

Tequila ou Tortilha? Notas sobre a Economia Brasileira nos Noventa^{*}

Franklin Serrano^{}**

“É um grande prazer encontrar novamente o presidente do México”

Jacques Chirac, Presidente da França, saudando o Presidente Fernando Henrique Cardoso, 1997.

1. Fluxo Internacional de Capital e Instabilidade Macroeconômica

Como a maioria dos demais países latino americanos, a economia brasileira foi muito atingida pela duas mais importantes mudanças nas condições externas que afetaram o continente desde 1980, a saber, a interrupção (e mesmo a reversão) dos fluxos internacionais de capital para a região depois da moratória mexicana em 1982 e a retomada destes fluxos nos anos 90¹. O primeiro destes choques - combinado com recessão mundial, deterioração dos termos de troca para as *commodities* e um aumento sem precedentes nas taxas de juros internacionais ocorridos nos anos oitenta - levou o Brasil a uma década de estagnação² e taxas de inflação altas e persistentes que levaram adicionalmente, ao progressivo desmantelamento de um bem sucedido regime de industrialização liderado pelo Estado.

A abrupta retomada dos fluxos de capital para a América Latina recentemente nos anos noventa foi decisiva para a recuperação econômica e a dramática redução e estabilização da taxa de inflação, esta última obtida no Brasil com o Plano Real aplicado em 1994, que foi baseado na desindexação da economia e (mais crucialmente) no rígido controle da taxa nominal de câmbio.

2. Indexação e Inflação

A crise da dívida externa e a interrupção dos fluxos de capital foram fatos comuns a quase todas economias latino-americanas, mas seus efeitos particulares sobre a economia brasileira foram claramente muito influenciados por algumas características específicas da economia brasileira e sua estratégia de desenvolvimento.

Uma destas características peculiares foi o alto grau de indexação de preços da economia brasileira. De fato, a generalização da indexação tem suas origens na metade dos anos sessenta. O governo militar daquele tempo decidiu seguir uma estratégia de desenvolvimento na qual a moeda local não deveria permanecer sobrevalorizada com relação ao dólar. Isso levou a um regime cambial de *crawling-peg* com freqüentes

^{*} Agradeço ao CNPq pelo apoio financeiro. Agradeço também a Luiz Daniel Willcox de Souza e a Maria Mello de Malta pela tradução e revisão do texto. Esta é uma versão traduzida do trabalho apresentado no IIIº Encontro de Economia Política realizado em Niterói-RJ, Junho de 1998.

^{**} IE/Universidade Federal do Rio de Janeiro, Brasil.

¹ Para detalhes ver French-Davis, Titelman e Uthoff (1994).

² Para os quatro choques e seus impactos sobre a América Latina ver Singh (1994).

mini-desvalorizações. Essa contínua desvalorização nominal da moeda, por sua vez, levou a necessidade de indexar oficialmente a taxa de juros sobre os títulos do governo (o chamado mecanismo de correção monetária), de forma a conter a fuga de capitais. A indexação se difundiu por todos os contratos financeiros e introduziu um elemento de inércia na inflação que ao mesmo tempo trouxe a necessidade ou talvez a inevitabilidade (mesmo em um regime autoritário) de indexar, ainda que parcialmente, os salários. Este movimento por sua vez reforçou a inércia das taxas de inflação dando um estímulo adicional à difusão da indexação de todos os contratos da economia³.

Quando o choque externo devido a crise da dívida atingiu o Brasil a economia já tinha um alto grau de indexação e uma taxa de inflação relativamente alta e persistente. Isto explica por que a inflação se acelerou tanto e alcançou os níveis altos e persistentes dos anos oitenta. A crise da dívida levou às chamadas maxi-desvalorizações da taxa de câmbio, durante o regime de *crawling-peg*, como uma forma de alterar a taxa de câmbio real, promover as exportações e tornar as importações mais caras de forma a obter um superávit comercial tornando a economia capaz de pagar o serviço da dívida e compensar a fuga de capitais. Estas maxi-desvalorizações aceleraram a inflação levando a aumentos na taxa de juros e nos salários. Por outro lado, o complexo sistema de indexação dos contratos permitiu que a economia brasileira operasse normalmente mesmo que com altas taxas de inflação. Assim, a indexação ao mesmo tempo que fez a inflação brasileira muito maior e mais persistente do que nos demais países, por outro lado evitou a desorganização da economia que ocorre sob processos de hiperinflação⁴ aberta.

