e serviços importados.

A experiência mostra que nenhum país pratica políticas econômicas com a "pureza" suposta na construção lógica do "trilema". Todos tendem a acomodar (de acordo com as circunstâncias que enfrentam dentro e fora do país e dos interesses do poder incumbente), uma combinação variável da liberdade do movimento de capitais, do regime cambial e da política monetária.

Assistimos isso agora no Brasil. Com três instrumentos de intervenção, o Banco Central transformou o regime cambial. Temos hoje, praticamente, uma taxa de câmbio fixa. Trata-se de um mecanismo de "legítima defesa" justificado pela destruição interna causada pela supervalorização do Real. Ninguém discute que a tendência do Real é de valorizar-se, se não por outras causas, apenas pela velha teoria e empiricamente reconhecida relação da taxa de câmbio real com a elevação do Produto Interno Bruto (PIB) per capita. No momento essa tendência é ajudada pela enorme melhoria das relações de troca (enquanto durarem). O que se

discute é a "super" valorização causada pelo imenso diferencial entre as taxas de juros reais interna e externa.

O "trilema" não é apenas uma proposição logicamente deduzida. Pesquisas empíricas que se vão acumulando, mostram sua relevância. É preciso insistir que não importa qual seja a combinação escolhida pela nossa política econômica: é pouco provável que ela seja exitosa no longo prazo se a taxa de juro real interna continuar 4 vezes maior que a externa!

Há dezenas de explicações para tal "fenômeno" produzidas por sofisticados e tecnicamente bem apetrechados economistas, às vezes apoiados numa econometria de "pé quebrado". Em algumas de suas "regressões" só não acrescentaram, ainda, como variável "explicativa", os quilômetros quadrados desmatados na Amazônia. Todo o resto já foi tentado".

Do nosso ponto de vista a melhor explicação para o fato é a que tem sido trabalhada e promovida há muito tempo, entre outros, pelo ilustre professor Yoshiaki Nakano: continuamos a praticar as regras operacionais que, também em "legítima defesa", inventamos no período de hiper-inflação e que foram funcionais naquele momento. Para começar a desmontá-las precisamos reduzir o financiamento da dívida pública com títulos remunerados à taxa Selic, exatamente o objetivo perseguido pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN). É preciso criar condições e estímulos para que o mercado reduza em seu portfólio os papéis remunerados pela taxa Selic, o que será muito positivo, inclusive, para aumentar a potência da política monetária convencional.

A notícia mais importante do Plano Anual de Financiamento (PAF) da STN para 2011, é que existe tal possibilidade durante o atual mandato da presidente Dilma Rousseff: 80% da dívida remunerada em Selic vence entre 2011 e 2014. Como afirma a STN, o ajustamento será lento, cauteloso e oportunístico, refletindo o "desenvolvimento do mercado financeiro". O fundamental é saber que a janela está aí e que o seu aproveitamento depende, apenas, de uma forte coordenação entre um seguro esforço fiscal e uma fina política monetária que deem musculatura à STN para fechá-la.

A nossa situação cambial é ainda mais delicada devido à extrema liquidez proporcionada pelo Federal Reserve (Fed, banco central americano) para acelerar a taxa de crescimento dos EUA, sem o que não haverá solução para sua dívida interna. O problema dos EUA é que sua política econômica não conseguiu, até agora, conquistar credibilidade e reduzir o nível de incerteza que continua a cercá-la. O gráfico tenta mostrar nossas dificuldades.

A falta de confiança tem levado a uma recuperação lenta de economia americana (particularmente no nível de emprego). Isso produziu uma política monetária extremamente laxista - o "quantitative easing" 1 e 2 (QE1 e QE2) - que levou a taxa de juro nominal a zero, o que tende a desvalorizar o dólar. Como ele é a unidade de conta no mercado internacional, a sua desvalorização aumenta ainda mais os preços nominais das commodities (petróleo, metais e alimentos), já pressionados por uma aceleração da demanda global dos emergentes (China, Índia etc.). O aumento do petróleo por sua vez, corta a renda dos americanos e diminui o consumo de outros bens, dificultando ainda mais a recuperação. Além do mais, deteriora o

saldo comercial dos EUA e exige maior desvalorização do dólar.

Quais os efeitos disso sobre a nossa taxa de câmbio? Primeiro, uma valorização do Real pela melhoria das nossas relações de troca. Paralelamente, os preços externos são internalizados pela taxa de câmbio. Quando o câmbio não pode mais valorizar-se pelo estrago que está produzindo, aumenta a taxa de inflação interna. Isso leva o Banco Central a aumentar a taxa de juro real, o que estimula ainda mais o fluxo de capitais que vem arbitrar a diferença de juros e reforça a valorização do Real. A arbitragem não termina porque o juro real interno não cai devido à política monetária que absorve os reais vendendo papéis do governo à taxa Selic. Estamos presos numa armadilha. Ela se agravará ainda mais se o FED, diante da fraqueza da economia americana, decidir por um terceiro "quantitative easing" (QE3).

Com relação à inflação, a política econômica destina-se a controlar diretamente a demanda global e ajustá-la à oferta global, e, indiretamente (por sua credibilidade), fixar a expectativa de inflação que ancora a formação dos preços e dos salários. Trata-se de um processo não trivial, cheio de armadilhas conceituais e largamente determinado pelas crenças sobre o estado da economia e sobre as respostas dos agentes à própria política (o efeito do déficit fiscal nominal, os efeitos da relação dívida/PIB os efeitos das manobras de juros etc.), de forma que os efeitos diretos e indiretos se auto-estimulam.

Choques internos, rapidamente superados, como é o caso de uma quebra de safra em que os preços têm a tendência de retornar à média, precisam de um tratamento cauteloso porque, se incorporados pela indexação aos salários, elimina-se o papel principal do aumento dos preços que é cortar temporariamente a demanda física para ajustá-la à oferta física. O mesmo acontece quando se trata de desequilíbrios estruturais produzidos por uma redistribuição de renda que altera a demanda de serviços. É exatamente o aumento dos seus preços relativos que estimulará a expansão da oferta para atendê-la. Logo, o ajuste deve ser acompanhado por ações não monetárias ("estruturais") que ajudem e acelerem o efeito das manobras com a taxa de juros.

Toda mudança de preços relativos exerce uma pressão sobre a inflação devido à rigidez para baixo de todos os preços. Um movimento de ascensão social como vimos vivendo na última década, tende a produzir um desequilíbrio qualitativo entre a demanda e a oferta de serviços e nos preços dos produtos consumidos pelas classes em ascensão. Imagine a destruição de PIB, do emprego e o aumento da pobreza que seriam necessários para desconstruir aquele processo civilizatório apenas com manobra da taxa de juros.

Um problema interessante com relação à escassez de mão de obra refere-se, por exemplo, à engenharia. Devido à pequena demanda e baixos salários da profissão nos anos 90 do século passado, quase 40% do estoque de nossos engenheiros trabalham fora da sua especialidade, principalmente na administração e finanças. Para trazê-los de volta (e estimular a formação de novos) o sistema de preços já está funcionando e os salários deverão ajustar-se relativamente às outras atividades. Isso, entretanto, também não é "prova" de que exista um desajuste sério entre a demanda e a oferta globais de mão de obra, o que exigiria uma redução da taxa de crescimento do PIB. É preciso pensar em outras soluções, inclusive estimular a volta ao trabalho dos engenheiros que se aposentaram e dos que abandonaram o País por falta de

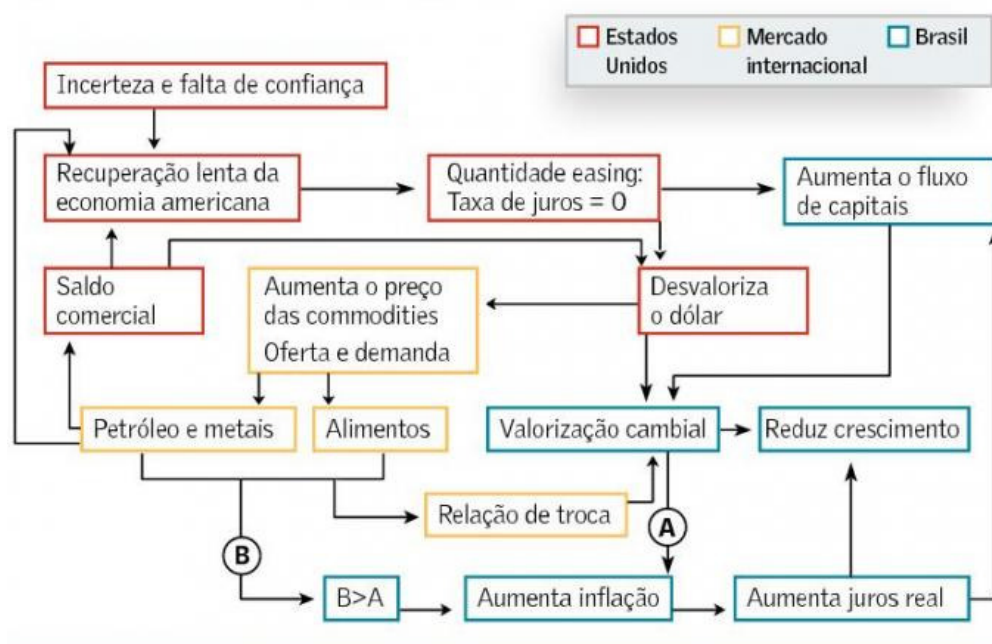
oportunidades. E por que não importar profissionais estrangeiros oferecendo-lhes condições adequadas de vida e de trabalho como fazem vários países? Isso fez inteligentemente o Canadá (inclusive conosco).

O Brasil está com sinais vitais bastante razoáveis. Seu problema principal, entretanto, é preparar a nossa estrutura produtiva interna para dar emprego de boa qualidade a 145 milhões de brasileiros - com idade entre 15 e 64 anos - em 2030. Isso não será feito apenas com o nosso modelo agrominerador extremamente eficiente, mas induzido e dependente do crescimento externo. Não tenhamos ilusões. Com tempo suficiente (e que não será coisa muito superior a 4 anos ou 5 anos) a oferta mundial de alimento e petróleo criada pelos próprios países que hoje exercem a pressão de demanda, crescerá estimulada pelo aumento dos preços. Aí tudo mudará.

