

Documento

Economia Brasil: as alternativas para sair da crise

Rudiger Dornbusch, o autor do trabalho que a seguir publicamos, tem 41 anos, é professor de Economia no Departamento de Economia do Massachusetts Institute of Technology (MIT), com PhD em Economia pela Universidade de Chicago. Ele esteve em visita ao Brasil em setembro como professor visitante da Fundação Getúlio Vargas.

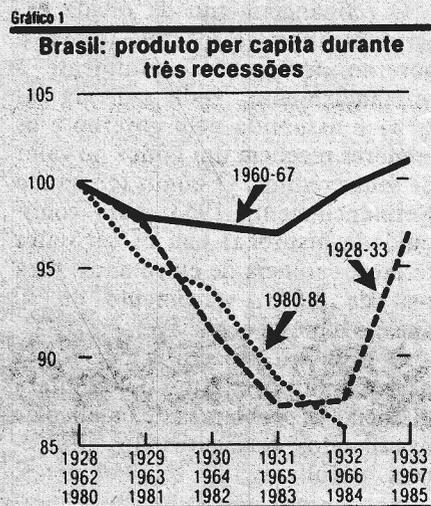
O texto a seguir é o teor de uma palestra que Dornbusch fez em São Paulo, no auditório do Brasilinvest Plaza, a pedido de Flávio Antônio Corrêa, presidente das empresas Ogilvy & Mather no Brasil. Em sua análise das opções para que o Brasil saia da crise, o autor sugere que "a desvalorização real e a reestruturação da dívida externa são exigências essenciais, imediatas e incontroversas para a recuperação e o crescimento".

Ele acredita também que a reestruturação da dívida é amplamente esperada no exterior "porque se acredita que os países industrializados devem partilhar dos custos das elevadas taxas de juros e da lenta expansão que suas políticas provocaram". Eis a íntegra do trabalho:

A economia brasileira está passando pela depressão mais grave e mais profunda da atividade econômica nos últimos 60 anos. A produção per capita já declinou, desde 1980, em mais de 13%, usando estimativas muito conservadoras. Além disso, o mais severo declínio ainda está por vir, enquanto o País se prepara para assinar um acordo altamente deflacionário com o FMI. O gráfico 1 mostra que, em comparação com a atual depressão, a recessão de 1962-67 foi pequena e até a extrema experiência dos anos 30 não é comparável.

Há pouca necessidade de especular sobre as fontes das atuais dificuldades. Políticas excessivamente expansionistas em 1979-80, condições externas desfavoráveis e uma intensa valorização real da moeda levaram a uma crise de balanço externo, que foi agravada por uma vasta expansão dos compromissos cambiais durante 1982. A aguda alta das taxas de juros reais e a progressiva estabilização fiscal em 1982-83 forçaram a redução da demanda e

do emprego internamente, sem baixar a inflação.



As perspectivas

A primeira pergunta precisa ser se as condições nos mercados mundiais no próximo ano, e nos três anos seguintes, proporcionarão uma rápida reviravolta para o setor externo. Esse evento modificaria totalmente as



Rudiger Dornbusch

perspectivas para a estabilização interna, tornando as dificuldades cambiais menos uma prioridade, e a inflação e depressão, a prioridade principal. De fato, não existe nenhuma perspectiva de que isso aconteça. Pelo contrário, há todo motivo para acreditar que a recuperação mundial será firme e pouco espetacular, proporcionando algum crescimento nas exportações, pouca mudança nos termos de comércio e al-

gum aumento nas taxas de juros e, conseqüentemente, de ônus de dívida.

A tabela 1 apresenta as previsões de crescimento nos Estados Unidos e nos principais países industrializados. Vale notar que a expansão norte-americana se antecipa à de outros países, mas que o crescimento médio nos próximos três anos será pouco para um período de recuperação. De fato, atinge média abaixo da expansão na última década. (Ver tabela na página 2)

A eliminação de restrições à exportação através de uma forte expansão mundial, portanto, é bastante improvável. Mas vale a pena perguntar para que lado as probabilidades penderão. É possível que os problemas de recuperação nos países desenvolvidos sejam tão graves a ponto de forçar um grande impulso expansionista. Infelizmente, este não é o caso. Ao contrário, na Inglaterra e na Alemanha, os governos contam com vigoroso apoio, apesar

Continua na página seguinte

Documento

Brasil: as alternativas para sair da...

