

PERSPECTIVA ECONÔMICA

Os desafios da política econômica

Edward J. Amadeo e José Márcio Camargo (*)

Editoria de Arte/Gazeta Mercantil

A suposição de que o processo de estabilização esteja completo tende a reduzir as pressões sobre os agentes políticos e econômicos, criando dilemas que, se não atacados com a devida antecedência, acabam por gerar crises de difícil solução. O programa de estabilização brasileiro passa por uma situação desse tipo.

A sustentabilidade do atual programa exige que a política econômica seja capaz de atingir fundamentalmente quatro objetivos:

- manter sob controle a taxa de inflação;
- reduzir o déficit em conta corrente do balanço de pagamentos;
- manter as reservas cambiais em nível seguro;
- estabilizar a relação dívida pública/PIB, ou atenuar sua taxa de crescimento.

Estes são objetivos inter-relacionados e que precisam ser atacados simultaneamente. Três são os instrumentos de curto prazo à disposição para o governo: a política cambial, a política monetária e políticas de impacto direto sobre a demanda agregada.

Cada um desses instrumentos tem efeitos positivos ou negativos sobre um ou mais dos objetivos apontados acima. Analisemos cada um desses instrumentos e seus efeitos.

Política cambial – A política cambial tem efeito sobre três dos quatro objetivos apontados acima:

1. Afeta a taxa de variação dos preços dos bens exportados e importados e, portanto, é um importante determinante da taxa de inflação;
2. Influi decisivamente sobre o resultado da balança comercial e, portanto, da conta corrente do balanço de pagamentos;
3. Em conjunto com a taxa de juros interna, determina a taxa de juros em dólares dos títulos brasileiros, o que afeta a atratividade desses instrumentos para os investidores estrangeiros. Portanto, é um importante fator determinante do nível de reservas internacionais do País.

Política monetária – A política monetária determina a taxa de juros e, em conjunto com a política cambial, a taxa de juros em dólares dos títulos brasileiros. Desta forma, dos objetivos anunciados acima, dois são diretamente afetados pela política monetária:

1. O nível de reservas internacionais, através da atratividade do País para os investidores internacionais;
2. A relação dívida pública/PIB, pois uma parte da variação da dívida depende do montante de juros que o País paga sobre sua dívida já existente.

Política de demanda agregada – Sob esse título, vários são os instrumentos que podem ser utilizados. Entre eles, os mais importantes são a política fiscal e a política de crédito. A redução do déficit do governo ou a política de crédito restritiva têm como principal efeito reduzir o nível de atividade, diminuindo assim as importações e aumentando o excedente exportável.

A tabela publicada nesta página destaca os principais efeitos dos instrumentos de política sobre os quatro objetivos listados anteriormente.

Na tabela, um efeito positivo (negativo) do instrumento sobre a variável-objeto quer dizer que melhora (piora) a performance da variável. A tabela é útil pois destaca os efeitos contraditórios de mudanças nos instrumentos de política sobre as variáveis-objeto.

A cada contradição deve corresponder a escolha de um objetivo a ser priorizado e outro a ser relegado a segundo plano. Seguindo a mesma lógica, uma variável-objeto que



Edward J. Amadeo



José Márcio Camargo

sofra de um efeito negativo associado à mudança no instrumento “A” talvez mereça uma compensação a partir de alterações no instrumento “B”.

Leiamos a tabela de baixo para cima. Isto é, a partir do efeito dos juros sobre a dívida pública. O crescimento da dívida impõe uma redução da taxa de juros. Mas a queda dos juros diminui a rentabilidade dos títulos em dólares (cupom cambial), dada a taxa de desvalorização cambial, como se vê na segunda linha de baixo para cima.