É hora, portanto, de aproveitar o tamanho e estimular a expansão do nosso mercado interno para ampliar o setor industrial e o de serviços (sem desestimular a agricultura e a mineração) para atender ao crescimento inclusivo que nos impõe a própria Constituição de 1988. Para atender ao aumento da oferta demográfica de mão de obra, o Brasil precisa de um crescimento anual nos próximos 20 anos, da ordem de 5% ao ano, com estabilidade interna e externa.

Para consegui-lo temos de fazer muita coisa. Fundamentalmente, elevar a taxa de poupança interna para qualquer coisa parecida com 24% a 25% do PIB (com um déficit em conta corrente não maior do que 1%), o que exige estímulo à poupança privada e um grande aumento da poupança governamental (sem aumentar a carga tributária), ou seja, cumprir o que foi anunciado pela presidente Dilma: "Fazer um pouco mais com um pouco menos". Em poucas palavras, gerir mais eficientemente o setor público.

Quantidade easing 3



Pode parecer pedestre (e até enganoso), mas todos os nossos problemas (inclusive o cambial) podem ser minorados com tal programa. Ao fim e ao cabo - como insiste em dizer um velho amigo -, tudo se resume em: 1) ter uma rigorosa política fiscal (equilíbrio fiscal cíclico e relação dívida/PIB estritamente controlada; 2) melhorar a qualidade da gestão pública e reduzir o crescimento dos gastos de custeio e transferências abaixo do crescimento do PIB; 3) assegurar a boa regulação concorrencial do mercado e coordenar, com ele, o papel do Estado-Indutor com o uso de estímulos adequados; e 4) resistir à permanente sedução (que costuma cegar o poder incumbente), de tentar violar as identidades da contabilidade nacional.

O resto é creme chantilly para enfeitar a receita...

Antonio Delfim Netto é professor emérito da FEA-USP, ex-ministro da Fazenda, Agricultura e Planejamento.

Este é o sexto de uma série de artigos sobre a conjuntura econômica atual, com foco maior nos problemas de câmbio, juros e inflação, feitos por renomados economistas a pedido do "Valor". Amanhã publicaremos o artigo de Luiz Gonzaga Belluzzo

<http://bit.ly/iSS7BX>

A inflação e o crescimento

Autor(es): Fernando J. Cardim de Carvalho | De São Paulo

Valor Econômico - 20/06/2011

Dezessete anos se passaram desde a criação do Real e o enterro definitivo do regime de alta inflação que prevaleceu na economia brasileira desde o fim dos anos 60. Nesses anos, a economia brasileira foi submetida a diversos choques, provindos das crises de balanço de pagamentos nos países emergentes nos anos 90, do colapso do regime cambial brasileiro em 1999, da primeira eleição de Lula em 2002, de vários episódios de alta de preços de matérias-primas e alimentos importados e/ou produzidos no país e, mais recentemente, da crise internacional iniciada nos Estados Unidos, em 2007.

Episódios que geraram preocupação com uma eventual aceleração da inflação doméstica, mas que, afinal, acabaram se dissipando sem deixar marcas mais duradouras no comportamento da economia. Desde o fim do ano passado, vive-se outro desses momentos, resultado de um conjunto variado de elementos, que vão de mais um forte choque nos preços internacionais de commodities a pressões de demanda doméstica.

Muitos exemplos nos demonstram que grandes catástrofes deixam marcas profundas na memória coletiva e alimentam temores que podem ir muito além do racional. É impossível entender o momento macroeconômico brasileiro sem se levar em conta a persistência do temor da alta inflação, tanto entre as autoridades de governo quanto do público em geral. Ameaças que em outros países poderiam ser vistas como moderadas, tendem a ser magnificadas quando vistas através do prisma do medo do retorno da inflação.

A economia brasileira tem se notabilizado, desde 1994, pelo extraordinário sucesso em manter a inflação dentro de intervalos estreitos em paralelo a um desempenho pobre em termos de crescimento econômico. Os dois governos FHC foram marcados pela semiestagnação. Os dois governos Lula foram caracterizados por um desempenho melhor, mas ainda assim fundamentalmente medíocre. É na sustentação do crescimento econômico, portanto, que se encontra o nó da política macroeconômica.

"Política de câmbio valorizado tem estimulado o investimento, embora promova a desindustrialização."

O Plano Real apoiou-se em uma combinação de instrumentos que já tinha demonstrado sua eficácia em outras experiências. A valorização do real em um contexto de liberalização de importações tem sido, exceto por breves períodos após a crise de 1998, um elemento essencial

da estratégia de estabilização de preços implementada desde 1994.

A ameaça de perda de mercados para produtos importados mais baratos conteve as tentativas de recuperação de margens de produtores locais em um cenário em que trabalhadores pareceram satisfeitos com o efeito positivo da estabilidade de preços sobre suas rendas reais (ou suficientemente assustados com a aceleração inflacionária de 1993/1994 para não demandar a reposição de seus picos de renda anteriores).

Essa estratégia sempre foi extremamente eficaz no controle de preços, ao custo, porém, de um efeito colateral importante: a valorização da moeda local cria problemas de competitividade, doméstica e externa, de produtores locais, refletida em déficits crescentes de transações correntes e acumulação de dívidas com emprestadores externos, que conduziram, via de regra, a crises de balanço de pagamentos.

A valorização da moeda local exigiu a manutenção de altas taxas de juros domésticas para atrair capitais externos (e manter no país os capitais domésticos, em um contexto de crescente liberalização da conta de capitais). Os defensores dessa política esperavam que a economia reagisse a essas pressões pelo aumento da produtividade. O saldo final da política, porém, foi visto no final de 1998, quando o balanço de pagamentos brasileiro implodiu e forçou o abandono do regime cambial adotado no início de 1995, em favor da flutuação cambial, e da adoção do regime de metas inflacionárias.

Os instrumentos mudaram, mas os dilemas não. Com câmbio flutuante, sob o regime de metas inflacionárias, o Banco Central continuou a se apoiar fortemente na valorização do real como canal de transmissão das altas da taxa Selic para os preços.

Altas taxas de juros, atração de capitais externos, valorização do real, redução do preço de produtos importados, de consumo ou de capital, parecem ter sido o mecanismo essencial de transmissão da política monetária em uma economia em que os canais mais tradicionais, voltados para a redução de investimentos privados e do consumo de duráveis, se tornaram menos eficazes como parte das heranças deixadas pela alta inflação.

Mas o mecanismo de transmissão via câmbio reproduz, de forma ligeiramente diversa, os problemas dos primeiros tempos do real. Apesar da influência positiva sobre investimentos, pelo barateamento de bens de capital importados, o impacto líquido dessa política foi promover a chamada, talvez com algum exagero, desindustrialização, o emagrecimento relativo da produção local de manufaturados e da participação de manufaturados na pauta de exportações.

"Os controles de capitais foram demonizados, mas eles contêm crises de balanço de pagamentos."

Essa política é danosa para o país em muitos aspectos, suficientemente conhecidos para dispensar listagem. Apenas a miopia e a inércia podem justificar trocar as perspectivas de futuro pelos ganhos de curto prazo que a concentração da produção e exportação de matérias

primas pode render.

Alem disso, há algum tempo que se acumulam sinais de que esse mix de políticas está se esgotando, com os efeitos colaterais negativos se sobrepondo aos positivos. A valorização do real parece estar encontrando seus limites. Os diferenciais existentes de juros domésticos sobre os externos já são grandes o suficiente para atrair volumes muito elevados de moeda estrangeira, independentemente de novas elevações de juros. As entradas de moeda estrangeira ou se convertem em pressões adicionais para a valorização do real ou em aumentos da liquidez doméstica, no caso em que o Banco Central tenta esterilizar esses influxos.

A expectativa de economistas ortodoxos era de que a entrada de capitais seria eventualmente detida pela emergente expectativa de uma desvalorização cambial no futuro, que acabasse por compensar o diferencial positivo de juros, eliminando, em equilíbrio, as vantagens da aplicação financeira no país.

No caso brasileiro dos últimos anos, porém, prevalece o desequilíbrio: as pesadas entradas de moeda estrangeira levam à antecipação de mais entradas no futuro (especialmente quando se tem em conta as enormes dificuldades com que se debatem os EUA e a União Europeia) e, assim, de valorização ainda mais intensa do real. Nessas condições, ganha-se duplamente, nos juros pagos em reais, e na valorização do real.

A política monetária opera de dois modos. Por um lado, ela contribui, junto com a política fiscal, para evitar choques de demanda agregada. O governo opera, pela política fiscal, diretamente sobre a renda do público; pela política monetária, por meio do uso que o público faz dela, adquirindo bens ou ativos financeiros. Em tese, é difícil mas não impossível ajustar a demanda agregada à capacidade produtiva do país de modo a evitar seja o desemprego, seja a inflação de demanda, pela combinação apropriada de instrumentos monetários e fiscais. Se houver restrições sobre a flexibilidade de um dos instrumentos, o outro pode ser utilizado para contrabalançar, em direção contrária, a pressão que se estiver exercendo.

Alem de prevenir choques de demanda, a política monetária (como também a fiscal) pode controlar a propagação de choques de oferta, como no caso de altas de preços de matérias primas importadas ou de escassez de produtos resultante de catástrofes naturais. A política de administração de demanda não tem como evitar esses choques.

Mas se os preços de matérias-primas importadas aumentam, aqueles que sofrem esse impacto de forma mais imediata tentarão repassar a redução de sua renda para outros grupos da sociedade, aumentando os preços do que quer que vendam para eles. A política de esfriamento da demanda desestimula o repasse dessas pressões, impedindo a propagação do choque inicial pelo restante da economia. Quando isso acontece, o desemprego e a redução do nível de atividades são mais do que efeitos colaterais inevitáveis: eles são o próprio mecanismo de operação da política.

É isto que torna o mecanismo de transmissão via câmbio tão atraente, pois ele permite ocultar o preço que a sociedade tem de pagar para manter a inflação dentro de certos intervalos. No

curto prazo, todos parecem ganhar (exceto, naturalmente, os setores manufatureiros que competem mais diretamente com mercadorias estrangeiras, aqui e no exterior), seja pela inflação controlada, seja pelo acesso a bens importados, enquanto a perda de substância na estrutura produtiva e a piora da situação do balanço de pagamentos parecem interessar a poucos.

Como o acúmulo de reservas internacionais dos últimos anos ampliou, sem dúvida alguma, a margem de manobra das autoridades, a vida tornou-se difícil para as Cassandras que apontam os riscos dessa estratégia no médio e longo prazos. Não se trata realmente de ideologias, liberais ou quaisquer outras.