Continuação da página anterior

do fraco desempenho econômico. Nos Estados Unidos, o presidente espera ser reeleito em virtude do desempenho econômico — desempenho declinante e uma redução dramática da inflação. Com esse panorama, a educação e os direitos civis, e não a economia, são os temas da eleição. Para os países em desenvolvimento, e especialmente a América Latina, as notícias são principalmente desfavoráveis.

O Brasil assinou uma terceira carta de intenções com o Fundo Monetário Internacional (FMI). O não cumprimento das metas da segunda carta levou agora a um novo conjunto de metas mostradas na tabela 2.

Tabela 2

	1983	1984
Crescimento	-3.5	0
Inflação	160	55
Deficit público ^a		
ajustado para inflação sem ajuste	2.7	0
Saldo em conta corrente ^b	-6.5	-6.0
Expansão monetária ^c	90.0	50.0

^a Porcentagem do PIB
^b Bilhões de dólares
^c Dezembro a dezembro

O aspecto evidente no novo programa é o aperto monetário e fiscal extraordinariamente forte que o programa significaria. Um corte do déficit real (descontada a inflação) em quase 2% do PNB significaria uma redução da atividade bem abaixo do ponto zero, que é esperada. Exigiria uma grande contração da demanda, diretamente através de gastos governamentais menores e, indiretamente, através de aumento dos impostos e do efeito da eliminação de subsídios sobre a renda familiar disponível e os gastos. Se a redução fiscal vier de fato a diminuir o déficit a zero, é inteiramente concebível que a queda paralela das atividades poderia ser da ordem de 5% e até mais.

Uma reação a esse quadro é tão inconcebível, dadas as implicações políticas do aprofundamento da depressão, que nem mesmo será tentada. Mas é difícil acreditar que o FMI está conspirando com o Brasil em uma charada. Uma visão mais plausível é de que o Brasil fará todo o empenho para seguir o programa e implementar mesmo as medidas. Isto, evidentemente, já aconteceu até certo ponto, conforme o evidenciado pelo acentuado aumento dos preços de alguns produtos subsidiados e pela elevação da taxa real de descontos. A perspectiva mais provável, portanto, é de um declínio contínuo da atividade por um ano ou dois, ou mais, tornando assim essencial procurar alternativas menos punitivas. Vale também salientar que a ajuda institucional maciça — empréstimos

Tabela 1

	1971-81	1983	1984-86
EUA	2.8	3.2	3.9
Países da OCDE	3.0	2.0	2.9

Fontes: FMI, OCDE e Data Resources, Inc.

de longo prazo do Fed e do Tesouro norte-americano — está inteiramente fora da cogitação, devido aos enormes problemas políticos de orçamento na frente interna norte-americana. Tampouco se pode esperar que o FMI de repente passe a ter recursos suficientes para suspender dificuldades orçamentárias de todos os grandes devedores. Os contribuintes dos países desenvolvidos, e certamente os políticos que os representam, não gostam muito dessa solução. Finalmente, sem nenhuma dúvida, não está prevista uma imensa onda de inflação mundial para resolver os problemas dos devedores.

Vale declarar a exata visão na economia mundial para verificar que qualquer solução para os problemas brasileiros precisa vir quase inteiramente de iniciativas internas. No momento, o procedimento é "quebrar o galho". Os peritos nos mercados financeiros gostam de dizer que o problema da dívida mundial é tão grave que é essencial não adotar uma linha clara de ação, já que essa linha não existe, exceto a inadimplência.

Mas apenas o passar do tempo, nessa opinião, talvez possa resolver os problemas. De um lado, a expansão nos mercados mundiais não ocorre. De outro, os países acostumam-se à depressão contínua das atividades domésticas, como ficou evidente, por exemplo, no caso britânico. Quebrar o galho com uma seqüência de empréstimos de crise, de curto prazo, e nunca cumprir programas de estabilização parecem, assim, uma forma de dar continuidade ao sistema. Mas deixa aberta a questão do que virá depois que os atuais empréstimos forem renovados pela terceira ou pela décima vez.

"Chegou a hora de procurar opções bem diferentes"

O atual sistema pode ser do interesse dos mercados financeiros. E certamente é o caso, em comparação com uma alternativa de inadimplência clara. Comparada com essa alternativa, pode até ser do interesse do Brasil. Mas a pergunta deve ser se não existe um programa alternativo

que possa trazer vantagens ao Brasil e talvez até para os mercados financeiros? A profunda depressão das atividades, os planos para nova deterioração e a perspectiva desestimuladora da economia mundial sugerem que agora chegou a hora de procurar opções de política bem diferentes.

