

Idéias em debate

Economia - Brasil

A crise e as opções de política econômica

JOSÉ JÚLIO SENNA

A economia brasileira passa por sérias dificuldades. Pelo terceiro ano consecutivo, temos crescimento desrespeitável, com sérios reflexos no nível de emprego, ao mesmo tempo em que o ritmo inflacionário atingirá índice recorde. A dívida externa assumiu proporções elevadas e perfil desconfortável, constituindo o desequilíbrio externo empêçando a retomada do desenvolvimento econômico.

Do debate sobre as medidas a tomar, três caminhos se colocam como opções alternativas, não havendo consenso, de parte da sociedade, sobre qual deles seguir.

A primeira opção seria repudiar a dívida externa e tentar desenvolver o País de modo mais independente das agruras do mercado internacional. A segunda, menos radical do que a primeira, seria procurar contornar os problemas atuais com medidas direcionadas para algumas questões específicas, fugindo-se ao ortodoxismo. Ao mesmo tempo, seriam envidados esforços para alterar o perfil da dívida externa, tornando-o condizente com a recuperação da economia, a curto prazo. Em poucas palavras, seria tentada a tão propalada renegociação da dívida externa. A terceira opção seguiria a linha ortodoxa, atacando-se o déficit público com rigor, reduzindo-se, assim, o ritmo de criação de moeda. Para os que defendem essa estratégia, isto significa ir direto às raízes dos nossos problemas.

Reducir as grandes opções de política às três acima mencionadas certamente envolve risco considerável. Muitos políticos, analistas e curiosos em geral podem considerar o campo estreito demais. Todavia, acreditamos que as propostas que surgem diariamente podem ser consideradas pelo menos variantes dos caminhos acima citados. As opções a que nos referimos por certo possuem seus próprios méritos e suas próprias desvantagens. Examinemos, uma por uma, essas opções.

O repúdio da dívida externa é preconizado por muitos com base na argumentação de que a dívida passou a comandar o destino de todos nós. De acordo com essa linha de raciocínio, é um absurdo impôr enormes custos à sociedade, só para atender a compromissos assumidos anteriormente. Alguns acrescentam que a dívida nos foi imposta pelos banqueiros internacionais, desejosos de auferir lucros cada vez maiores. Outros salientam que a sociedade não foi devidamente consultada, quando da contratação dos referidos compromissos. Qualquer que tenha sido a origem da dívida, e tenham ou não razão os que reclamam da falta de consulta, não é possível deixar de reconhecer que o balanço de pagamentos constituiu sério obstáculo à recuperação econômica.

As questões que devem ser colocadas são as seguintes: será a moratória completa uma boa solução? Quais as principais consequências de uma atitude como essa?

De início, é preciso destacar que o Brasil está ligado ao resto do mundo não somente pelo canal da dívida, mas também pelos fluxos de investimentos estrangeiros e de importações e exportações, de bens e serviços. Com raras exceções, as compras brasileiras no Exterior são financiadas. No momento em que o Brasil repudiar sua dívida, ninguém mais se disporá a financiar nossas compras. Os próprios pagamentos à vista ficarão dificultados, pois todo depósito brasileiro em moeda forte no Exterior poderá ser confiscado. Os investimentos estrangeiros, já reduzidos, provavelmente tenderão a desaparecer. Em suma, o Brasil terá de viver por seus próprios meios, isolando-se da comunidade mundial. Muitos argumentam que essa colocação encerra exagero. Pode ser. Na realidade, é difícil estimar quanto tempo duraria esse isolamento. A pergunta relevante, porém, parece ser: vale a pena correr o risco? A nosso ver, a resposta é negativa.

Nossa visão desse problema baseia-se no princípio de que o comércio internacional traz grandes benefícios para qualquer sociedade. A seguinte analogia parece-nos pertinente. Cada um de nós, como indivíduo, vive isolado? Produzimos nossas próprias roupas e nossa comida? Ou o que fazemos é vender no mercado os bens ou serviços que podemos produzir, adquirindo as mercadorias desejadas de quem as sabe fabricar? Por que haveria de ser diferente, no tocante aos países? As nações que se abstêm do comércio mundial padecem de grande inficiência, e o resultado final é o empobrecimento.

Aos que apregoam o desenvolvimento do mercado interno, sem jamais especificar o que isto significa, lembrariam que mercado interno forte é sinônimo de país desenvolvido, e que a interação com o mercado externo costuma favorecer esse desenvolvimento. O antagonismo entre os dois mercados, que muitos temiam em ver, simplesmente não existe.

Em suma, o caminho da moratória certamente nos levaria ao retrocesso econômico.