Esse é o conflito com que se tem defrontado o governo nas últimas semanas. A redução dos juros fez cair o cupom a ponto de gerar perda de capitais. Em resposta, o BC interrompeu a queda dos juros e diminuiu o IOF sobre investimentos externos. O próximo movimento nesse sentido seria mexer no IR sobre ganhos de capital (embora com efeito apenas em 1998 devido ao princípio da anualidade). Na eventualidade de aumento na taxa de juros nos EUA ou perda de reservas, é possível que seja necessário aumentar a taxa de juros. Neste caso, a redução da relação dívida/PIB ficaria relegada a segundo plano.

Como se vê na terceira linha de baixo para cima na tabela, uma solução para a queda do cupom cambial seria retardar o ritmo da desvalorização cambial. Essa alternativa não deve ser descartada principalmente se a estabilização da relação dívida pública/PIB se mantiver uma prioridade.

Entretanto, a redução no ritmo de desvalorização do câmbio teria efeito negativo sobre a conta corrente do balanço de pagamentos, ainda que positivo sobre a queda da inflação. A terceira linha de baixo para cima mostra ainda que a diminuição do nível de atividades teria efeito positivo sobre a conta corrente.

A tabela mostra a teia de efeitos contraditórios sobre as variáveis-objeto de mudanças nos instrumentos e as dificuldades para atacar os diferentes objetivos simultaneamente. Evidentemente, em face de uma situação de perda de reservas, o governo se verá obrigado a relegar a dívida interna ao segundo plano, elevando juros. Seria ousada, mas não descabida, a decisão de retardar o ritmo de desvalorização cambial. Por isso mesmo, é apenas óbvio que o BC não acelere o ritmo de desvalorização.

A fim de mitigar a pressão sobre a conta de capital e o nível de reservas, bem como a dependência a capitais de curto prazo e não pressionar a dívida interna com crescimento dos juros, não há dúvida de que é necessário reduzir o nível de atividade econômica. Diminuir o déficit em conta corrente atacando o nível de atividades é a forma de evitar o efeito dominó que começaria com pressões para elevar os juros internos e eventualmente pressões sobre a taxa de câmbio. É o prêmio de seguro a ser pago para eliminar do horizonte um cenário crítico.

Financiamento da conta cor-

rente e dívida pública – Dois indicadores podem comprometer a sustentabilidade de longo prazo do programa de estabilização. De um lado, o crescimento da dívida pública como proporção do PIB e, de outro, a evolução do déficit em conta corrente do balanço de pagamentos. Entre 1994 e 1996, a relação dívida pública/PIB passou de 19% para 30,5% (crescimento de 11,5 pontos percentuais do PIB), enquanto a conta corrente do balanço de pagamentos, que estava equilibrada no início do período, passou a apresentar um déficit de 3,5% a 4% do PIB. A trajetória atual dessas variáveis não é sustentável no longo prazo.

O crescimento do endividamento do setor público está diretamente relacionado ao excesso de gastos do governo com bens e serviços em relação a suas receitas correntes (déficit primário) e aos juros pagos sobre a dívida.

Entre 1994 e 1996, houve uma clara deterioração da capacidade do governo de controlar seus gastos. O superávit primário de 5% do PIB em 1994 se transformou em equilíbrio primário em 1996. Se o desempenho do governo no que se refere a seus gastos é precário, a inclusão dos juros sobre a dívida preexistente torna a situação ainda mais grave. O superávit operacional de 1,3% do PIB em 1994 saltou para um déficit de 4% do PIB em 1996.

Entre 1994 e 1996, as receitas do governo passaram de 24% do PIB para 30%. Somando-se o crescimento das receitas ao crescimento do déficit, houve um aumento dos gastos de 22,7% do PIB (receitas de 24% menos superávit operacional de 1,3%) para 34% do PIB (receitas de 30% mais déficit de 4% do PIB). Ao todo um crescimento dos gastos de 11,3 pontos percentuais do PIB.