Como já mencionado, essa política parece estar encontrando seus limites. Impedida de impactar a economia através da valorização cambial, a política monetária dependerá mais e mais de seus efeitos sobre o nível de atividade e o emprego, inibindo as pressões de firmas que querem aumentar preços e trabalhadores que querem aumentar salários. Os mecanismos de transmissão tradicionais da política monetária no Brasil, contudo, são truncados em muitos pontos, aumentando o custo social de seu eventual sucesso.

Mas uma estratégia de estabilização da inflação que minimizasse os seus efeitos negativos sobre o crescimento deveria se apoiar em três pilares. A ordem em que eles são apresentados a seguir obedece mais às ênfases do debate corrente do que à importância intrínseca de cada instrumento. Todos os elementos são na verdade igualmente essenciais.

Com relação à política monetária, é preciso ter-se sempre em mente que ela atua através da indução ao gasto e da sua facilitação. Taxas de juros baixas estimulam mais gastos, já que o custo de oportunidade da compra de bens diminui. Mas instrumentos que hoje se chamam de macroprudenciais exercem efeito semelhante, não pela indução ao gasto, mas pelo lado da facilitação desse mesmo gasto. Tetos de crédito, especialmente quando incorporados em valores de prestações mais altas, têm uma história de sucesso no controle do consumo no Brasil. O racionamento de crédito, em geral, tem o efeito contracionista que se deseja, quando se quer reduzir a inflação, mas sem os efeitos negativos da elevação da taxa de juros.

Por outro lado, o aumento da eficácia da política monetária depende da eliminação das formas de indexação que sobreviveram ao Plano Real. Aqui se incluem desde a indexação de contratos de várias naturezas, inclusive de tarifas por serviços públicos privatizados, a formas de remuneração. A indexação formal deve ser permitida somente para contratos de duração realmente longa, como em certos tipos de títulos públicos demandados por entidades como fundos de pensão.

De qualquer modo, deveria caber à política fiscal a principal responsabilidade pela regulação da demanda agregada. Consolidou-se no período da chamada preeminência neoliberal a ideia de que a política fiscal é inerentemente ineficiente como instrumento de administração de demanda agregada, sem que realmente se tivesse qualquer evidência empírica sólida disso, antes pelo contrário. Para que a política fiscal possa, no entanto, exercer realmente esse papel, é preciso recuperar sua eficiência e sua maleabilidade. O ponto de partida deve ser a clara separação entre as funções normais do estado, a prestação dos serviços cujo financiamento

deve ser garantido rotineiramente através da coleta de impostos, e as funções extraordinárias, como, por exemplo, as iniciativas de natureza anti-cíclica, cujo financiamento não precisa nem deve obedecer a uma lógica contábil, mas, sim, à lógica econômica.

O terceiro pilar diz respeito ao câmbio, e tem implicações fundamentais para o funcionamento da economia como um todo, no curto como no longo prazos. Durante muito tempo, controles de capitais foram demonizados por alguns analistas, caracterizados como instrumentos estatizantes de inspiração soviética, ou como formas de violação dos direitos sagrados de investidores de colocar seu dinheiro onde quisessem. Controles de capitais nada mais são que instrumentos de regulação financeira, que buscam conter externalidades negativas resultantes da entrada e saída de moeda estrangeira: entradas excessivas valorizam o câmbio e causam os desequilíbrios que vemos no Brasil; saídas excessivas criam crises de balanço de pagamentos como as que experimentamos em nosso passado recente, em 1999 e em 2002.

Com contas de capitais abertas como são, na prática, as brasileiras, transações com ativos financeiros são um determinante muito mais importante das taxas de câmbio do que as transações comerciais, que têm efeito direto sobre a renda e o emprego da sociedade. Controles de capitais servem para conter aquelas transações quando elas forem incompatíveis com a manutenção do nível de atividades desejado, permitindo a administração mais eficaz da taxa de câmbio de acordo com as necessidades de crescimento e transformação produtiva do país.

Há todo um conjunto fundamental de iniciativas e reformas que são necessárias para viabilizar a expansão radical do investimento privado no Brasil, diminuindo o custo de financiamentos, diversificando seus canais, ampliando sua capilaridade, e estendendo seu alcance. Além disso, há que considerar o investimento em educação, a política industrial, "the whole shebang", como se diz nos Estados Unidos, de políticas que a experiência mostrou necessárias para promover o crescimento. Essas, porém, não são propriamente reformas macroeconômicas, pelo menos no seu sentido tradicional, e não serão tratadas aqui.

Uma leitura equivocada de uma frase famosa de Keynes (a longo prazo estamos todos mortos) levou muitos a supor que para keynesianos o curto prazo é tudo o que importa. Na verdade, o sentido da frase era exatamente o contrário, o de que esperar que tudo se arranjasse por si mesmo no longo prazo era uma estratégia equivocada, senão francamente suicida. Chega-se ao longo prazo um passo de cada vez e esses passos são dados no presente, olhando-se, no entanto, para o futuro. Preocupam-me menos as pressões inflacionárias do presente neste país que o crescimento no futuro em que viverá Carolina, minha neta de seis meses.

Fernando J. Cardim de Carvalho é professor titular do IE/UFRJ

Este é o quinto de uma série de artigos sobre a conjuntura econômica atual, com foco maior nos problemas de câmbio, juros e inflação, feitos por renomados economistas a pedido do "Valor". Amanhã publicaremos o artigo de Antonio Delfim Netto.

<http://bit.ly/ITJH78>

Sucesso econômico criou novos problemas

Autor(es): Luiz Carlos Mendonça de Barros | De São Paulo

Valor Econômico - 17/06/2011

Com gastos altos e investimentos ambiciosos, o setor público pressiona a demanda e dificulta o combate à inflação.

A economia brasileira passa por um momento de definições importantes que, certamente, vão influenciar a próxima década. Uma gama nova de problemas terá que ser enfrentada, pelo governo e pelo setor privado, a maioria deles derivada do sucesso econômico dos últimos anos. Uma nova economia em um mundo diverso do que prevaleceu por muitas décadas - e este é o caso do Brasil hoje - exige uma nova agenda para encararmos com sucesso o futuro de nossa sociedade. Não perceber isto pode levar-nos à perda de uma oportunidade histórica.

Vivemos hoje uma mudança estrutural de grandes dimensões com a ascensão da China como grande potência mundial, em um período de grandes desafios nos Estados Unidos. Um movimento de natureza tectônica, dada a dimensão dos atores envolvidos e que está abalando um mundo que se organizou, após o fim de II Guerra Mundial, sob o domínio americano. O melhor exemplo desta velha ordem é o papel do dólar como moeda internacional única e dominante ao longo de mais de 60 anos. E é a própria moeda americana também o melhor exemplo destes tempos de mudanças na medida em que ela é hoje uma das mais fracas do mundo e de quem muito investidores fogem como se estivessem vendo o diabo.

É neste processo de mudanças na busca de um novo equilíbrio mundial que precisamos olhar para a economia brasileira. Sei que muitos analistas não concordam comigo e encaram o futuro com olhos menos revolucionários. Mas tenho confiança na minha leitura e é com esta visão que respondo a seguir as indagações do Valor sobre a questão da inflação e da taxa de câmbio neste início de novo mandato presidencial.

A inflação no Brasil neste início de governo Dilma é um fenômeno complexo e que precisa ser dissecado a partir de três grupos de forças autônomas. Algumas são de natureza interna e podem ser administradas por medidas de política econômica ao alcance do governo. Outras derivam de uma situação internacional muito especial, em que fatores ligados às mudanças que citei anteriormente somam-se a questões conjunturais como a política monetária americana atual. Finalmente, pesam sobre a inflação de hoje alguns problemas de comunicação por parte dos novos dirigentes do Banco Central (BC) brasileiro e que afetaram as expectativas inflacionárias dos agentes econômicos.

O primeiro grupo de fatores está associado à incrível expansão do consumo privado, que vem

ocorrendo no Brasil a partir de 2005, e do ciclo sustentado de investimentos que se seguiu. A expansão da demanda criou gargalos importantes na infraestrutura econômica e, em vários mercados, a oferta de bens e serviços ficou a reboque das necessidades dos novos consumidores.

Este quadro só não foi pior porque as importações funcionaram, para vários produtos, como fontes autônomas de oferta e equilibraram seus preços. Em alguns momentos, as importações crescentes, em um quadro de deflação industrial em várias economias e com o real em contínua valorização nos mercados de câmbio, criaram taxas negativas de inflação em setores como o de bens de consumo duráveis.

Mas nos mercados de bens que não podem ser importados e no de serviços internos, estes efeitos deflacionistas não ocorreram e as taxas de inflação mostram uma contínua e perigosa elevação.

Dos gargalos criados pela expansão do consumo, o mais grave para a inflação é sem dúvida nenhuma o do mercado de trabalho. A taxa de desemprego atingiu nos últimos meses o menor nível da série histórica do IBGE e está certamente abaixo do NAIRU*, que os economistas associam a uma condição de oferta e demanda insustentável de mão de obra. Nas condições atuais do mercado de trabalho no Brasil, o sinal mais evidente da escassez vem da proliferação de greves por aumentos salariais.

Em uma sociedade com movimentos sindicais atuantes, o aquecimento no mercado de trabalho é um dos canais mais fortes de transmissão de pressões inflacionárias. E isto ocorre por dois motivos principais: os custos associados à mão de obra - inclusive os de natureza fiscal e trabalhista - representam a maior parcela das despesas operacionais das empresas e a renda do trabalho, corrigida acima da inflação passada, pereniza a massa salarial real e mantém os níveis de consumo. É uma situação clássica e já devidamente explorada na chamada Curva de Philips.

A decisão do governo de aplicar, em 2012, a regra atual de correção do salário mínimo aumentou ainda mais o impacto das demandas salariais no custo das empresas. O aumento estimado de 14% para 2012 passou a ser uma referência nas negociações e uma bandeira de luta para os sindicatos.

Uma das formas mais clássicas de se enfrentar - ou minorar os efeitos - desta situação que estamos vivendo é a da redução da demanda do governo. Mas com os gastos públicos crescendo acima da inflação e um projeto ambicioso de investimentos do qual o governo afirma não abrir mão, o setor público pressiona também a demanda agregada e torna ainda mais difícil o combate à inflação. Apesar de uma redução no orçamento fiscal deste ano, os gastos públicos continuam a ser uma força expansionista nos mercados.

