

Este artigo, da série de previsões sobre o futuro de nossa economia, será publicado também no próximo boletim mensal de análise econômica da Ordem dos Economistas de São Paulo.

# O momento de acelerar a economia: agora.

Por Celso L. Martone, economista da Fipe-USP.

É fato reconhecido que uma economia, comercial e financeiramente integrada ao resto do mundo, impõe restrições importantes sobre o uso discriminatório dos instrumentos de política econômica. Tais restrições tornam-se mais severas quando a economia, como é o caso do Brasil, tem um problema de "estoque" no balanço de pagamentos, isto é, uma dívida externa acumulada no passado, cujo fluxo de serviço consome dois terços da receita anual de exportações.

De um ponto de vista doméstico, quatro restrições adicionais devem ser incorporadas às restrições teóricas conhecidas:

a) o estoque de reservas não pode cair, dado o nível mínimo, correspondente a três meses de importações, a que chegou;

b) a taxa real de câmbio deve no mínimo ser mantida constante ou, no máximo, elevar-se para recuperar o "atraso" cambial decorrente da prefixação do ano passado, como condição necessária para o crescimento das exportações;

c) as demais indexações domésticas, em particular a indexação plena dos salários, não podem ser removidas por motivos políticos;

d) o déficit consolidado do governo, como proporção do produto interno bruto, mostra enorme resistência à queda, em parte por motivos políticos e em parte por motivos econômicos (subsídios às exportações e à agricultura, indivisibilidade dos investimentos públicos, etc.)

Do ponto de vista internacional, a restrição nova que apareceu, a partir de fins do ano passado, foi a elevação das taxas de juros no resto do mundo para níveis inéditos no pós-guerra, levando consigo à estagnação do comércio internacional e aos efeitos negativos sobre o balanço em conta-corrente dos países devedores.

## Recessão cara

Em face de tais restrições, parece claro que algum tipo de recessão doméstica se tornasse inevitável em 1981. De fato, ao longo do ano, o governo materializou a recessão através de uma política monetária e creditícia apertada que, face ao déficit consolidado do setor público, só foi possível pelo espaço aberto no mercado financeiro para colocação maciça de títulos públicos. Ao cabo de 12 meses de aplicação desta política, o País passou a conhecer uma recessão aguda em suas atividades urbanas, só comparável à observada em 1965.

O ponto fundamental do argumento a ser desenvolvido aqui é que a recessão observada no País presentemente tem uma intensidade desnecessariamente elevada para permitir o ajustamento no balanço de pagamentos e na taxa de

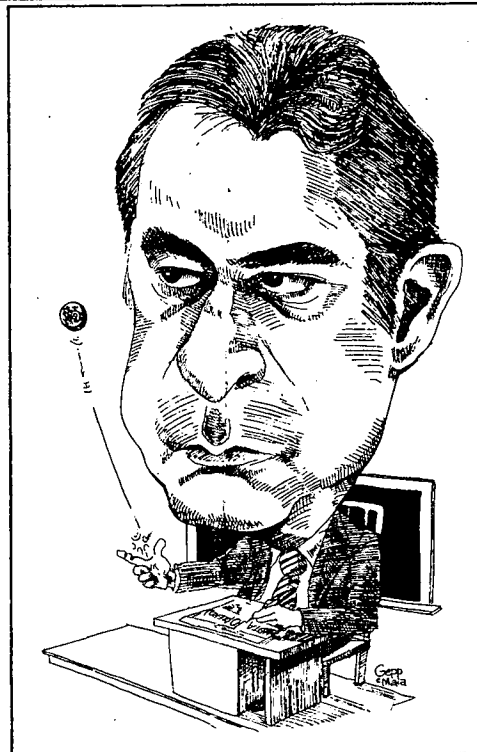
inflação. Em outras palavras, a sociedade está incorrendo num custo desnecessariamente elevado para ajustar a economia, em virtude de um equívoco no mix entre política monetária e política fiscal que vem sendo utilizado. Se tal argumento for verdadeiro, o momento de alterar o mix de política econômica é chegado, de tal sorte que, para o próximo ano, o desempenho da economia seja mais próximo da normalidade que a situação permite.