2. Programa de Estabilização

O principal objetivo do programa de estabilização deveria ser o aumento da atividade real com um máximo de estabilidade financeira de longo termo. O programa recomendado tem três aspectos:

1. desvalorização real significativa;
2. refinanciamento da dívida externa;
3. consolidação da dívida interna.

Refinanciamento: A atual política de "quebra galho" significa que a atividade interna está agudamente deprimida, de modo a conter as importações. Enquanto isso, a dívida real está crescendo a uma taxa elevada, refletindo a grande taxa de juros real que está sendo paga, em parte como prêmio de risco, sobre a dívida. Não há motivo para supor que o mero passar de tempo melhora a solvência externa do País, já que a taxa real de juros que está sendo paga excede a tendência de taxa de expansão das exportações ou de qualquer outra tendência adequada de referência. A estratégia de "quebra galho" envolve assim, implicitamente, um elemento de instabilidade de longo prazo. Além disso, a curto prazo, a administração da dívida absorve completamente a atenção dos formuladores de política à custa da administração macroeconômica. Ela absorve também a atenção dos mercados financeiros, cuja atenção se transfere do financiamento de produção para a especulação improduti-va.

O refinanciamento da dívida externa assumiria a seguinte forma: o governo declara unilateralmente o refinanciamento. Toda a dívida externa é assumida pelo governo e os credores recebem um bônus no valor de seus créditos. O bônus (chamado Refinanciamento 1983, para continuidade histórica) tem os seguintes termos: carência de cinco anos; taxa real de 2,5%, vencimento de 30 anos; o bônus é negociável.

O primeiro aspecto essencial é a negociabilidade. Isto possibilitará dissociar os problemas de balanço de pagamentos brasileiros dos problemas peculiares de seus credores, que, por sinal, são os bancos comerciais. A proposta retorna ao processo anterior de financiamento dos países em desenvolvimento nos mercados de capital. Especificamente, torna-se possível aos bancos comerciais vender seus créditos no mercado de capital. Quem compraria tais créditos?

A analogia com os bônus da cidade de Nova York ajuda no caso. Quando a cidade de Nova York estava à beira da inadimplência, com muito menos recursos por parte dos credores do que no caso brasileiro — os bônus de Nova York foram negociados com alta rentabilidade e amplamente adquiridos por um ousado público que incluía professores, fundos de pensão, companhias de seguro, etc. O mesmo se pode dizer dos bônus brasileiros dos anos 20 ou 30, e houve todo motivo para voltar a esse sistema.

O período de carência é essencial para fornecer espaço de manobra a curto prazo no balanço externo, enquanto a recuperação mundial se processa e enquanto a reestruturação interna para um rumo mais orientado à exportação está entrando em vigor. Proporciona também espaço para a recuperação interna a curto prazo.

Desvalorização real para fazer o refinanciamento e a recuperação

O refinanciamento teria uma taxa real fixa de juros de 2,5% ao ano. O retorno real a longo prazo sobre os bônus governamentais norte-americanos no período de 1930/80 era de cerca de 1%. Deste modo, os propostos 2% constituem um prêmio expressivo. Com esses termos, pode ainda ser o caso de que o valor do bônus no mercado livre possa sofrer uma perda de capital. Os bancos, portanto, na tentativa de liquidar suas posses, sofreriam alguns prejuízos contábeis. Mas, evidentemente, os empréstimos que são atualmente mantidos não deverão compensar com a probabilidade um. Assim, é muito concebível que os bancos recebam de fato, nesta forma, termos de maior liquidez e com uma perda de capital menor do que provavelmente aconteceria conforme está a situação agora. Em outras palavras, os bancos poderiam gostar do plano. Mas, mesmo se os bancos sofressem uma perda de capital, poderíamos perguntar a quanto somaria. Certamente, muitas pessoas estariam dispostas a possuir tal bônus (uma pequena parte de seus bens aplicada nesse bônus, evidentemente), com uma rentabilidade de 20%. Parece bastante plausível, então, que os prejuízos de capital seriam mantidos muito dentro dos limites das atuais verbas de reserva.

O período de vencimento é algo

Continua na página seguinte

Documento

Brasil: as alternativas para sair da...