No período entre 1980-94 o Brasil tentou vários tipos diferentes de planos de estabilização. Mas, a despeito destes esforços, até o “Plano Real” em 1994, a economia brasileira conviveu com um processo inflacionário permanente, apenas brevemente contido pelas tentativas de estabilização crescentemente ineficazes, com fortes tendências à hiperinflação,. As taxas anuais de inflação medidas por diferentes índices de preços apresentaram oscilações abruptas e, de 1988 em diante, taxas de 4 dígitos eram bastante comuns.

3. O Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento e o Esforço Exportador

Uma outra característica da estratégia de desenvolvimento brasileiro foi crucial para explicar a performance peculiar da nossa economia durante os anos 80. Em contraste com a maioria dos outros países latino americanos (onde a dívida externa financiava a fuga de capitais) uma boa parte da dívida externa brasileira foi usada para financiar o II Plano Nacional de Desenvolvimento. O II PND consistiu de investimentos pesados nos setores de bens de capital e infraestrutura. Estes investimentos foram um importante instrumento na redução da dependência da economia por alguns bens importados (como petróleo por exemplo) e, o que é mais importante, serviram para completar a base industrial local (incluindo alguma capacidade autônoma de gerar tecnologia) e prover externalidades (em transporte, energia e insumos básicos) que levaram o país em um curto período de tempo a ser exportador de *commodities* industriais. Esta performance exportadora exitosa em conjunto com a estagnação da economia e outras medidas de

³ Para o debate recente na literatura brasileira sobre indexação e inércia ver Serrano (1986).

⁴ Sobre regime brasileiro de moeda-indexada ver Mendonça de Barros (1993)

controle às importações levaram o país a produzir um grande superávit comercial por dez anos após 1983⁵.

4. Dívida Externa, Inflação e Crise do Setor Público

O círculo vicioso de choques de câmbio e aceleração inflacionária teve efeitos destrutivos sobre as contas públicas. A dívida externa do país tinha sido estatizada no início dos anos oitenta como parte das políticas destinadas a enfrentar o problema de balanço de pagamentos. Assim a administração da dívida externa do país levou a um desequilíbrio crônico nas contas públicas, enquanto a aceleração da inflação levava ao colapso da demanda pela moeda doméstica continuamente desvalorizada, diminuindo a capacidade do estado de tomar emprestado a prazos mais longos⁶.

Dadas as defasagens entre a incidência nominal e o pagamento efetivo dos impostos o valor real das receitas auferidas com os impostos tenderam a cair (o efeito “Tanzi”). Porém com uma série de reformas fiscais o governo conseguiu indexar a maior parte das receitas de impostos e criou um grande número de novas taxas (incluindo uma sobre operações financeiras) que, a despeito de uma crescente tendência à evasão, evitou um completo colapso fiscal.

Progressivamente o único meio de financiar o déficit ainda disponível era a emissão de títulos públicos totalmente indexados com curtíssimo prazo e liquidez garantida. Na prática tais títulos se tornaram a moeda indexada do país. A fuga de capitais e a consequente explosão hiperinflacionária foram evitadas porém a um custo muito alto para o setor público. Este custo não foi apenas financeiro, mas também quanto a habilidade do governo de implementar e controlar políticas macroeconômicas.

A necessidade de garantir liquidez para os títulos do governo na prática implicava uma oferta monetária passiva e virtualmente incontrolável. A única ferramenta ainda disponível para evitar hiperinflação aberta era o controle da taxa de juros interna.

Porém a dependência exclusiva do controle macroeconômico em relação ao aumento da taxa de juros teve duas consequências. A primeira foi reforçar o componente financeiro do déficit público. A segunda foi levar à aceleração da inflação através do seu efeito sobre a produção. Este efeito se dava porque, em um contexto de uma drástica redução do prazo de todos os contratos, o aumento das taxas de juros de curto prazo dos títulos do governo também aumentava o custo de oportunidade mínimo para capital produtivo e levava a um aumento nos mark-ups e portanto nos preços de oferta para todos os setores da economia brasileira.

Note que as taxas de juros de curto prazo se tornaram um fator de aceleração da inflação por duas razões. Primeira por causa da diminuição do prazo de todos os contratos a distinção entre as taxas de curto e longo prazo praticamente desapareceu. As taxas de curto prazo (ao invés das inexistentes taxas de longo prazo) então se tornaram o “custo do capital” tanto no sentido de representar seu custo financeiro e, mais importante, como custo de oportunidade⁷. A segunda razão foi que, dado o fato de que o país foi colocado fora dos mercados financeiros internacionais desde 1982, os aumentos

⁵ Para detalhes sobre o II PND ver Cano (1993).