Não é necessário elaborar aqui sobre o aperto monetário. Basta observar que, nos últimos doze meses, a liquidez real, medida pelo estoque real de moeda, caiu cerca de 23% e que o crédito bancário real caiu cerca de 11%. A queda é significativamente maior, quando tomado um período de 18 ou 24 meses. Por outro lado, a despesa efetiva do Tesouro Nacional, que vinha aumentando em termos reais, passou, em setembro, a crescer junto com a inflação, ao passo que a receita efetiva vem crescendo substancialmente menos que a inflação, aumentando o déficit potencial nos próximos meses. Mais ainda, segundo as revisões feitas recentemente pela Sest, o dispêndio global das empresas estatais deverá aumentar cerca de 10% em termos reais, enquanto seu dispêndio de investimento deverá aumentar 40% em termos reais em 81. Os subsídios implícitos dentro do orçamento monetário, de mais difícil quantificação, não devem ter-se reduzido em termos reais no corrente ano.

## Maior estatização

Paralelamente a isto, o investimento privado, segundo estimativas preliminares (Sondagem Industrial da FGV), deverá cair cerca de 15% em termos reais em 1981, continuando uma tendência de queda que vem desde 1976, podendo-se estimar uma queda mais ou menos igual no consumo privado. Como o déficit em conta-corrente no balanço de pagamentos deverá se situar em nível pouco menor ao do ano passado, o que se observa é uma recomposição entre dispêndio privado e dispêndio governamental na economia. Em outras palavras, observa-se que mais do que 100% do custo do ajustamento econômico que se pretendeu realizar este ano incide sobre o setor privado. Dito de outro modo, a participação estatal na economia deverá elevar-se substancialmente a curto prazo pelo menos.

Qual o mecanismo pelo qual este gigantesco crowding-out effect é produzido? O mecanismo opera através das taxas de juros de mercado, e é desencadeado por um mix de política desbalanceado, isto é, uma política monetária e creditícia apertada coexistindo com uma política fiscal frouxa que, sob o pretexto de equiparação de taxas de



juros internas e externas, abriu o espaço necessário no sistema financeiro doméstico para uma expansão inédita da dívida pública.

As taxas de juros têm sido mantidas num patamar em torno de 30% em termos reais ao ano (taxas nominais de 135 a 140% contra taxa de inflação de 80 a 85% ao ano). Como resultado disto e dos controles quantitativos fixados para as instituições financeiras privadas, o passivo doméstico do sistema financeiro privado tem caído substancialmente em termos reais, enquanto o passivo doméstico do governo e suas instituições tem-se elevado em termos reais, o que representa um novo espasmo de estatização do mercado financeiro nacional e impõe um ônus orçamentário importante para os próximos anos.

A economia privada entrará inevitavelmente em colapso no próximo ano, em termos de uma elevação do nível de desemprego e dos índices de insolvência, se for mantida intacta a política executada em 1981. Basta lembrar que o ano passado foi excepcionalmente bom para as empresas privadas, de tal modo que foi possível a elas uma certa acomodação à crise no corrente ano. A margem de acomodação, aparentemente, desapareceu, ingressando-se agora numa fase mais crítica do processo de estabilização.

## Um subsídio para os juros

Dadas as restrições já expostas, a única forma de readquirir alguma flexibilidade no uso dos instrumentos de política doméstica e modificar o mix

monetário-fiscal é desvincular as taxas de juros internas e externas, através de um "Subsídio de Equalização de Juros" (SEJ). Tal subsídio seria variável, apurado ex post, e se resumiria simplesmente numa garantia, por parte do Banco Central, de que o custo em cruzeiros de um empréstimo externo, por parte do setor privado, jamais será maior do que o custo de um empréstimo equivalente no mercado doméstico. Tal iniciativa não só permitiria eliminar de imediato o risco cambial real ao setor privado, mas principalmente forneceria um instrumento para eliminar permanentemente o fantasma de flutuações de taxas internacionais de juros, que eventualmente possa ressurgir no futuro.