Outro conjunto de forças que está por trás da aceleração da inflação tem origem externa e foge do campo de ação do governo brasileiro. Algumas delas estão associadas ao processo de transformação que citei no início destas minhas reflexões.

A incorporação de centenas de milhões de novos consumidores no mundo emergente -

principalmente na China e outros países da Ásia - desequilibrou mercados de produtos importantes e vem provocando aumentos expressivos de seus preços. Isto vem ocorrendo principalmente com as chamadas commodities agrícolas e metálicas.

No Brasil esta nova dinâmica tem causado dois efeitos simultâneos: a valorização de nossas exportações e pressões sobre a inflação. O primeiro movimento está por trás da incrível melhora de nossos termos de troca, que tem permitido o crescimento de nossas importações sem pressões sobre o câmbio. O segundo corresponde a um choque externo de preços e tem um efeito perverso sobre a inflação, principalmente agora que o real parece ter esgotado boa parte de seu potencial de valorização.

Mas os preços das commodities sofrem também a influência de outros acontecimentos que ocorrem fora de nossas fronteiras, como a política monetária ultra-expansionista do Federal Reserve (Fed, banco central americano). Com juros muito baixos e a emissão maciça de dólares por conta da monetização de parte da dívida pública americana, estamos vivendo um movimento especulativo de compra destes produtos como alternativa de investimentos. Em um mercado já marcado pela escassez, este entesouramento de commodities potencializa o processo de aumento de preços que acaba se auto-alimentando.

Finalmente é preciso citar outra força interna que tem tido influência na aceleração da inflação neste momento. Ela está relacionada a uma mudança na forma de operar o sistema de metas de inflação do Banco Central decidida pela nova direção desta instituição. Sem entrar no mérito das alterações, é preciso dizer que o momento e, principalmente, a forma de comunicá-la ao mercado, não foram muito felizes. Depois de mais de 10 anos de sucesso, o sistema de metas só poderia ser alterado em um clima de estabilidade e confiança. Esta é uma regra básica quando se lida com as expectativas dos agentes econômicos em uma economia de mercado. Quando o Comitê de Política Monetária (Copom), em sua comunicação com o mercado, introduziu a questão do custo em termos de crescimento econômico de uma convergência mais rápida para o centro da meta e da utilização de medidas administrativas de controle de crédito, já se vivia sob o impacto da aceleração da inflação.

Além disso, ao se comprometer explicitamente com um cenário ingenuamente otimista para a inflação, em um momento marcado por franca deterioração das expectativas, o Copom ajudou a colocar em cheque a confiança no sistema de metas como indicador de referência da inflação futura. E, sem uma âncora confiável, os agentes econômicos - principalmente as empresas - passaram a buscar em outras plagas uma referência para o comportamento futuro da inflação.. Mais recentemente o Banco Central voltou a utilizar os juros Selic como o instrumento central do aperto monetário e pode se aproveitar de uma redução sazonal no IPCA para recuperar, pelo menos parcialmente, a confiança dos agentes econômicos.

A segunda questão proposta pelo Valor diz respeito à taxa de câmbio. Preço fundamental em uma economia aberta como está se transformando a brasileira, a taxa de câmbio no Brasil de hoje tem sido objeto de grande polêmica. Muito valorizada para muitos, ela apenas reflete as condições de mercado para outros. Para um grande número de analistas o real forte é resultado quase exclusivo dos elevados juros no Brasil e da entrada de capitais especulativos; para outros, sofremos os efeitos do imperialismo americano que, usando uma política monetária

agressiva, procura resolver seus problemas via uma política de dólar fraco e valorização da moeda dos países em desenvolvimento.

*NAIRU é a sigla de Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment, expressão em inglês que quer dizer nível de desemprego que não acelera a taxa de inflação.

Luiz Carlos Mendonça de Barros, engenheiro e economista, é diretor-estrategista da Quest Investimentos. Foi presidente do BNDES e ministro das Comunicações.

Este é o quarto de uma série de artigos sobre a conjuntura econômica atual, com foco maior nos problemas de câmbio, juros e inflação, feitos por renomados economistas a pedido do "Valor". Segunda-feira publicaremos o artigo de Fernando J. Cardim de Carvalho.

<http://bit.ly/m2T3MG>

A curto prazo, remédio para o juro alto é cortar o déficit público

Juros: equívoco ou jabuticaba?

Autor(es): André Lara Resende | De São Paulo

Valor Econômico - 16/06/2011

Logo após o fracasso do Plano Cruzado, com a inflação explodindo para níveis até então nunca vistos, o economista Pêrsio Arida e eu, já fora do governo, mas ainda com restos da áurea de milagreiros, fomos convocados ao Palácio da Alvorada para uma reunião com o presidente da República. Ao terminarmos nossa exposição sobre a necessidade imperiosa de reduzir o déficit público como condição para qualquer tentativa de controlar a inflação, o presidente José Sarney desabafou: "Para controlar a inflação por meio da redução dos gastos públicos eu não preciso de economistas brilhantes".

Infelizmente, com ou sem economistas brilhantes, para reduzir a taxa de juros e manter a inflação sob controle, a poupança voluntária deve ser capaz de financiar o investimento, público e privado, almejado. Para isso é preciso que as despesas correntes, especialmente os gastos correntes do setor público, sejam mantidas em níveis compatíveis com a taxa de poupança nacional. Em economia, ao menos não há milagres nem jabuticabas.

Os juros no Brasil continuam a causar perplexidade. Enquanto no mundo todo, desde a crise

financeira de 2008, as taxas estão excepcionalmente baixas, o Brasil é uma exceção. A taxa de juros continua alta; não apenas alta, mas muito alta.

Durante duas décadas, entre o primeiro choque do petróleo em 1973 e o Plano Real em 1994, a inflação brasileira desafiou políticos e intelectuais em busca de uma saída para um mal que corroía os salários, concentrava a renda, distorcia os preços, aumentava a incerteza e dificultava a avaliação dos investimentos. Independentemente da velocidade com que governos, ministérios e métodos foram testados e substituídos, a inflação seguia seu curso, parecia alimentar-se das tentativas fracassadas de controlá-la e ameaçava até mesmo a estabilidade institucional.

A inflação brasileira do último quarto do século XX era diferente da inflação encontrada nos países desenvolvidos à mesma época. Não era a mesma inflação, apenas mais alta, como a totalidade dos analistas externos e a grande maioria dos analistas no Brasil supunham. Tinha um elemento novo, uma especificidade própria, que lhe dava um caráter essencialmente distinto*.

A inflação no Brasil tinha se tornado uma doença crônica. Após anos de inflação, formas de conviver com a alta generalizada de preços foram desenvolvidas e até mesmo inteligentemente institucionalizadas nas reformas modernizadoras de 1965. Os mecanismos de indexação de salários, preços e contratos tinham se generalizado. A indexação permite conviver com uma inflação moderada sem desorganizar completamente o sistema de preços relativos, mas em contrapartida, por ser retroativa, projeta a inflação passada na inflação futura. Introduce uma rigidez no processo inflacionário que o torna muito mais resistente aos esforços para controlá-lo. Uma vez atingido um determinado patamar, ainda que na ausência de novas pressões, a taxa de inflação perpetua-se, por meio do que se convencionou chamar de inércia inflacionária.

"A taxa continua alta, mesmo após a redução da incerteza e apesar da expansão do investimento de longo prazo".

A indexação permite melhor conviver com a inflação, mas introduz um forte componente inercial que a torna resistente aos métodos tradicionais para combatê-la. Um longo período de altas taxas de inflação, numa economia onde há indexação generalizada, muda a natureza do processo inflacionário e lhe dá características e complexidades específicas, diferentes das inflações moderadas encontradas nas economias desenvolvidas da segunda metade do século XX.

Numa época em que o mundo era menos interligado do que é hoje, em que o desconhecimento do que se passava nas economias periféricas era grande, não se podia contar com o auxílio dos centros acadêmicos desenvolvidos para se debruçarem sobre uma especificidade subdesenvolvida. Ao contrário, toda tentativa de argumentar que o processo inflacionário brasileiro requeria análise diversa e políticas específicas era recebida, no mínimo, com ceticismo e, na maior parte das vezes com ironia. Obrigados a pensar por conta própria, houve no Brasil um intenso debate sobre a natureza da inflação que, depois de muita tentativa e erro, levou-nos, com o Plano Real. A URV, uma moeda indexada virtual, foi solução sofisticada e

original para o problema da inércia da inflação crônica.

A alta taxa de juros no Brasil de hoje nos remete à questão do processo inflacionário crônico do século passado. Estamos diante de uma nova especificidade brasileira, uma jabuticaba, ou trata-se meramente de um oneroso equívoco?

Em 2004, Edmar Bacha, Pêrsio Arida e eu argumentamos que poderia haver uma especificidade na alta taxa de juros brasileira**. Descartamos como uma mera curiosidade teórica, a hipótese de que a política monetária pudesse estar excessivamente apertada, presa num "mau equilíbrio". Um equilíbrio perverso, onde a taxa excessivamente alta leva a uma despesa excessiva com juros, que aumenta o risco percebido dos títulos públicos, que por sua vez exige taxas mais altas.

A possibilidade de que a própria política de juros altos provoque a necessidade de juros altos, embora tenha grande apelo ideológico à esquerda, foi originalmente formulada por Olivier Blanchard, macroeconomista de credenciais inquestionáveis, atualmente economista-chefe do FMI***. Como a carga fiscal no Brasil já estava entre as mais altas do mundo e à época havia um expressivo superávit primário, procuramos encontrar uma possível razão além de um ajuste fiscal insuficiente e de uma dívida pública muito alta, para que a taxa de juros fosse tão excepcionalmente alta. Não nos parecia viável exigir um novo aperto fiscal pelo lado da tributação e as dificuldades de reformas e de redução dos gastos públicos são conhecidas. Haveria um fator específico na economia brasileira, uma jabuticaba, que pudesse explicar a anomalia dos juros?