⁶ Sobre a ligação entre a crise da dívida externa e a crise do setor público ver Cruz (1994,1995). Sobre a “Década Perdida” ver também Cardoso de Mello (1992)

⁷ Sobre a taxa de juros de longo prazo como determinante do “custo de capital” e mark-ups ver Pivetti (1991) e Serrano (1993). Sobre a taxa de juros de curto prazo afetando os mark-ups no contexto de alta inflação brasileiro ver Serrano (1994).

nas taxas de juros domésticas não tiveram, neste período, o efeito antinflacionário de atrair fluxos de capitais e reduzir as desvalorizações da taxa de câmbio.

Assim sob estas condições uma explosiva espiral taxa de câmbio, taxa de juros, preços, salários, taxa de câmbio foi continuamente reproduzida toda vez que se aumentava a taxa de juros nominal para evitar a hiperinflação em um dado período de tempo levando a piora do processo inflacionário nos períodos subsequentes. Estas tentativas de evitar hiperinflação em um dado período acabavam, através do mecanismo descrito, levando a piora do processo inflacionário nos períodos subseqüentes. Esta espiral foi temporariamente interrompida por planos de estabilização ancorados na desindexação da taxa nominal de câmbio, salários e em algumas vezes incluía controle de preços. Destes os mais espetaculares foram o Plano Cruzado de 1986 e o Plano Collor de 1990.

O Plano Cruzado, implementado pelo primeiro governo civil depois da ditadura militar, incluia um amplo congelamento de preços e várias medidas de desindexação. A expansão do nível de atividades maior do que se esperava (principalmente devido a expansão do crédito), junto com um prolongamento excessivo do congelamento de preços por motivos eleitoreiros levaram a um aumento da especulação inflacionária, particularmente (mas não exclusivamente) no que diz respeito à taxa nominal de câmbio que estava congelada⁸. Em um contexto de grande fragilidade no balanço de pagamentos do país (a renegociação planejada da dívida externa não alcançou os resultados esperados), tentativas de especular contra a moeda doméstica como mencionado acima, tendiam a ter sucesso, e a inflação e a indexação rapidamente retornariam a sua espiral aceleracionista tão logo o controle de preços fosse abandonado⁹.

No Plano Collor em 1990 houve um drástico esforço de controle e desmantelamento do mecanismo da moeda indexada, porém muito curta duração. Este esforço incluiu um confisco do governo sobre uma grande parte dos ativos líquidos do governo e transformando-os compulsoriamente em um empréstimo de 18 meses para o Tesouro. Isto levou a um grande (embora temporário) crescimento na demanda por moeda doméstica fazendo com que temporariamente se encerrassem as desvalorizações na taxa de câmbio nominal.

No entanto, o governo não conseguiu alterar nem as regras a respeito da liquidez das novas emissões de títulos públicos nem a indexação informal das taxas de juros de curto prazo. O governo rapidamente (em menos de um mês) permitiu, através de vários mecanismos formais e informais, a restauração da liquidez do setor privado, desestimulando a demanda pela moeda doméstica. Dado este fracasso e o fato da situação da dívida externa estar ainda não resolvida, logo se tronaram irresistíveis as pressões para desvalorizar a moeda para pagar o serviço da dívida externa, para aumentar as taxas de juros de forma a evitar fuga de capitais e para a gradual reindexação da economia. Tudo isso trouxe consigo um rápido retorno à inflação alta e acelerada¹⁰.

⁸ E em função dos controles formais da conta de capitais isto era feito principalmente pelo adiamento ou antecipação, e respectivamente o sub ou super faturamento das exportações e importações.

⁹ Ver Tavares (1989)

¹⁰ Sobre o Plano Collor ver Teixeira (1994) e Tavares (1993).

5. Estagnação Econômica e o fim do Desenvolvimento liderado pelo Estado.

Devido ao encurtamento dos prazos de todos os contratos financeiros¹¹ e a inexistência de taxa de juros factíveis que pudesse compensar os riscos tanto de credores como de devedores por um prazo maior, ao longo dos anos oitenta a economia brasileira foi entrando gradualmente em um estado de regressão financeira. O sistema de crédito colapsou e houve uma drástica e permanente queda tanto na demanda como na oferta de crédito (tanto para consumidores como para firmas). O estado se tornou o único grande devedor da economia e o sistema financeiro foi organizado quase que exclusivamente em torno da intermediação de títulos públicos indexados.

A escassez de crédito, em conjunto com os efeitos da inflação sobre o salário dos trabalhadores levou a uma relativa estagnação dos gastos em consumo e investimentos residenciais. Os gastos do governo-particularmente o investimento- foram se reduzindo devido a crise financeira tanto do tesouro como das empresas estatais. Neste contexto macroeconômico o único componente dinâmico da demanda final eram as exportações e assim sendo os incentivos ao investimento privado no mercado doméstico eram muito limitados. Entretanto, dadas as outras tendências negativas na demanda agregada, o drive exportador por si só não conseguia (e numa economia grande como a brasileira nem poderia) sustentar o crescimento do investimento privado. Assim, as firmas investiam o menos possível no aumento de sua capacidade produtiva, reduzindo a renovação dos equipamentos que implicou, junto com o difícil e custoso acesso às importações, no crescimento da obsolescência industrial.