Como defensores da segunda opção, enquadraríamos todos aqueles que enfatizam "a renegociação da dívida externa", juntamente com a adoção de medidas concentradas em certas áreas, e que têm operado, a palavra ortodoxia. Para não estender demasiadamente o presente trabalho, vamos concentrar-nos em três pontos: dívida pública interna, desindexação e desdolarização.

Têm sido freqüentes os ataques à dívida interna e ao próprio mercado financeiro, admitindo-se residir aí a fonte dos nossos males.

Cumpre registrar que a dívida pública e as ORTN cambiais ganharam as manchetes por duas razões. Primeiro, porque o governo, como um todo, decidiu, em anos recentes, gastar mais do que arrecadava de impostos. Segundo, porque o próprio governo impôs a si a restrição de não vender títulos de renda prefixada (LTN), sob o falso argumento de que essa restrição contribuiria para deprimir as taxas de juros.

Como consequência desses dois fatores, o estoque de ORTN cambiais no mercado realmente cresceu muito. Estamos de acordo com os que criticam o uso desses títulos como instrumento de política no mercado aberto. Isto não quer dizer, porém, que a dívida pública em si seja a origem dos nossos problemas, nem mesmo no que se refere às altas taxas de juros.

Na discussão sobre juros, é fundamental distinguir taxas de captação de taxas de aplicação. O problema que realmente importa é o custo total para os que contraem empréstimos, ou seja, o preço final do crédito. Esse preço, a nosso ver, está fundamentalmente ligado ao custo dos empréstimos em moeda estrangeira, devido ao alto grau de substituição existente entre empréstimos de origem doméstica e empréstimos

e internacionais. A dívida externa assumiu proporções elevadas e perfil desconfortável, constituindo o desequilíbrio externo empêçando a retomada do desenvolvimento econômico.

Quanto à dívida pública, deve-se notar que não tem havido colocação líquida de títulos no mercado, nos últimos meses. Isto significa, embora poucos atentem para isto, ausência de pressões fortes, por parte do governo, como captador de recursos. A influência da dívida pública interna é exercida, atualmente, em termos de custos de rolagem — se o governo não oferecer rentabilidade atrativa para seus papéis, ele será forçado a resgatar os que estão em mercado, com consequências nefastas sobre a política monetária. De qualquer modo, eventuais pressões exercidas pelo setor público manifestam-se sobre as taxas de captação do mercado. Esta observação é importante porque, nos últimos anos, o spread bancário tornou-se algo bastante flexível. Medidas que afetem somente o lado da captação servem apenas para alterar o spread dos bancos. É de se esperar, até mesmo, que, com a recente retirada do controle quantitativo do crédito, o spread tenderá a se reduzir, mais pela elevação das taxas de captação do que pela queda das taxas de aplicação. Em suma, a dívida pública não tem sido fator autônomo de pressão sobre os juros no Brasil, o que não é verdade para outros países, como os EUA, onde o spread do sistema financeiro é bem menor. Quando as taxas de captação e de aplicação estão quase coladas, e existindo competição, os fatores que afetam uma acabam influenciando a outra.

O grupo de pessoas que defende a chamada desindexação é bastante heterogêneo. Há os que defendem pura e simplesmente o repúdio da dívida interna, ou seja, o Tesouro não pagaria a correção monetária integral de seus títulos, sendo que os garantidos por cláusula cambial não seriam resgatados com a obediência das condições pactuadas na emissão. O argumento aqui parece ser o de que o custo da dívida faz parte do déficit público, e, como este precisa ser reduzido, até mesmo por exigência do FMI, seria melhor cortar o referido custo do que sacrificar os dispêndios das estatais e os subsídios.

Essa linha de raciocínio não nos parece aceitável, por diversas razões. Primeiro, porque o custo da dívida, em boa parte, é efeito, e não causa, do déficit público. Segundo, porque um dos principais problemas atuais é a falta de confiança da sociedade na manutenção das regras do jogo. Novas alterações radicais nessas regras só serviriam para minar ainda mais a referida confiança. Não devemos esquecer que os títulos públicos federais possuem grande respeitabilidade no mundo todo. De fato, não sendo possível confiar nesses títulos, em que mais poderíamos confiar? Terceiro, porque o que está por trás de muitas das propostas recentes é efetivamente o encolhimento do mercado financeiro. De fato, os que defendem medidas radicais, como o não cumprimento da cláusula cambial das ORTN, devem saber que atitudes como essa implicariam vultosos prejuízos para as instituições financeiras e, consequentemente, para os aplicadores de recursos no mercado aberto. A desconfiança com relação às aplicações financeiras seria enorme, e o mercado encolheria, ao mesmo tempo em que se expandiria a demanda por ouro e por moeda estrangeira. Os que atacam o mercado financeiro incorrem no mesmo erro dos que antigamente achavam que só a agricultura adicionava valor. Com o tempo, passou-se a reconhecer o papel da indústria, como fator de acumulação de riqueza. Nos países desenvolvidos hoje se reconhece também a importância de um sólido mercado financeiro, competitivo e com predominância de empresas privadas. As sociedades modernas não podem prosperar sem a existência de um mercado financeiro.