"Uma questão fundamental a ser superada é a insuficiência de poupança voluntária"

Introduzimos a especificidade brasileira como uma conjectura teórica: a possibilidade de que houvesse uma "incerteza jurisdicional". A incerteza da jurisdição brasileira provocaria, por parte dos agentes detentores de poupança, uma resistência insuperável ao alongamento dos prazos das aplicações financeiras. A evidência do risco jurisdicional era o fato de que os mesmos credores, que resistiam a alongar os prazos em reais, estavam dispostos a fazê-lo nos títulos financeiros denominados em outras moedas, contratados em outras jurisdições. A "incerteza jurisdicional" seria decorrente de um viés anti-credor generalizado, encontrado principalmente, mas não apenas, no executivo, que sistematicamente subestimou a correção monetária, aplicou redutores nos contratos financeiros públicos e privados, taxou de forma discriminatória as aplicações financeiras e chegou ao extremo de congelar e expropriar a poupança financeira e monetária privada com o Plano Collor. Gato escaldado tem medo de água fria - o brasileiro, depois de tanto ser maltratado e espoliado, teria desenvolvido uma resistência a poupar a longo prazo, sobretudo em moeda nacional.

Embora tenhamos deixado claro que a incerteza jurisdicional era essencialmente uma percepção, associada a um viés anti-credor histórico de difícil mensuração, algumas tentativas de encontrar evidência da sua presença, em amostras com diferentes países, foram feitas, mas sem sucesso****.

Hoje, com significativos avanços, tanto em relação à conversibilidade do Real, como em

relação à extensão dos prazos de financiamentos domésticos denominados em reais, a taxa de juros no Brasil continua extraordinariamente alta. A incerteza jurisdicional pode ter contribuído para que a taxa de juros fosse excepcionalmente alta logo após a estabilização da inflação, mas nos últimos anos, a incerteza diminuiu, o mercado interno de crédito de longo prazo evoluiu e a taxa de juros continua muito alta. Fica evidente que algo mais estrutural está por trás das altas taxas de juros no Brasil.

Há os que atribuem a culpa exclusivamente à política monetária do Banco Central, que teria sido - e continuaria - excessiva e equivocadamente restritiva. Segundo estes, os juros altos têm explicação simples: são resultado do equívoco do Banco Central. Um equívoco que resistiu às mudanças de governo e da composição de sua diretoria, mas apenas um longo e insistente equívoco.

O argumento de que se trataria apenas de um equívoco pode variar entre uma versão mais tosca, onde a política exageradamente dura do Banco Central é quase que pura perversidade, até os mais sofisticados, que são variantes da tese da "dominância fiscal" de Blanchard. A mais razoável é a tese de que o Banco Central, sem independência formal e cuja diretoria não tem mandato, está sujeito a pressões políticas. Para ganhar credibilidade precisou ser mais realista do que o rei. Manteve as taxas sistematicamente acima do necessário para conter a inflação dentro das metas.

Para que esta tese se sustente, dado que a inflação nunca esteve abaixo da meta, é preciso recorrer à hipótese do duplo equilíbrio. Existiria uma taxa de juros, mais baixa do que a efetivamente praticada pelo Banco Central, que teria igualmente sido capaz de manter a inflação dentro das metas. O equilíbrio dos últimos anos, desde o Real, seria um equilíbrio perverso, onde alta taxa de juros eleva o custo da dívida pública, agrava o desequilíbrio fiscal, que por sua vez eleva o risco dos títulos públicos e a taxa de juros de equilíbrio. Tudo mais constante, teria sido possível manter a inflação dentro das metas com uma taxa de juros mais baixa e menor risco percebido da dívida pública.

Assim formulada, a tese do duplo equilíbrio é uma possibilidade teórica, mas não há, nem certeza da existência prática de um segundo equilíbrio com taxas de juros mais baixas, nem garantia de que, na hipótese de efetivamente existir um melhor equilíbrio, dado que estamos no "mau equilíbrio", fosse possível atingi-lo pela mera redução, brusca ou gradual, da taxa de juros. Em termos técnicos, o entorno do equilíbrio perverso pode ser instável e não garantir a convergência para o melhor equilíbrio. Do ponto de vista prático, a existência de um equilíbrio superior é irrelevante, dado que o risco fiscal percebido é efetivamente alto, e não se pode correr o risco de baixar os juros e perder controle da inflação.

Parece-me, entretanto, que a hipótese da dominância fiscal e do duplo equilíbrio de Blanchard foi descartada como uma curiosidade teórica, sem que a devida atenção tivesse sido dada à única recomendação prática que dela se pode extrair.

A hipótese de Blanchard inverte a premissa clássica de que existe um "trade-off" entre a taxa de juros real e o déficit fiscal. Este "trade-off" pode ser deduzido da equação de equilíbrio no mercado de bens, onde juros mais altos reduzem a demanda privada e abrem espaço para

maior gasto do governo, sem pressão inflacionária. Inverter a relação negativa entre juros e demanda agregada tem sido uma tentação recorrente ao longo dos tempos. Não é difícil compreender por quê. Invertida a relação entre a taxa de juros e a demanda agregada, torna-se possível compatibilizar uma política fiscal e monetária demagógica com a teoria e a racionalidade.

A hipótese de Blanchard, onde esta inversão ocorre pela percepção de risco da dívida pública, quando tanto a dívida como a taxa de juros são muito altas, embora sofisticada e conceitualmente possível, é efetivamente apenas uma conjectura teórica. Dela não se pode extrair a recomendação de que o Banco Central deveria baixar os juros, pois nada garante que um novo e melhor equilíbrio seria encontrado.

Ainda que a hipótese de Blanchard fosse demonstrada verdadeira, a única conclusão possível de ser extraída é de que para baixar a taxa de juros, com garantia de que a inflação se manterá dentro das metas, é preciso reduzir o risco percebido da dívida pública. Para isto, o único caminho direto e seguro é aumentar o superávit fiscal e reduzir a dívida.

Cabe aqui um paralelo entre a questão da taxa de juros hoje e a questão da inflação crônica do século passado. Uma identidade básica das contas nacionais nos mostra que o déficit público deve ser igual à soma da poupança privada e do déficit em conta corrente do balanço de pagamentos. Ou seja, o déficit público é necessariamente financiado pela poupança privada doméstica e pelo financiamento do déficit da conta corrente, que pode ser chamado de poupança externa. Uma questão fundamental a ser superada por países pobres é a insuficiência de poupança. A insuficiência de poupança decorre tanto da premência das necessidades básicas de consumo, quanto da falta de instituições e hábitos indutivos da poupança. Na ausência de poupança voluntária institucionalmente canalizada para o financiamento do investimento, tanto público quanto privado, a inflação pode servir como uma forma de criar poupança forçada. A inflação transfere recursos dos trabalhadores para o governo e as empresas. Se o governo gasta e investe mais do que arrecada, mas não há poupança privada suficiente para financiar o seu déficit, a inflação é a forma de transferir poupança forçada para o setor público, através da redução da renda e do consumo privado. A incompatibilidade, a priori, entre o déficit público e a poupança privada resolve-se, a posteriori, por meio da inflação.

Sem inflação, mas mantida a incompatibilidade entre o déficit público e a poupança voluntária - a taxas de juros razoáveis - é preciso recorrer a taxas de juros extraordinariamente altas para inibir o consumo privado e estimular a poupança. Na raiz das altas taxas de juros do Brasil de hoje está a mesma incompatibilidade entre a poupança voluntária e o desejo de investimento e consumo, público principalmente, que alimentou o processo inflacionário crônico do século passado. Apesar dos inegáveis avanços, ainda não conseguimos superar integralmente a restrição de poupança interna necessária para financiar nossas ambiciosas metas de investimentos e de gastos públicos.

Pode-se sempre recorrer à chamada poupança externa. A poupança externa é equivalente ao déficit em conta corrente que o resto do mundo está disposto a nos financiar. O excesso de importações sobre as exportações de bens e serviços é consumo interno financiado pela

poupança do exterior. O recurso à poupança externa pode efetivamente aliviar a restrição da poupança interna, mas precisa ser utilizado com cautela, ao menos para os países que não são emissores de moedas-reserva*****. Financiar o excesso de gastos sobre a renda com déficits em conta corrente significa sujeitar-se às mudanças de humores, quase sempre bruscas, dos investidores internacionais. Pode ser uma forma legítima de aliviar a restrição doméstica de poupança e acelerar o crescimento, se o déficit em conta corrente estiver sendo utilizado para financiar o investimento e não - como ocorre com frequência - o consumo.

De toda forma, para que a poupança externa reduza a pressão sobre as finanças públicas é preciso que a moeda nacional possa flutuar livremente. É preciso aceitar, nos períodos em que o financiamento externo é abundante, uma valorização expressiva da moeda, com todas suas implicações favoráveis e desfavoráveis. Da mesma maneira, é preciso aceitar os impactos simultaneamente inflacionários e contracionistas decorrentes da redução, ou até mesmo do desaparecimento temporário, do financiamento externo. Se o Banco Central intervém para evitar a valorização percebida como excessiva da moeda, a necessidade de esterilizar os recursos emitidos para a compra de reservas internacionais restabelece a pressão sobre a necessidade de financiamento do setor público. A existência de financiamento externo só alivia a restrição de poupança interna para o financiamento público se a moeda puder flutuar livremente e não houver intervenção esterilizada para evitar a sua valorização. *****

À época da formulação do Real, insisti que era um equívoco pensar que o fim da inflação pudesse depender apenas de um plano de curto prazo. A inflação é sempre um sintoma. Sintoma de problemas que podem ser muito diferentes, mas que exigem um longo e consistente processo de superação. Não me parece exagero afirmar que alta taxa de juros brasileira de hoje ainda é decorrente da estabilização inacabada. Há uma agenda de reformas modernizadoras que foi abandonada e esquecida. Mais do que isso, houve reversão do projeto de tornar o estado menos ineficiente e a economia mais competitiva. A poupança privada pode ser estimulada através do desenvolvimento institucional e da educação, mas os resultados não são imediatos. A curto prazo só há um remédio: reduzir a despesa pública para compatibilizá-la com a taxa de poupança privada disponível, ou seja, reduzir o déficit público.

Tenho consciência de quão anticlimático é concluir que para baixar a taxa de juros é preciso reduzir a despesa e a dívida pública. Logo após o fracasso do Plano Cruzado, com a inflação explodindo para níveis até então nunca vistos, Pêrsio Arida e eu, já fora do governo, mas ainda com restos da áurea de milagreiros, fomos convocados ao Palácio da Alvorada para uma reunião com o presidente da República. Ao terminarmos nossa exposição sobre a necessidade imperiosa de reduzir o déficit público, como condição para qualquer tentativa de controlar a inflação, o presidente José Sarney desabafou: "Para controlar a inflação por meio da redução dos gastos públicos eu não preciso de economistas brilhantes".