Os argumentos que têm sido levantados pelo governo para justificar a atual política de atrelamento de taxas são basicamente dois: o estímulo para captação privada no Exterior e a necessidade de tornar a balança comercial superavitária, via queda de demanda de importações. O primeiro argumento, na verdade, é um não-argumento, pois hoje a dívida externa é um problema nacional, que deve ser enfrentado por toda a sociedade através do governo. Não faz sentido brincar-se de captação privada induzida por diferenciais de taxas de juros artificialmente criados pela política monetária, às custas de uma magnificação desnecessária na recessão econômica.

De outro lado, o ganho em termos de maior flexibilidade no uso da política monetária e fiscal poderia ser apreciável. Alguns resultados positivos podem ser lembrados:

a) passa a ser possível alinhar a taxa de correção monetária com a taxa corrente de inflação, evitando os efeitos orçamentários, sociais e inflacionários da "superindexação" que vem ocorrendo;

b) a correção cambial pode seguir o seu curso normal de preservação ou mesmo de elevação da taxa real de câmbio, sem que isto tenha implicação financeira;

c) as taxas de juros internas passam a ser influenciadas pelas autoridades monetárias através de uma política de base monetária, sem o artificialismo do controle quantitativo sobre os empréstimos bancários;

d) evita-se a colocação maciça de títulos federais no mercado, simplesmente com o intuito de manter elevadas as taxas internas de juros;

e) permite uma alteração de mix de política, a favor de uma política monetária e creditícia mais folgada, que evite quedas de liquidez real adicionais, e a favor de uma política fiscal mais restritiva, através de uma queda real no dispêndio público, particularmente das empresas estatais.

Deve-se observar que a introdução do SEJ não exclui uma política fiscal mais apertada (queda real de dispêndio governamental), mas pelo contrário tal aperto passa a ser um ingrediente básico na mudança do mix e na redução do efeito de crowding-out do setor privado.

Em relação ao segundo argumento, de que é necessário gerar superávit comercial, deve-se dizer que tal superávit já foi alcançado. Com um crescimento em torno de 20% das exportações em 1982, será possível manter um superávit apreciável na balança comercial, mesmo que as importações cresçam em torno de 15% (crescimento em torno de 8%, digamos, pelo crescimento industrial e de mais uns 7% pela recomposição de estoques depletados no corrente ano).

## Quanto custaria

Em relação ao custo do SEJ, estimativas grosseiras indicam que ele não passaria, no corrente ano, de 80 bilhões de cruzeiros. Admite-se uma dívida externa privada em torno de US\$ 16 bilhões, um pagamento anual de juros de US\$ 2,7 bilhões em 1981, equivalendo a cerca de Cr\$ 260 bilhões a uma taxa cambial média de Cr\$ 96/US\$ no corrente ano. Supõe-se ainda que o Banco Central, via política monetária, mantenha a taxa real de juros doméstica ao nível de 13%, idêntica à taxa real em dólares no momento, o que implicaria, com uma taxa de inflação brasileira de 80%, em uma taxa nominal de juros interna de 105% e um diferencial, correspondente ao subsídio, em relação ao custo em cruzeiros de um empréstimo externo, da ordem de 30 pontos percentuais. Em 1981, o SEJ oneraria em Cr\$ 80 milhões o orçamento do Tesouro, que deve ser um valor incomparavelmente menor que o custo da dívida pública interna às taxas de juros vigentes, além do custo incorrido pelo Banco Central por manter depósitos em moeda estrangeira dos bancos comerciais correspondentes a recursos não aplicados.

Evidentemente, a introdução do SEJ não é uma panacéia para resolver os problemas nacionais. O que ele permite é simplesmente readquirir o controle da política doméstica e não reagir passivamente ou ser administrado pela dívida externa, como vem ocorrendo no momento, e assim evitar alguns custos desnecessários no processo de ajustamento da economia. Ao mesmo tempo, a concepção do SEJ precisa ser desenvolvida e seus méritos comparados com alternativas disponíveis. A priori, ele parece constituir-se numa alternativa superior às demais que têm sido propostas, por representar o mínimo de interferência governamental no mercado financeiro e por permitir alguma facilidade de ajustamento ao setor privado.