

Economia - Brasil

É hora de mudar a política

JOAQUIM ELÓI CIRNE DE TOLEDO

A economia brasileira vive hoje, como se previa, desde o Plano Collor, a um ritmo médio em torno de 2% ao mês, conforme o índice do custo de vida ponta a ponta da Fipe. O processo não foi linear, é claro, mas com oscilações, que porém não escondiam a tendência de aceleração do processo inflacionário.

Os níveis de vendas, atividade e emprego, por outro lado, estiveram em franca recuperação até meados de setembro. Desde então, instaurou-se um forte movimento recessivo na economia brasileira. Caracteriza-se agora, claramente, um processo de "estagflação acelerada", ou seja, inflação em aceleração, com recessão.

É fundamental discutir qual é o papel funcional da recessão nos processos de estabilização e de mudanças estruturais requeridos pelo País, bem como os riscos e benefícios de outras estratégias de política econômica. Nossa conclusão vai contra o processo recessivo, sugerindo tentar, mais uma vez, uma convivência transitória com a inflação, desde que acompanhada por uma intensificação das mudanças estruturais que tornarão viável, no longo prazo, o crescimento com estabilização.

Também é fundamental discutir, por outro lado, qual é a responsabilidade das políticas econômicas, no atual processo de "estagflação acelerada". No conjunto de políticas econômicas, há efetivamente apenas duas voltadas ao combate à inflação: as políticas de "regulação" (liberalização, desregulamentação, etc.) e a política monetária/creditícia. É conspícua a ausência de uma política fiscal estabilizadora, que requereria um superávit fiscal no primeiro ano do Plano Collor.

Também seria necessário tornar viáveis de imediato, econômica e politicamente, as metas orçamentárias futuras, dentro das restrições de financiamento não-inflacionário e intertemporralmente consistente do setor público. Ao invés disso, e apesar dos impostos extraordinários do início do Plano Collor, o orçamento público de 1990 apresenta déficit operacional da ordem de 3% a 4% do PIB, pelo critério de competência (não de caixa). A falta de apoio fiscal à estabilização é patente também no orçamento de 1991, no qual haveria déficit, de acordo com informações divulgadas pela imprensa.

As políticas de "regulação" são corretas, devendo induzir, ao longo do tempo, a um processo de paulatinas, porém significativas mudanças estruturais na economia brasileira.

A política monetária, de outro lado, foi uma fonte de aceleração inflacionária, até novembro. As taxas reais efetivas de juros no open market foram negativas, em média, desde abril, acumulando uma queda de 10,2% entre abril e agosto. Entre setembro e novembro, a política monetária tornou-se um pouco restritiva, resultando em uma taxa real de juros positiva, de 1,3% ao mês (média do trimestre). Foi apenas a partir de meados de novembro que a política monetária se tornou fortemente restritiva. Assim, em dezembro, a taxa real bruta de juros no open atingiu 5,3% ao mês, valor que não pode deixar de ser considerado absurdo e excessivamente elevado. Vê-se, assim, que a política monetária pós-março de 1990 não se caracterizou pela constância, mas pela irregularidade.

Outro problema criado pela



condução da política monetária é a forte oscilação (até mesmo ao longo de um dia) das taxas de juros, resultando em grandes riscos para os aplicadores, como pode ser visto pela oscilação nos ganhos/perdas de carregamento das LTNs. Esse risco desnecessário reduz a eficácia da política monetária, como instrumento de controle da demanda agregada.

Para os tomadores de crédito, a taxa real de juros sofreu uma significativa elevação ainda em setembro, ou seja, muito antes que as taxas no open subissem. Os juros para empréstimos não aumentaram assim por causa da política monetária, mas como efeito de medidas de política de crédito. Tais medidas levaram à ampliação do spread entre as taxas de juros no open, determinadas pela política monetária, e as taxas nos CDBs e, logo, nos empréstimos. As principais medidas, aqui, foram:

- Ampliação da "cunha" fiscal, como o IOF e o IR;
- Redução da capacidade de "alavancagem" das instituições financeiras, no mercado ADM;
- Finalmente, o acerto parcial das contas em cruzados novos entre as instituições financeiras e o Banco Central.

As duas últimas medidas implicaram aumento na participação de ativos financeiros não-liquidos, no portfólio do setor privado. Em consequência, para reequilibrar o mercado, subiram endogenamente as taxas de juros (liquidas) pagas por esses ativos. Como os juros no open estavam "ancorados", o aumento na remuneração dos CDBs não teve efeito significativo sobre a demanda nem, portanto, sobre os preços dos ativos reais, até novembro.

Por outro lado, os maiores juros brutos nos CDBs (também devidos à cunha fiscal) resultaram obviamente em aumento no custo dos empréstimos. Como isso significa maior risco de empréstimo, pelo aumento no volume de concordatas, protestos, etc., subiu também marcadamente o spread entre as taxas de aplicação e de empréstimo. Altos juros reais, porém, levam a um processo de seleção adversa (permanecem os piores devedores, com risco crescente), que só pode ser contornado com o racionamento quantitativo do crédito pelo sistema financeiro.

As consequências de todos esses processos são claras. De um lado, o efeito direto da política monetária sobre a demanda agregada foi amenizado. De outro lado, há um efeito negativo importante sobre as curvas de oferta, já que as empresas sofrem uma pressão forte de custos (financeiros). O resultado é a forte queda na atividade econômica (recessão), sem muito efeito sobre a inflação — ou seja, estagflação.

Obviamente, é necessário mudar o mix de políticas econômicas. A política monetária precisa ser alterada. O choque fiscal, que ainda não ocorreu, precisa tornar-se viável e ser executado. As mudanças estruturais devem ser mantidas e, se possível, dinamizadas, inclusive com a retomada de investimentos públicos estratégicos. Finalmente, é preciso reconhecer que somente o controle da demanda não resolverá de forma definitiva o problema atual de aceleração inflacionária, pois esta é provocada por restrições/características estruturais — a menos, é claro, que se pretenda impor ao País uma imensa e permanente recessão. É preciso paciência para conviver com alguma inflação, enquanto o País muda.

□ **Joaquim Elói Cirne de Toledo** é PhD em Economia pelo Massachusetts Institute of Technology, professor da FEA-USP e pesquisador da Fipe