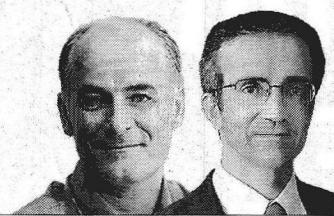


## Opinião

*Eco - Brasil*

# Escolhas duras ou nenhuma escolha?

**Pedro C. Ferreira e  
Renato Fragelli**

Todo mundo quer ir ao paraíso, mas ninguém quer morrer. Os brasileiros mais que todos. Após se acostumarem a viver sem inflação, gostariam de financiar o consumo a uma taxa de juros baixa e de proteger a indústria nacional da concorrência internacional por meio de uma taxa de câmbio desvalorizada. Mas não aceitam as reformas estruturais requeridas para se aumentar a poupança doméstica, condição para que a menor taxa de juros e o câmbio desvalorizado não traga a inflação de volta.

O caminho para se reverter a combinação de juros altos e câmbio valorizado é enfrentar a raiz do problema, o que significa elevar a poupança doméstica. Nesse sentido, algumas medidas impopulares teriam que ser adotadas, a principal delas uma racionali-

zação dos gastos previdenciários. Dada a pirâmide etária do país, a comparação com outros países sugere que cerca de 4% a 5% do Produto Interno Bruto (PIB) poderiam ser transformados em mais poupança doméstica, após a maturação de uma corajosa reforma previdenciária e de pensões. Tecnicamente é possível implantá-las sem afetar a população mais desfavorecida, pois os grandes beneficiários das distorções atuais são trabalhadores de classe média que se aposentam por tempo de contribuição. Já os pobres, por trabalharem longos períodos na economia informal, se aposentam por idade.

Adicionalmente, um criterioso controle de gastos de custeio que fixasse seu aumento abaixo do crescimento do PIB, aliado a correções do salário mínimo restritas à elevação da produtividade média do trabalho, e a racionalização dos subsídios concedidos pelo BNDES, complementariam o conjunto de medidas destinadas a elevar a poupança doméstica. Essas reformas poderiam ser negociadas politicamente, em contrapartida de uma redução programada da carga tributária — sobretudo a incidente sobre a folha salarial. Em conjunto, essas medidas viabilizariam a gradual redução da taxa

de juros e a desvalorização cambial, sem pressões inflacionárias.

A relutância brasileira em adotar medidas destinadas a aumentar a poupança doméstica, entretanto, parece indicar a preferência da sociedade por um segundo caminho, menos doloroso a curto prazo: para se assegurar crescimento com juros baixos e sem inflação, o Brasil assumiria a opção pela poupança externa. O país partiria, portanto, para o "modelo australiano", país que convive há muitos anos com altos déficits em conta corrente.

### **A opção que atualmente se persegue é o paraíso na terra, que infelizmente jamais será alcançado**

Mas a opção pelo caminho mais fácil exigiria que não se repetissem erros do passado. Em primeiro lugar, o governo não poderia se endividar em moeda estrangeira, nem dar seguro cambial ao setor privado, diminuindo a vulnerabilidade da economia a choques externos e evitando situações onde empresas assumem riscos cambiais excessivos na suposição de que serão resgatadas pelo contribuinte. A resistência da economia

brasileira à crise financeira de 2008, decorrente de elevadas reservas internacionais, indica que o país está em bom caminho em relação ao primeiro ponto. Em contraste, o socorro a empresas que sofreram perdas com a desvalorização daquele ano sugere problemas em relação ao segundo.

A implantação do "modelo australiano" sem criação de fragilidades exigiria a calibração do superávit primário a fim de se manter a (verdadeira) razão dívida líquida/PIB em um nível confortável — por exemplo, 30% do PIB. Neste quesito os sinais recentes são equívocos, pois a obtenção do superávit primário tem dependido crescentemente de manobras contábeis. Nos últimos dois anos, a razão dívida líquida/PIB — em torno de 41% — vem perdendo relevância como indicador de solvência, enquanto a relação dívida bruta/PIB tem crescido devido aos empréstimos do Tesouro ao BNDES.

A opção pelo modelo australiano exigiria, adicionalmente, o desaparelhamento das agências reguladoras. Um país que não poupa, e não aceita a volta da inflação, só poderá financiar seu crescimento se conseguir atrair o capital externo. Para isso, é preciso que o investidor estrangeiro confie na manutenção de regras

do jogo estáveis sob supervisão de agências reguladoras, instituições de Estado autônomas em relação ao governo.

Mas o modelo australiano não pode ser apresentado assim, como uma panaceia. Em particular, a absorção de poupança externa requer câmbio valorizado, de modo que esse modelo não soluciona o problema da perda de competitividade da indústria brasileira, apesar de preservar o crescimento agregado. Longos anos de câmbio valorizado tenderiam a provocar gradual desindustrialização nos setores em que a vantagem comparativa do país é baixa, com especialização relativa naqueles onde há grandes vantagens comparativas, como a agroindústria e manufaturados leves.

Resta saber se os brasileiros estão conscientes das consequências da opção por não fazer as reformas necessárias (e duras) para atingir as causas fundamentais dos juros altos e câmbio valorizado. A opção intermediária que atualmente se persegue — nenhuma reforma, juros baixos e câmbio desvalorizado — é o paraíso na terra, que infelizmente jamais será alcançado.

**Pedro C. Ferreira e Renato Fragelli** são professores da escola de pós-graduação em Economia da FGV.