Infelizmente, com ou sem economistas brilhantes, para reduzir a taxa de juros e manter a inflação sob controle, a poupança voluntária deve ser capaz de financiar o investimento, público e privado, almejado. Para isso é preciso que as despesas correntes, especialmente os gastos correntes do setor público, sejam mantidas em níveis compatíveis com a taxa de poupança nacional. Em economia ao menos, não há milagres nem jabuticabas.

*Lara Resende, A. (1988) "Da Inflação Crônica à Hiperinflação: Observações Sobre o Quadro Atual", Departamento de Economia - PUC/RJ

**Arida, P., Bacha, E, and Lara-Resende, A., (2004) "High interest rates in Brazil: conjectures on the jurisdictional uncertainty" in: Inflation Targeting and Debt: the Case of Brazil:, MIT Press 2005

***Blanchard, O. (2003) "Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil" in Inflation Targeting and Debt: The Brazilian Case, MIT Press 2005

**** Gonçalves, F; Holland, M. and Spacov, A. (2006) "Can jurisdictional uncertainty and capital controls explain the high level of real interest rates in Brazil? Evidence from panel data" Revista Brasileira de Economia vol 61 no 1 Rio de Janeiro, jan/mar 2007

*****Ver Lara Resende, A. (2009) Em plena crise: uma tentativa de recomposição analítica - Estudos Avançados 65 -U SP

***** Ver Fraga, A, e Lara Resende, A. (1985) Déficit, dívida e ajustamento: uma nota sobre o caso brasileiro - Revista Brasileira de Economia

André Lara Resende é Economista.

Este é o terceiro de uma série de artigos sobre a conjuntura atual, com foco nos problemas de câmbio, juros e inflação, feitos por renomados economistas a pedido do "Valor". Amanhã publicaremos o artigo de Luiz Carlos Mendonça de Barros.

<http://bit.ly/iLLN5n>

A bolha das reservas deve estourar entre 2013 e 2015

Sobre risco cambial, besouros e borboletas

Autor(es): Francisco Lopes | Do Rio

Valor Econômico - 15/06/2011

A inflação de 2012 deverá ficar abaixo de 5%, com a economia crescendo entre 4% a 4,5%. Será, porém, uma vitória de Pirro. Em algum momento ocorrerá uma inevitável correção para cima na cotação do dólar, com grande probabilidade de uma traumática "parada súbita".

É fácil ser otimista sobre a evolução da macroeconomia brasileira no curto prazo. A combinação de juros elevados, taxa de câmbio praticamente estabilizada e menor pressão nos preços internacionais de alimentos e petróleo, reduzirá a inflação em 12 meses do IPCA já a partir de outubro próximo. A inflação de 2012 deverá ficar abaixo de 5%, com a economia mantendo o crescimento na faixa de 4% a 4,5%.

Será, porém, uma vitória de Pirro já que em algum momento ocorrerá uma inevitável correção para cima na cotação do dólar, com alta probabilidade de se transformar numa traumática "parada súbita". A pressão desse ajuste vai trazer de volta a inflação e exigir nova elevação da taxa Selic. Se for um ajuste súbito, haverá também uma freada no crescimento.

A atual configuração da política econômica brasileira é insustentável no longo prazo. Forte crescimento com apreciação cambial no contexto de uma economia mundial com expansão moderada produz inexorável deterioração do balanço de pagamentos. Em algum momento, teremos que interromper o crescimento e ajustar a taxa de câmbio. Com o agravante de que, a despeito do aumento do déficit em transações correntes, a acumulação de reservas internacionais também ganhou velocidade vertiginosa, algo como US\$ 100 bilhões por ano. Isso configura uma autêntica "bolha especulativa" que poderá ter graves consequências quando estourar.

O Brasil, ao contrário da China, não acumula reservas internacionais porque produz superávit

nas transações de bens e serviços com o exterior. No nosso caso, a acumulação de reservas resulta apenas do ingresso de capital estrangeiro e, nos últimos doze meses, apenas 20% desse movimento consistiu em aporte direto de capital para empresas, isto é, em ingresso com uma motivação nitidamente de longo prazo. O resto, incluindo aplicações em ações, renda fixa e os empréstimos intercompanhias (que o Banco Central imprecisamente classifica como investimento direto) são certamente ingressos com motivação mais de curto prazo e de natureza bem mais volátil.

O que faz esse capital estrangeiro ter tanta gana de vir para o Brasil? O Banco Central anuncia oficialmente que o regime cambial é de livre flutuação e que só opera no mercado de câmbio para "reduzir a volatilidade". Na prática, nas condições atuais, isso significa que a cotação do dólar fica estável ou realiza um movimento de queda gradual. O que temos então é um verdadeiro paraíso para o especulador estrangeiro que pode facilmente se beneficiar do diferencial nas taxas de juros. Não é uma possibilidade de arbitragem perfeita, como ficou claro em 2008, mas é uma bela oportunidade de ganho com risco reduzido. Como o Brasil ainda não aboliu o forte efeito motivador da possibilidade de arbitragem (mesmo imperfeita) sobre o movimento de capitais, o resultado é o ingresso maciço que estamos observando.

Esse movimento adquire todas as características de uma bolha especulativa quando começa a gerar um mecanismo de retroalimentação. Quanto mais capital entra tanto maior é a pressão de baixa sobre a cotação do dólar e tanto maior a garantia de que o Banco Central vai continuar aplicando sua política de redução da volatilidade para produzir estabilidade ou apreciação gradual. Isto, por sua vez, torna ainda mais atraente o ingresso de capital para arbitrar juros. Na realidade para o especulador a apreciação em si não é importante. Seu ganho principal resulta do diferencial entre as taxas de juros e para isso só é necessário que não ocorra uma desvalorização significativa da taxa de câmbio.

O resultado é a anomalia de um mercado cambial em que tipicamente apenas o Banco Central e os importadores atuam na ponta compradora, com todos os demais operam como vendedores. Isso não resulta apenas da atuação de especuladores profissionais. Considere, por exemplo, o processo de decisão do diretor financeiro de uma grande multinacional que administra o caixa da empresa dentro de uma perspectiva global. Naturalmente vai querer ficar credor no Brasil, ganhando remuneração superior a 12% ao ano e devedor em outros países com custo financeiro muito menor. Isto significa que vai operar como vendedor no mercado cambial brasileiro. Curiosamente esse executivo vai ficar ofendido se lhe disserem que está operando como especulador: afinal, para ele, está apenas fazendo o seu trabalho de administração do caixa. O espaço aqui não me permite citar diversos outros casos concretos que confirmam a natureza especulativa da bolha que se desenvolve agora no nosso mercado de câmbio. Todo mundo enxerga uma possibilidade de ganho aparentemente fácil e quer tirar uma casquinha.

Bolhas especulativas são fenômenos complexos que não entendemos bem, mas com certeza sabemos que sempre evoluem para o colapso. Nosso palpite é que essa nossa bolha de acumulação de reservas vai estourar em algum momento entre 2013 e 2015. É impossível saber o momento exato e a sequência exata dos eventos na ruptura, apenas sabemos que ela se tornará mais provável quando o mercado de câmbio transitar da atual posição de excesso

permanente de oferta para uma posição de equilíbrio ou de excesso de demanda. Isto inevitavelmente vai resultar da deterioração continuada do déficit no balanço de pagamentos em transações correntes.

Na ruptura, os primeiros a sair tipicamente são os especuladores profissionais. A eliminação do excesso de oferta tira o Banco Central do papel de disciplinador do movimento de apreciação e tende a aumentar a volatilidade do mercado. O especulador sabe que nosso regime de livre flutuação na prática tem sido um regime de flutuação amortecida assimétrica, isto é, a atuação do governo no mercado de câmbio é muito mais decidida para evitar apreciações do que para evitar depreciações. A maior volatilidade do câmbio torna menos favorável a relação risco-retorno e induz o especulador a reduzir sua posição vendida na moeda brasileira. Esse ajuste é muito facilitado pela dimensão do nosso mercado de derivativos de dólar, que é inusitadamente grande para uma economia emergente. A grande liquidez desse mercado torna muito fácil travar qualquer posição vendida em dólar, e isso vale tanto para os especuladores profissionais como para qualquer empresa ou investidor.

Como em todo colapso de bolha, o movimento pode ser iniciado por um pequeno grupo de profissionais, mas depois se alastra rapidamente e ganha amplitude e intensidade. O resultado é uma forte e rápida depreciação da taxa de câmbio.

Idealmente o Banco Central pode tentar administrar esse ajuste, produzindo uma transição lenta e suave da taxa de câmbio para o novo patamar sustentável de equilíbrio e dessa forma evitando o "overshooting" característico dos colapsos de bolha. Para isso terá que operar com determinação e intensidade na ponta vendedora tanto no mercado de dólar à vista como no mercado de derivativos através de futuros e swaps. Naturalmente, a venda de dólar num mercado cambial em movimento de alta produzirá prejuízo para o erário público, mas isso será mais do que compensado pelos benefícios de se evitar a parada súbita.

De fato uma das poucas coisas que o governo pode fazer agora diante da perspectiva de um inevitável ajuste cambial no futuro é preparar seus planos de contingência para uma operação desse tipo, isto é de amortecimento da desvalorização.

Em particular, tanto o Banco Central como outras áreas mais politizadas do governo têm que estar psicologicamente preparadas para entregar aos "malditos especuladores" o botim resultante de suas operações cambiais no país, sendo que isso poderá significar a perda de um grande e imprevisível volume de reservas internacionais (metade das reservas, por exemplo?).

É importante entender, porém, que não existem alternativas viáveis de controle de capitais para escapar de uma bolha que já se instalou e se desenvolve a pleno vapor. A introdução de controles sobre a entrada de capital, como tem sido tentado recentemente, apenas bloqueia alguns canais de entrada e redireciona o movimento para outros canais. Por outro lado uma aplicação muito ampla desses controles pode simplesmente antecipar o momento de ruptura da bolha. A alternativa de controles sobre a saída de capital poderá parecer tentadora quando a bolha começar a estourar, mas ela nunca é eficaz se adotada em apenas um segmento do mercado. Ou seja, a opção de controle sobre a saída de capitais é na realidade uma opção pela centralização total do câmbio, o que seria um lamentável retrocesso na política econômica

brasileira.