Suponhamos que, de acordo com os planos do governo, em 1997 seja possível gerar um superávit primário de 1,5% do PIB. Se a taxa de juros permanecer no nível atual, a dívida pública crescerá 8%. Se o PIB crescer 4%, a relação dívida/PIB atingirá 32% no final do ano. Isto é, dada a taxa de juros atual, mesmo com um enorme esforço fiscal primário, a relação dívida/PIB aumentaria 1,5 ponto de porcentagem do PIB. Com equilíbrio primário e manutenção das taxas de juros nos níveis atuais, a relação dívida/PIB crescerá para 33,5% no final do ano. Ou seja, a manutenção das taxas de juros no atual patamar torna extremamente custosa a estabilização da relação dívida/PIB.

O exercício anterior sugere que a redução das taxas de juros é um fator fundamental para estabilizar a relação dívida/PIB. A pergunta a ser respondida é qual o nível de taxas de juros adequado para o atual estágio do programa de estabilização.

Neste ponto, deve-se considerar o impacto da política de juros sobre o balanço de paga-

Matriz de objetivos e instrumentos de política econômica

	Juros sobre a dívida pública	Taxa de desvalorização cambial	Nível da demanda agregada
Taxa de inflação	—	Negativo A desvalorização legítima aumenta de preços	—
Déficit da conta corrente	—	Positivo A desvalorização aumenta a competitividade dos produtos brasileiros	Negativo Um aumento do nível de demanda agregada aumenta importação e reduz exportação
Reservas internacionais	Positivo Aumento da taxa de juros aumenta atratividade do capital externo	Negativo Desvalorização reduz a taxa de juros em dólares	—
Dívida pública/PIB	Negativo Aumento dos juros aumenta o déficit público	—	—

mentos. O crescimento do déficit em transações correntes exige crescimento do influxo de capitais, para evitar redução das reservas internacionais. A atratividade do capital internacional depende da diferença entre a taxa de juros interna, descontada a desvalorização cambial, e a taxa de juros internacional. Portanto, quanto maior a taxa de juros interna e menor a desvalorização cambial, maior a atratividade de capitais externos.

Com taxa mensal de desvalorização cambial em torno de 0,6% e taxa de juros de 1,58% ao mês, a taxa de juros anual, descontada a desvalorização cambial e o Imposto de Renda, é hoje de 9,2%. Com IOF de 7%, a rentabilidade líquida do capital que entra cai para algo em torno de 2% ante 5,5% dos títulos federais de curto prazo nos EUA.

A redução do IOF sobre investimentos externos é uma tentativa de aumentar a rentabilidade dos títulos brasileiros. Mas, mesmo com a redução do IOF para 2%, a rentabilidade vai para 7,2%, 1,7 ponto percentual sobre a taxa dos Fed Funds norte-americanos. Considerando que existe um prêmio de risco para aplicações no Brasil, com as atuais taxas de juros doméstica e internacional e desvalorização do câmbio, não há espaço para reduzir a taxa de juros sobre a dívida pública.

Os parágrafos acima apontam para um dilema de política econômica. De um lado, a manutenção da taxa de juros doméstica no patamar atual exigirá um enorme (para não dizer impraticável) esforço fiscal primário para estabilizar a relação dívida pública/PIB. De outro, a redução das taxas de juros, dada a desvalorização cambial, pode fechar a torneira do financiamento externo.

A lógica do setor externo – O balanço de pagamentos é composto de duas contas: a conta corrente que contabiliza as receitas e despesas com o pagamento de bens e serviços (importações, exportações, turismo, serviço da dívida externa, etc.); e a conta de capitais, que contabiliza o fluxo de recursos financeiros (investimentos diretos, empréstimos, amortizações, remessas de lucros, etc.).

Se o País tem um déficit em conta corrente, é porque está gastando mais do que produzindo domesticamente bens e serviços. Essa diferença tem que ser coberta por fluxos líquidos positivos de capitais ou

redução das reservas internacionais. O País acumula reservas quando o fluxo líquido de capitais é maior que o déficit em conta corrente.