Continuação da página anterior

arbitrário. Não deve ser menos de quinze anos, mas pode-se dizer bem diferente disso, já que ultimamente grande parte de emissões de dívida pode ser rolada. É apenas essencial afastar de vista, embora não de consideração, a negociação perpétua sobre principal e juros.

Desvalorização real. Uma grande desvalorização real é exigida para formar o refinanciamento digno de créditos e permitir uma recuperação sustentável da produção e crescimento. No lado externo, a desvalorização real é necessária para poder gerar, no final, as receitas com que se efetue o serviço da dívida externa. No lado interno, é essencial, para poder assegurar que isto possa acontecer, sob condições de elevado índice de emprego.

A tabela 3 mostra a verdadeira taxa cambial do cruzeiro, comparada com os Estados Unidos e comparada com um grupo de países importantes. Ficou claro pelos dados que, em 1980/82, uma grande desvalorização real foi permitida. Isto foi especialmente o caso, em relação a países excluindo os Estados Unidos, o que refletia a grande valorização do dólar norte-americano no mercado mundial. A não compensação do efeito da valorização do dólar significou que o Brasil perdeu a competitividade relativa à Alemanha ou ao Japão, por exemplo, em uma escala maciça. A tabela revela também que, na base ponderada, a recente maxi-desvalorização não fez muito além do que restaurar o nível de competitividade externa prevalecente em 1980. Mas isso significa que não houve nenhum grande reajustamento nos anos 70, para compensar o preço real maior do petróleo ou as taxas de juros reais mais elevadas no mundo.

Tabela 3

	1976-79	1980	1981	1982	1983*
Relativo aos EUA	84	100	93	94	125*
Relativo aos principais parceiros comerciais	81	100	83	77	104*

Fonte: FMI
* Junho
** Fevereiro (depois de "misi")

É imediatamente essencial reconhecer que a desvalorização no começo deste ano é, de longe, insuficiente para promover o ajustamento exigido na conta corrente de emprego pleno. Existem diversos motivos para essa afirmação. Primeiro, o Brasil compete com outros países em desenvolvimento (Argentina, México, Chile, Coreia, Portugal, etc.); cada um dos quais realizou grande desvalorização real de sua moeda para obter a competitividade externa. Ao mesmo tempo, o protecionismo está aumentando. Por isso, meramente

para permanecer no ponto de equilíbrio, é necessária uma grande desvalorização real. Segundo, no lado doméstico, a eliminação do déficit orçamentário deteriora comercialmente a competitividade do setor internacional com a remoção de subsídios. Para compensar a eliminação de subsídios e restaurar o alto nível de emprego é exigida a desvalorização real. Finalmente, para eliminar o desemprego e garantir o emprego contínuo de recursos liberados pelo setor público, a competitividade das exportações é necessária. A exigida desvalorização real adicional é uma questão aberta, mas 30% certamente não serão demais.

Como uma política para melhorar o balanço externo e como uma política de emprego, a desvalorização real funciona com duas limitações. Primeiro, há atrasos na resposta dos fluxos comerciais a um aumento da competitividade. Esses atrasos podem ser da ordem de um ou dois anos, ou mais, quando o investimento em máquinas, fábricas, "design" de produtos ou marketing é requerido para se aproveitar do aumento da competitividade. Isso sugere que, uma vez reconhecida a necessidade de desvalorização real, quanto mais rápido ocorrer a desvalorização, melhor será. Isso também torna ainda mais importante o período de carência na dívida-externa.

Atenuar o choque do emprego no processo de ajustamento

Quanto ao emprego, a desvalorização real pode produzir efeitos adversos a curto prazo. Isto ocorre porque a resposta do comércio é lenta, enquanto a redução dos gastos em produtos internos, devido ao corte real do salário, pode ser significativa. É exatamente o caso quando a desvalorização eleva os preços reais das mercadorias com demandas pouco elásticas — alimentos, gasolina, etc. Com o aumento dos gastos domésticos nesses produtos importáveis, os gastos em outros produtos e, conseqüentemente, o emprego poderão ser afetados.

Como a desvalorização real, da mesma forma que a eliminação dos subsídios internos, provoca efeitos adversos a curto prazo sobre o emprego, uma política compensadora de emprego é desejável. Subsídios temporários de emprego ou uma eliminação mais gradual de programas do setor público são adequados para

amenizar os choques na área de emprego no processo de ajustamento.