Será possível promover uma saída ordenada da bolha e um ajuste gradual da taxa de câmbio? Temos que torcer que sim, mas qualquer operador com experiência em mercados especulativos provavelmente dirá que não. Ou seja, é bom estar preparado para um comportamento do mercado de câmbio semelhante ao que ocorreu em 2008 (ou mesmo 2003), desta vez possivelmente com ainda maior overshooting em virtude dos grandes montantes envolvidos.

É interessante notar que 2008 foi uma oportunidade perdida para se obter uma nova configuração sustentável para nossa macroeconomia. A crise mundial produziu forte desvalorização cambial e o Banco Central reagiu corretamente baixando a Selic de 13,75% ao final de 2008 para 8,75% em junho de 2009, uma redução de 5 pontos percentuais. Na realidade, porém, essa redução resultou muito tímida, principalmente considerando que no mesmo período o banco central americano também se moveu na mesma direção. Como a taxa do Federal Reserve (Fed, banco central americano) caiu de 5,25% em meados de 2007 para praticamente zero ao final de 2008, a redução da Selic foi inferior à do juro americano.

A cotação do dólar voltou a cair rapidamente e em outubro de 2009 já tinha voltado para próximo de R\$ 1,70, praticamente anulando toda a desvalorização anterior. A operação correta naquela ocasião teria sido reduzir a taxa Selic muito mais agressivamente, ainda que ao custo de uma taxa de inflação um pouco maior num período transitório.

Não é nossa intenção aqui fazer uma crítica à atuação do BC no contexto de crise internacional de 2008, já que naquele ambiente de incerteza não seria fácil adotar uma tática de atuação muito diferente de seu padrão tradicional. Devemos lembrar também que algumas das pré-condições necessárias para uma redução mais agressiva da taxa de juros não estavam presentes, entre elas a eliminação do piso imposto pela regra atual de remuneração da caderneta de poupança. Na realidade, como sugeri no artigo "A Estabilização Incompleta", do livro *Novos Dilemas da Política Econômica* (editado por Edmar Bacha e Mônica Bolle, LTC 2011), o trabalho de construção do arcabouço institucional necessário para a consolidação da estabilidade ainda está longe de concluído.

Essas considerações nos levam ao que parece ser a questão central. Só vamos ter uma configuração sustentável de nossa macroeconomia quando a taxa Selic for compatível com o padrão internacional, admitindo-se um pequeno prêmio de risco. Isso seria talvez algo como 3% a 4% ao ano agora, e algo como 6% a 7% quando a taxa de juros do Fed voltar para o patamar de 4% a 5% daqui a alguns anos. Essas taxas de juros poderiam ser ainda menores com uma meta de inflação menor.

Um nível "normal" de taxa de juros é pré-condição para que possamos adotar uma verdadeira flutuação cambial, com o governo se abstendo de qualquer interferência no mercado de câmbio. Só então vamos descobrir qual é realmente a taxa de câmbio de equilíbrio da nossa economia, e só então o regime de metas de inflação poderá operar da forma como foi teoricamente desenhado para operar, produzindo uma trajetória de crescimento econômico

sustentável com inflação controlada.

Para evitar mal entendido quero enfatizar que sou totalmente favorável à ideia do tripé estabilizador, composto por austeridade fiscal, flutuação cambial e regime de metas de inflação. As vantagens do tripé, introduzido ainda no governo FHC, são inequívocas. Sabemos que funciona muito bem nos países desenvolvidos que o adotam, como Suécia ou Inglaterra.

No Brasil, porém, o tripé estabilizador é meio de mentirinha. Teoricamente existe flutuação cambial, mas na prática o movimento da taxa de câmbio é inibido pela intervenção rotineira do Banco Central. Por outro lado, nosso principal instrumento de política monetária, a taxa Selic, tem impacto muito reduzido sobre o nível de atividade e a inflação. A austeridade fiscal existe mais no discurso do que na prática. Ou seja, o regime se apresenta como de metas de inflação, mas alguns de seus pressupostos básicos não estão presentes.

Um comentário final sobre o título deste artigo. A evolução atual da macroeconomia brasileira me faz lembrar o voo de um besouro. A primeira vista a aerodinâmica do besouro não devia permitir que voasse, não obstante ele é capaz de voos curtos. São voos deselegantes que mais parecem sequências de saltos. Certamente um besouro não tem a capacidade de voo de uma borboleta. Muitos analistas quando discutem nossa macroeconomia parecem acreditar que estão analisando uma borboleta, com toda sua beleza e complexas piruetas. Não se pode negar que são elegantes e divertidos os debates sobre a delicada calibragem da taxa Selic, os ciclos de ajuste e relaxamento da política monetária, o papel das medidas macroprudenciais, a coordenação das políticas monetária e fiscal, o impacto do "dólar index" sobre a taxa de câmbio real-dólar e tudo mais. Os analistas parecem esquecer, porém, que as importantes deformidades que ainda existem em nossa economia nos permitem no máximo pensar em um voo de besouro. Infelizmente um besouro voador não se transforma automaticamente numa aerodinâmica borboleta. É fundamental ter em mente que o trabalho de construção das precondições institucionais para a consolidação da estabilidade ainda está longe de concluído e, na verdade, avançou muito pouco nos governos petistas. Isto ficará novamente claro na próxima crise cambial.

O autor agradece os comentários de Edmar Bacha, sem naturalmente implicá-lo em suas heterodoxias.

Francisco Lopes é sócio principal da consultoria Macrométrica.

Este é o segundo de uma série de artigos sobre a conjuntura econômica atual, com foco maior nos problemas de câmbio, juros e inflação, feitos por renomados economistas a pedido do "Valor". Amanhã publicaremos o artigo de André Lara Resende.

<http://bit.ly/iL2x8z>

A estabilização incompleta

Autor(es): Samuel Pessoa | De São Paulo

Valor Econômico - 14/06/2011

Aumento da poupança doméstica propiciará a queda do juro, ajuste do câmbio e inflação sob controle.

A estabilização macroeconômica brasileira precisa ser completada. Apesar do enorme sucesso desde a alteração do padrão cambial, a introdução do sistema de metas de inflação e a produção de superávits fiscais suficientemente elevados, convivemos com juros anormalmente elevados. Recentemente, surgiu o problema da valorização do câmbio e, depois, o fantasma do monstro inflacionário passou a nos visitar. É impossível abordar estes temas - juros, câmbio e inflação - de forma isolada. Todos são sinais do mesmo fenômeno e, assim, resolvemos olhar o problema do ponto de vista dos juros elevados. Após tratar da anomalia dos juros domésticos, retornaremos aos demais temas.

Em uma economia fechada, a taxa de juros é formada pelo equilíbrio entre o investimento e a poupança. O investimento depende da rentabilidade prospectiva dos negócios. Sempre que o país melhora e os empresários acreditam que o futuro será melhor, o investimento se eleva.

A poupança depende de outras considerações. Isto é, os fatores que determinam a poupança são diversos dos que determinam o investimento.

A poupança depende de três fatores. Primeiro, o prêmio que o consumidor recebe para deixar de consumir hoje em função de um ganho no futuro. Este prêmio é medido pela taxa de juros real paga ao poupador. Segundo, a necessidade de guardar recursos para fazer frente à redução da capacidade laboral que acompanha o processo de envelhecimento. Terceiro, a necessidade de poupar para fazer frente a outros riscos a que o indivíduo está sujeito, tais como risco de doença, desemprego temporário, gastos inesperados com saúde, etc.

Evidentemente, a formação de poupança de uma sociedade depende fortemente da estrutura de incentivos subjacente. Sociedades que provêm estado de bem-estar social generoso com diversos mecanismos públicos de mitigação de riscos apresentarão menores valores para a poupança. Quando não há estado de bem-estar, a poupança tende a ser muito elevada. Este é o

caso da China, que poupa 50% do Produto Interno Bruto (PIB). Assim, a baixa poupança brasileira é essencialmente fruto da estrutura de incentivos que a desestimula.

Desde a redemocratização a sociedade escolheu construir um forte estado de bem-estar, cuja consequência é a pesada carga tributária e diversos programas - aposentadoria rural, aposentadoria do setor privado por tempo de contribuição, aposentadoria integral do setor público, pensões por morte com regras de concessão generosas, SUS, seguro-desemprego, programa Bolsa Família etc. - que visam reduzir o risco dos indivíduos em uma economia de mercado.

De fato, quando se faz uma comparação internacional, o Brasil gasta com aposentadoria muito mais do que países com o mesmo estágio de desenvolvimento demográfico. A comparação do Brasil com uma amostra de 30 outras economias aponta que gastamos de duas a três vezes mais com previdência - inclui aposentadorias pagas pelo setor público aos funcionários do setor privado, aos funcionários públicos (civis e militares) e o pagamento de pensão por morte (setor público e privado) - do que economias com a mesma razão de dependência, isto é, a população com 65 anos ou mais como proporção da população em idade ativa.

O comportamento desviante do Brasil é mais acentuado quando verificamos uma das componentes do gasto do setor público com a previdência, a pensão por morte. O motivo do comportamento desviante do Brasil com este programa deve-se à total liberalidade legal para a concessão do benefício. Ele pode ser acumulado com a aposentadoria, não há exigência de diferença de idade máxima entre os cônjuges, exigência de existência de filhos em idade escolar etc. O Brasil é o único país da amostra de 31 países com este critério. Enquanto gastamos 3% do PIB com este programa, a média dos demais 30 países da amostra gasta pouco menos de 1%. Há, portanto, um excedente de gasto brasileiro de 2% do PIB o que permitiria dobrar o investimento consolidado (três esferas) do setor público!*

Nossa interpretação é que a baixa poupança no Brasil explica os elevados juros. A poupança é baixa em dois sentidos. Não somente o nível da poupança é baixo como a taxa de poupança não cresce quando a taxa de crescimento do produto eleva-se. Por exemplo, ao longo de todo o governo Lula, a taxa de investimento cresceu muito. As taxas saíram de aproximadamente 14% do PIB para algo perto de 19% no terceiro trimestre de 2008. Estes 5% do PIB de alta da taxa de investimento correspondeu a um aumento na absorção de poupança externa do mesmo montante: saímos de um superávit de transações correntes de pouco menos de 2,5% do PIB para um déficit ao redor de 2,5% do PIB! Isto é, a elevação do gasto autônomo do investimento não gerou a sua própria oferta. O princípio keynesiano da demanda agregada parece não funcionar no Brasil: o investimento não gera a sua própria poupança. Para que a inflação não aumentasse muito, a poupança externa teve que tapar o excesso da demanda sobre a oferta. No entanto, mesmo com o concurso da poupança externa ainda nos deparamos com taxa básica de juros muito elevada.