Ainda com referência aos que apregoam a desindexação, há os que consideram importante "expurgar" os índices que servem de base para reajustes de preços e de rendimentos, no momento em que impostos indiretos são aumentados, subsídios retirados e o câmbio bruscamente alterado. Em sua essência, a argumentação teórica dos que assim pensam é irretocável. Problemas começam a surgir, porém, com sua implementação. Em primeiro lugar, em toda parte, a confecção de um índice de preços, por mais criteriosa que seja, é sempre arbitraria. A adoção do expurgo contribui, então, para elevar ainda mais o grau de arbitrariedade. A título de ilustração, o aumento dos preços dos derivados de petróleo afeta o índice de modo direto e de modo indireto, este último pela elevação dos custos dos produtos que utilizam aqueles insumos. As questões relevantes parecem ser: Até que ponto os efeitos indiretos já são considerados pelo critério de ponderação? Em que estágio devemos interromper a utilização do expurgo? Quais os valores que devem ser utilizados em substituição aos que foram considerados "exagerados"? Questões como estas sem dúvida encerram alta complexidade, o que dificulta o uso de expurgo. Em segundo lugar, é conveniente lembrar que a grande vantagem do mecanismo de correção monetária é justamente eliminar o risco inflacionário, facilitando a realização de contratos de longo prazo. Com a ampla discussão que temos tido, e com a indecisão manifestada pelo governo, o grau de incerteza aumentou muito, gerando certo descrédito com relação a um mecanismo que certamente trouxe benefícios líquidos à nossa sociedade. Inter alia, esse descrédito está prejudicando seriamente o programa habitacional, as caderetas de poupança e os títulos públicos, federais e estaduais. Em poucas palavras, a correção monetária vem passando de instrumento que reduz risco para instrumento que eleva risco.

Em resumo, devido ao alto grau de arbitrariedade que a desindexação envolve, e ao fato de que o expurgo contribui para aumentar a incerteza e a desconfiança na economia, consideramos ser melhor manter o mecanismo de correção monetária como algo que procure realmente neutralizar os efeitos da inflação efetiva. Estamos convencidos de que os eventuais benefícios da desindexação não superam as desvantagens acima mencionadas.

Passemos agora à questão da desdolarização. No início deste artigo, mencionamos que o problema das taxas de juros está hoje intimamente ligado ao risco cambial.

Esse diagnóstico é compartilhado por alguns analistas. A solução que se propõe, porém, no sentido de estatizar o risco cambial, é que não nos parece adequada.

De acordo com a proposta, o Banco Central assumiria o risco de câmbio, sendo que todas as dívidas das empresas em moeda estrangeira passariam a ser atualizadas pela correção monetária, "desdolarizando" a economia.

Os inconvenientes dessa sugestão são bastante sérios. Primeiro, porque mais um passo em direção à estatização nos parece indesejável. Segundo, porque na eventualidade de o ritmo de desvalorização cambial superar a correção monetária, estaria configurado enorme subsídio, na casa dos trilhões de cruzeiros. Além disso, seria subsídio ao capital, o que deveria ser considerado inconcebível. Terceiro, porque a eliminação do passivo em dólar das empresas não poderia permanecer com a manutenção do passivo em dólar do governo (ORTNs cambiais).

Muitos argumentam, então, que o programa de desdolarização deveria incluir a eliminação das ORTN cambiais. Para atingir esse objetivo, haveria três caminhos. O primeiro, bastante radical, seria o governo antecipar o vencimento dos títulos, tornando o resgate obrigatório, aos preços de paridade, pela cláusula de câmbio. O segundo, ainda mais radical, seria simplesmente anunciar que a referida cláusula não tem validade. O terceiro envolveria a compra dos papéis, pelo Banco Central, por preços de mercado, ao mesmo tempo em que novas obrigações do mesmo tipo não mais seriam emitidas. Nesse último caso, o governo iria trocando as ORTN por Letras do Tesouro Nacional.

A nosso ver, os dois primeiros caminhos esbarriam em problemas já mencionados. Título público tem de possuir credibilidade. Nenhuma sociedade pode alterar impunemente regras previamente estabelecidas. Dependendo do grau de radicalização da medida, os prejuízos para os poupadões poderiam ser enormes e imediatos, com reflexos em todo o mercado financeiro.

Será que as pessoas que têm essas idéias não possuem poupança pessoal e não se preocupam com a taxa de poupança do País?

O terceiro caminho, que se aproxima do que o Banco Central está fazendo atualmente, nos parece o mais sensato dos três.