Consolidação da dívida interna. No Chile e na Argentina, a crise do balanço de pagamentos, a depressão e as elevadas taxas de juros transferiram a atenção da atividade produtiva para o mercado de capitais. As elevadas taxas reais de juros realizadas (embora talvez não sejam antecipadamente elevadas) redistribuíram a renda das firmas operacionais para os detentores de bônus. As firmas que não faliram acharam cada vez mais lucrativo ter ativos financeiros (dólares ou papéis de "overnight") do que aplicar capital em atividade real. A incerteza sobre preços relativos e a demanda torna a produção muito mais arriscada do que manter ativos em papéis.

Esta mudança do quadro levou a um excesso de determinação dos mercados financeiros. As firmas pagam taxas de juros reais em empréstimos comerciais bem acima do retorno real do capital. Os bancos passam a ser proprietários de empresas, pelo menos no papel, e no final acumulam, através de taxas de juros reais elevadas, quantias a receber que excedem o valor dos ativos. Nesse ponto, os depositantes (a não ser que os depósitos tenham garantia governamental) tornam-se acionistas e surge um primeiro ponto de vulnerabilidade. Os depósitos nesse estágio serão, tipicamente, garantidos. No final, de uma forma ou de outra, é preciso tornar o sistema financeiro novamente viável, decidindo se o governo resgata os donos do dinheiro, mediante absorção das dívidas irrecuperáveis dos bancos, ou se os detentores do capital do banco e, residualmente, os depositantes sofrem o prejuízo. Esta última alternativa, evidentemente, é chamada de reforma monetária.

O Brasil não chegou ao estágio em que o sistema de instituições financeiras está superdeterminado, a ponto de exigir a estatização ou reforma monetária. Mas é certamente o caso de as políticas monetárias austeras do próximo ano, aliadas a um déficit orçamentário que poderá nem ficar sob controle, propiciarem novamente elevadas taxas reais de juros positivas. A esperada desvalorização real reforça ainda mais essa tendência.

Com essa perspectiva, é preciso questionar a premissa básica dos pacotes de política monetária e pedir alternativas radicalmente diferentes. Presumo que três objetivos devam ser observados: expansão plena do emprego, estabilidade de inflação abaixo de 100% e a perspectiva de melhora acentuada do balanço externo. No momento, a atenção concentrou-se na redução dos salários reais através de desvalorização real e da eliminação de subsídios e

no corte da rentabilidade real das firmas com a elevação dos custos financeiros e custos de matérias-primas, ao mesmo tempo que a demanda geral é reduzida através da super-contenção monetária. Em outras palavras, a política de estabilização está lutando contra o setor produtivo da economia.

A alternativa ao orçamento é a consolidação da dívida interna

A alternativa consiste em melhorar dramaticamente a situação do orçamento, através da consolidação da dívida interna. O governo reduz o valor de seus passivos que pagam juros em um nível especificado, digamos 20%. Para cada Cr\$ 1 milhão de passivo, a dívida é reduzida para somente Cr\$ 200 mil. Ao mesmo tempo, toda a dívida governamental interna é consolidada em cruzeiros, abolindo, assim, o saldo de débitos em dólar. A medida poupará de imediato recursos orçamentários da ordem de 7 a 12% do PNB. É uma alternativa aos cortes maciços e freqüentemente indiscriminados no orçamento e à tentativa de remediar o orçamento com reduções dos salários reais.

No lado macroeconômico, a consolidação da dívida que envolve um corte do valor real dos ativos evidentemente significará uma redução da demanda geral. Mas isso presumivelmente será bem menor do que o registrado no atual processo de saneamento em que os cortes são aplicados diretamente à demanda geral ou quase diretamente, mediante a redução dos salários reais. Além disso, a considerável melhora do orçamento tornará possível conduzir um programa mais gradual de uma melhor distribuição de recursos no setor público e utilizar a curto prazo programas de emergência para sustentar o emprego e melhorar, via a demanda geral, a solvência de firmas e de governos locais.

Keynes, ao discutir o financiamento público e o valor do dinheiro, apresentou um argumento convincente para a consolidação da dívida ou "imposto de capital":

"Um imposto é, do ponto de vista prático, perfeitamente viável, e não está sujeito a maior objeção do que qualquer outro novo imposto de

Continua na página seguinte

1. "Tract on Monetary Reform", J. M. Keynes, Ed. MacMillan, 1923.