Os capitais obtidos para financiar o déficit em conta corrente e o crescimento das reservas têm de ser remunerados (via juros ou dividendos) e, no caso de empréstimos, eventualmente, amortizados. Há limites para o endividamento externo, o que significa que, a partir de um certo ponto, o País é obrigado a gerar superávits na conta corrente para servir e amortizar sua dívida.

Num país com déficits elevados e crescentes, com riscos de perda de reservas, há dois caminhos, a saber, para reduzir o déficit em conta corrente ou aumentar a atratividade de capitais externos.

Desde o início do Plano Real, o governo tem optado por garantir o financiamento do déficit em conta corrente, sem maiores preocupações com seu nível. Apenas após a crise do México em 1994 e a mudança da política cambial em março de 1995, que provocaram queda das reservas, o governo agiu deliberadamente para reduzir o déficit. Mas a tônica do discurso oficial até há muito pouco

tempo era de que tudo que importava era o financiamento do déficit, qualquer que fosse ele. E o financiamento não apresentava problemas.

Recentemente, porém, o governo tem emitido sinais ambíguos, senão confusos, a esse respeito. Primeiro restringiu o financiamento externo das importações por períodos menores que 360 dias, com o objetivo de reduzir o déficit da balança comercial. O efeito sobre a balança deve ser muito pequeno, seja porque parte dos importadores pode ampliar seus prazos de financiamento externo, seja porque podem se financiar domesticamente para comprar os dólares a vista.

Mas, paradoxalmente, o crescimento das importações a vista tem o efeito de aumentar a demanda por dólares, colocando pressão sobre a taxa de câmbio e o nível de reservas. Portanto, se por um lado melhora a conta corrente, por outro reduz, pelo menos por alguns meses, o fluxo líquido de dólares.

Depois, talvez em resposta ao impacto negativo da primeira medida, e certamente para conter a perda de divisas no mercado de câmbio flutuante, o Banco Central diminuiu o IOF

sobre entrada de capitais externos. Essa medida tem por objetivo aumentar a atratividade de capitais. Principalmente os capitais de curto prazo cujo exodo, até pouco tempo atrás, o próprio governo comemorava.

Por último, veio o aumento do IOF sobre operações de crédito doméstico, para reduzir o volume de crédito para pessoas físicas e, assim, a demanda doméstica; o nível de atividades e as importações. Desta feita o objetivo é reduzir o déficit comercial. Tudo indica que essas medidas sejam insuficientes para afetar o nível de atividade tanto quanto o necessário para a redução requerida do déficit comercial.

Em resumo, o governo tem demonstrado preocupação com as contas externas. Oscila entre medidas para diminuir o déficit e aumentar a entrada de capitais. Há claros limites para aumentar o influxo de capitais, seja porque elevar a taxa de juros doméstica é muito ruim para as contas fiscais, seja porque retardar o ritmo de desvalorização cambial tem efeitos negativos sobre a conta comercial, seja porque aumenta a dependência de capitais de curto prazo. A primeira conclusão, portanto, é de que a saída deve ser a redução do déficit em

conta corrente.

A redução do déficit pode resultar de uma mudança de preços relativos a favor dos produtos comerciais (via desvalorização cambial ou

deflação doméstica) ou de uma queda do nível de atividades. Neste momento, aumentar o ritmo de desvalorização cambial teria efeitos negativos para as demais variáveis-objeto listadas na matriz de objetivos e instrumentos. Reduziria o cupom cambial (e a atratividade de capitais externos), encurtando assim o espaço para reduzir a taxa de juros doméstica (com efeito negativo sobre a dívida pública doméstica), e teria efeito inflacionário, principalmente devido à situação de excesso de demanda atual.

Portanto, a segunda conclusão é que, se a saída para o dilema da política econômica é atacar o déficit em conta corrente, não há dúvida de que deve ser por meio da redução do nível de atividades. As medidas de contenção ao crédito devem ser aprofundadas.

(*) Professores do Departamento de Economia, PUC-Rio. Contribuíram para a preparação deste artigo Alexandre Soriano de Alencar e Paulo Guilherm e M. de Melo Filho.