A manutenção das elevadas taxas básicas de juros mesmo em um contexto de risco país reduzido e de mobilidade internacional de capital suscita um questionamento de caráter fundamental. Por que a mobilidade internacional de capital não permite que haja a convergência da taxa de juros doméstica aos juros internacionais? Pensamos que dois motivos

justificam a manutenção de juros extremamente elevados no atual contexto.

O primeiro motivo é a existência de um risco cambial. Para investidores estrangeiros avessos ao risco o fato de o real ser uma moeda para a qual não haja mercados internacionais líquidos e profundos faz com que exista risco de conversão. Este risco mede a possibilidade de no momento em que o investidor deseje retirar os recursos do país não encontrar outro investidor na posição contrária, de sorte que a operação de troca de reais por dólares americanos ocorra com possibilidade de forte perda. É por este motivo que a cotação do câmbio no mercado futuro sistematicamente superestima a cotação do mercado à vista no futuro.

Quando não há o risco de conversão - como é o caso dos derivativos de câmbio negociados na BM&F - o investidor está disposto a fechar o contrato mesmo que a cotação do real no mercado futuro seja mais desvalorizada do que a cotação esperada no futuro para o mercado à vista. A diferença entre ambas é dada pelo risco cambial. Elevados valores para o risco cambial também explicam custos altos para o hedge. Assim, apesar de o risco país ser baixo, o risco cambial impede a convergência das taxas de juros.

A redução do risco cambial recoloca na agenda a questão da conversibilidade do real**. No entanto, em outro contexto. Não se trata de risco de jurisdição no sentido jurídico do termo. Isto é, o risco de reaver garantias e de não conseguir ou de ser muito caro processar um devedor inadimplente, dadas as vicissitudes do Judiciário brasileiro. Além de a evidência empírica ter rejeitado a proposição do risco de jurisdição, parece-nos que ele pode explicar os elevados spreads bancários, mas não os elevados níveis da taxa básica de juros. A questão parece bem mais singela. O Brasil é um país estruturalmente receptor de capital visto que estruturalmente a poupança doméstica é baixa. Em larga medida, o interesse de boa parte dos proprietários de capitais aqui investidos dá-se em outra moeda. Se não houver mercados profundos e líquidos denominados em reais, haverá sempre o risco de a cotação ser muito desfavorável no momento que houver a necessidade de remissão de capital para fora. Certamente, há muito que a política econômica pode fazer para estimular a construção de um mercado de dívida denominada em reais. A Austrália, por exemplo, é fortemente especializada na produção de commodities, cuja moeda é internacional. Isto faz com que o país consiga financiar déficits de transações correntes na casa de 4,5% do PIB sistematicamente por mais de 40 anos a juros baixos. Parece-nos que esta foi a opção tomada pela população brasileira quando escolheu sistematicamente políticas que geram baixa poupança***.

O segundo motivo que tem impedido uma queda mais rápida dos juros no período recente é a política oficial de forte acumulação de reservas. Há sinais consistentes de que o resto do mundo estaria disposto a financiar o excesso de demanda doméstica e ainda cobrar um prêmio de risco bem menor. Ou seja, há sinais de que o Brasil sustentaria déficits de transações correntes na casa de 4% do PIB anualmente com juros relativamente baixos sem grandes problemas para a solvência internacional. Portanto, nosso entendimento é que se houvesse alteração na política de acumulação de reservas pelo Banco Central, que permitisse uma maior valorização do câmbio, haveria absorção de maiores níveis de poupança externa. O câmbio mais valorizado elevaria as importações, reduziria as exportações e elevaria a oferta doméstica de bens e serviços, contribuindo, assim, para reduzir o excesso de demanda por bens e serviços. A redução do excesso de demanda agregada diminuiria a pressão sobre a inflação,

permitindo o equilíbrio do mercado doméstico de bens e serviços com juros menores.

Como afirmamos anteriormente, a política de acumulação de reservas, ao impedir a valorização adicional do câmbio e a consequente elevação do déficit de transações correntes, tem contribuído para manter a taxa de juros elevada. Do ponto de vista do equilíbrio no mercado de ativos, as operações de esterilização da acumulação de divisas feitas pelo Banco Central inundam o mercado doméstico de papéis. Consequentemente, os preços destes são reduzidos, pressionando as taxas de juros para cima.

Esta interpretação do fenômeno dos juros elevados no Brasil é corroborada por estimativas que fizemos a partir de trabalho de Pastore e colaboradores****. Dado o câmbio real observado, calculado a partir da evolução do câmbio nominal em reais deflacionado por uma cesta de moeda em que os pesos são proporcionais à participação de cada país no comércio internacional com o Brasil, é possível estimar o câmbio real de equilíbrio de longo prazo. Este tem como seus determinantes os termos de troca e o passivo externo líquido. A partir de maio de 2006, o câmbio real de equilíbrio situa-se abaixo do câmbio real observado. Segundo nossos cálculos, o câmbio corrente encontra-se artificialmente desvalorizado em 5%! Assim, estamos trabalhando com dois câmbios: o câmbio corrente que é o observado, e o câmbio real de equilíbrio. Por questões estruturais da economia brasileira, ambos estão valorizados. Voltaremos em seguida a este ponto. No entanto, o câmbio corrente está desvalorizado em relação ao de equilíbrio (ou, o que dá no mesmo, o de equilíbrio está valorizado ao corrente).

Como é possível que ao longo de tantos anos o câmbio real de equilíbrio esteja continuamente mais valorizado do que o câmbio real observado (isto é o câmbio real corrente)? Nossa resposta é que a política de contínua acumulação de reservas manteve o câmbio corrente permanentemente mais desvalorizado do que o câmbio de equilíbrio dado pelos fundamentos de mercado. Manter um preço fora do equilíbrio é como nadar em um rio contra a corrente. Temos que nadar continuamente para mantê-lo fora do equilíbrio. Se pararmos de nadar - no caso, se pararmos de acumular reservas -, o câmbio retorna ao seu valor de equilíbrio. É claro que, como afirmamos, um câmbio mais valorizado estimularia a entrada de poupança externa e, consequentemente, permitiria o equilíbrio da economia a uma taxa de juros mais baixa.

Recapitulando todo o argumento, os juros são elevados no Brasil hoje porque há excesso de demanda sobre oferta por bens e serviços. Este desequilíbrio interno no mercado de bens e serviços poderia ser mitigado se estivéssemos dispostos a elevar a absorção de bens do mercado externo. No entanto, como somente é possível absorver bens e serviços do mercado externo que sejam transacionáveis internacionalmente, esta absorção produzirá um excesso de demanda local pelos bens e serviços que não sejam transacionáveis internacionalmente (em geral, os serviços). O processo de absorção de poupança externa necessariamente encarece os bens não transacionáveis, isto é, valoriza o câmbio real. Assim, para impedir uma apreciação adicional do câmbio, a política cambial não permite que tal descompasso entre oferta e demanda seja suprido integralmente pela oferta externa.

Consequentemente, os juros internos têm que ser elevados para manter a economia mais "esfriada" do que estaria com juros menores e, portanto, o câmbio mais depreciado. A saída do BC do mercado de divisas permitiria elevar a absorção de poupança externa e equilibrar o

mercado doméstico de bens e serviços com menor taxa de juros. O custo seria aceitarmos um câmbio ainda mais apreciado.

Voltando às questões estruturais, o câmbio no Brasil está valorizado por dois motivos. Primeiro, a baixa poupança que requer absorção de poupança externa para fechar o espaço entre o investimento e a poupança doméstica e, segundo, o fortíssimo ganho de termos de troca em função da valorização internacional das commodities que exportamos. Os juros mais elevados esfriam a economia e permitem um equilíbrio com câmbio corrente um pouco mais desvalorizado do que o de equilíbrio.

Há dois caminhos para reduzirmos os juros. Primeiro é rumar para uma maior conversibilidade da moeda, de sorte que o risco cambial se reduza, e revertermos a política de acumulação de reservas. As duas medidas permitirão que a capacidade de nossa economia absorver poupança externa seja muito maior de forma a ser possível equilibrar a demanda com oferta sem pressões inflacionárias e a uma taxa de juros menor. Este caminho tem o efeito colateral de valorizar ainda mais o câmbio e produzir forte redução do emprego na indústria de transformação.

O segundo caminho é alterarmos o contrato social da redemocratização, reduzindo fortemente o Estado de Bem-Estar Social de forma a elevarmos a poupança doméstica. A elevação da poupança doméstica permite encontrarmos um equilíbrio com juros mais baixos e câmbio mais desvalorizado e inflação sobre controle.

* Ver Rocha, Roberto de Rezende e Caetano, Marcelo Abi-Ramia (2008), "O sistema previdenciário brasileiro: uma avaliação de desempenho comparada," Texto para discussão 1331, Ipea, março, gráficos 1 e 3.

** Enfatizada por Arida, Persio (2003), "Ainda sobre a conversibilidade," Revista de Economia Política, 23(3), p. 135-142, Arida, Persio (2003), "Conversibilidade: o caso brasileiro," em Daniel Luiz Gleizer (editor) Aprimorando o mercado de câmbio brasileiro, p. 93-111, BMF Brasil e Arida, Persio, Bacha, Edmar L. e Lara-Resende, André (2005). "Credit, interest, and jurisdictional uncertainty: Conjectures on the case of Brazil", em Francesco Giavazzi, Ilan Goldfajn e Santiago Herrera (editores) Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience, 1999 to 2003, p. 265-293, MIT Press.

*** Para a internacionalização da moeda Australiana ver McCauley, Robert (2006), "Internationalising a currency: the case of the Australian dollar", BIS Quarterly Review, December, p. 41-54.

****Ver Pastore, Affonso Celso, Pinotti, Maria Cristina e Pagano, Terence de Almeida (2010), "Limites ao crescimento econômico", (www.acpastore.com/Imagens/Velloso2010.pdf, acesso em 19/04/2011).

Sócios da Tendência Consultoria Integradas. Samuel Pessoa é pesquisador associado do Ibre-FGV. Márcio Nakane é professor do Departamento de Economia da USP.

Este é o primeiro de uma série de artigos sobre a conjuntura econômica atual, com foco maior nos problemas do câmbio e da inflação, feitos por renomados economistas a pedido do "Valor". Amanhã publicaremos o artigo de Francisco Lopes.

<http://bit.ly/mdNVGd>