Ainda assim, não está isento de problemas.

De fato, a troca de ORTN por Letras do Tesouro

Nacional pode envolver custo elevado, na medida em que o mercado exija taxas muito altas nesses últimos papéis, o que significa expressivo ônus para o Tesouro.

Na verdade, isto já se verifica, o que deixa claro o preço a ser pago pela tentativa de desdolarização.

Por outro lado, é preciso ressaltar que não nos parece aconselhável acabar totalmente com as ORTN cambiais.

Isto porque a crise econômica não vai acabar de imediato, o que significa que empresas e pessoas vão continuar desejosas de proteger seus patrimônios em dólar, mesmo que isto eventualmente represente sacrifício de receita.

Inexistindo ORTN cambiais, todos irão procurar green dollar e ouro, o que não se nos figura conveniente.

A questão da desdolarização, portanto, nos parece mal colocada, e serve apenas para desviar o foco do problema para questões menos relevantes.

Realmente, imaginamos que a estatização do risco de câmbio e a eliminação das ORTN cambiais seriam capazes de nos livrar da crise atual.

Na verdade, parece que é só a mínima, ingenuidade.

No tocante às sugestões para "renegociar a dívida externa", o objetivo certamente é tentar obter, junto aos credores, condições mais favoráveis para pagamento de nossos compromissos.

Em princípio, ninguém pode ser contrário a uma proposta como esta, em particular porque nossa dívida de curto prazo é realmente substancial.

Alguns fatores, no entanto, precisam ser levados em conta.

Primeiro, o problema externo do Brasil não é apenas o de se defrontar com um perfil desconfortável de pagamentos internacionais,

mas principalmente o de necessitar de mais recursos financeiros.

Neste e no próximo ano precisaremos de alguns bilhões de dólares adicionais,

para que se possa manter o atual nível de importações, aliás já bastante contráido.

Desse modo, renegociar é relevante, mas o mais importante é conseguir dinheiro novo.

Segundo, é preciso notar que os banqueiros internacionais dificilmente concederão empréstimos adicionais sem a garantia de um programa econômico coerente e corajoso.

Assim, parece-nos inócuo falar sobre renegociação sem o preenchimento desse requisito.

Por outro lado, é certo que a dívida de curto prazo terá de ser transformada em compromissos de prazos mais longos, mas até lá existe um extenso caminho a percorrer.

Resta-nos discutir a terceira opção, ou seja, a fidelidade à ortodoxia.

Neste caso, o primeiro passo seria reconhecer que todos os países que vieram a enfrentar graves

problemas econômicos apresentaram antes elevado déficit fiscal.

Para citar apenas os exemplos mais notórios, México, Argentina e Brasil tiveram esse traço comum.

Na verdade, existe ampla evidência empírica de que a origem da inflação e do desequilíbrio externo é sempre o excesso de dispêndio do governo.

Reconhecido isto, seria preciso ir diretamente às raízes do problema, preferivelmente cortando gastos governamentais, de todos os tipos, especialmente subsídios e os investimentos de baixo retorno social.

O aumento de impostos costuma viabilizar despesas mais altas, nem sempre justificáveis, e por isto deveria ser evitado, o que não significa negar a necessidade de uma reforma tributária, que venha a tornar mais justa a estrutura de impostos.

A dificuldade dessa opção é o custo de ajustamento envolvido.

Todo programa de ajuste acarreta redução nos níveis de produção e de emprego.

É preciso que a sociedade se conscientize, no entanto, de que em recessão já estamos, e dela não sairemos se não houver a coragem de tomar medidas austeras, perfeitamente compatíveis com um regime democrático, como revela a recente experiência de Margaret Thatcher.

A austeridade traz custos ainda mais altos, a curto prazo, mas de caráter temporário, pois pavimenta a estrada para a recuperação econômica.

A "estagflação", porém, tem custos permanentes, podendo tornar-se, eventualmente, explosiva.

Cabe acrescentar que aos primeiros

sinais concretos de ajustamento, os fluxos de empréstimos externos devem recompor-se,

permitindo o alívio das importações e

facilitando a retomada do crescimento.

Concluindo, o único caminho viável é o preconizado pela ortodoxia, ou seja, o combate vigoroso do déficit público, pondo-se fim ao desperdício e à má alocação de recursos.

Não é certo, porém, que a atual administração estará disposta a incorrer nos ônus que isto representa.

Palestra proferida no Clube dos Diretores Lojistas do Rio de Janeiro, em 27.06.83 por José Júlio Senna, Ph.D. em Economia pela Johns Hopkins University, diretor do Escritório Levy C. V. M., professor da Escola de Pós-Graduação em Economia da FGV, e diretor-técnico da Andima. É autor do livro *A Mão Visível — Problemas e Controvérsias da Política Econômica Brasileira*.