A instabilidade macroeconômica e as altas taxas de inflação em conjunto com os custos de ajustamento à dívida externa resultaram não só numa profunda crise financeira do setor público mas também, o que é mais importante, levaram a uma séria crise institucional do Estado (agravada por um longa e lenta transição de um regime militar para um civil), marcada por uma crescente desarticulação e perda da capacidade operacional e de planejamento da maioria das agências e políticas relacionadas com a promoção da indústria, tais como tributação, comércio internacional, ciência e tecnologia.

Progressivamente o Estado permitiu o enfraquecimento de sua capacidade de promover o desenvolvimento industrial tanto em termos de incentivo como de regulação. Ao mesmo tempo, as crescentes restrições impostas ao financiamento do setor público reduziram para níveis mínimos todos os gastos de custeio e expansão dos investimentos em serviços de infra-estrutura como energia, transportes e telecomunicações.

Gradualmente o regime de incentivos para a nacionalização da produção e a regulação contra as importações (o último foi fortalecido por causa da crise da dívida) foi sendo desmantelado. Sob a pressão do Banco Mundial, restrições as importações foram sendo afrouxadas, inicialmente em ritmo lento, mas depois se aceleraram pelas reformas implementadas pelo governo neoliberal de Collor em 1990. Assim a instabilidade macroeconômica persistente (recessão brutal e alta inflação) em conjunto com a crescente liberalização comercial transformaram o contexto dentro do qual a economia brasileira tinha que operar no início dos anos 90.

¹¹ No Brasil neste período contratos com prazos de mais de um mês eram classificados usualmente como contratos de longo prazo

6. A Retomada dos Fluxos de Capital e o Novo regime de Taxa de Câmbio

A situação do Brasil e de todos os outros países latino americanos estava condenada a mudar drasticamente quando no início dos anos noventa, o capital de uma hora para outra migrou novamente para a América latina. Estes novos fluxos eram de uma natureza completamente diferente daqueles dos anos 70. Ao invés de serem empréstimos bancários, consistiam primordialmente fluxos de capitais especulativos de curto prazo e títulos securitizados advindos dos fundos de pensão e outros investidores institucionais tentando diversificar seus portfólios e escapar das baixas taxas de juros vigentes nos mercados internacionais.

Dado que as taxas de juros locais (corrigidas pela expectativa de desvalorização da taxa de câmbio) eram razoavelmente atrativas e que os mecanismos de controle locais eram tais que o capital era livre para entrar e sair do país em um intervalo muito curto de tempo, desapareceram repentinamente as dificuldades, depois de vários anos de racionamento severo de crédito para a América Latina, atrair o que, do ponto de vista local, constituía um grande montante de capital.

De fato, o caso brasileiro claramente mostra a natureza exógena desta retomada. As reservas internacionais no Banco Central mais do que dobraram entre 1991 e 1992 a despeito da inflação anual já estar em três dígitos no Brasil, de haver uma grande recessão no país e uma crescente desorganização financeira do setor público. Os fluxos de capital eram de tal magnitude que a despeito da subsequente explosão das importações as reservas cresceram mais de seis vezes entre 91 a 95.

Por várias razões - a maioria relacionada com a situação política doméstica e o calendário eleitoral – só em 1994 o governo foi capaz de tirar integralmente as vantagens desta nova situação externa de forma a inaugurar um novo (e desta vez exitoso), e radical programa de estabilização, o Plano Real.

Este plano, como o Cruzado de 1986, foi baseado na estabilização da taxa de câmbio nominal e na sincronização e desindexação dos salários, preços e contratos financeiros. As principais diferenças foram uma certa falta de consideração com as possíveis perdas nos salários reais durante a fase preparatória de sincronização¹² e a manutenção de altas taxas de juros para garantir a entrada de fluxos de capital estrangeiro. A taxa de juros foi fixada em um nível elevado no momento em que a reforma monetária foi feita levando imediatamente a apreciação nominal da nova moeda, que inicialmente se supunha que seria fixada em uma relação um para um com o dólar americano, e chegou a atingir a alta relação de 0.85 reais por dólar. O Banco Central do Brasil desde então seguiu uma política de desvalorização lenta e gradual do câmbio. Mas o elevado déficit em conta corrente desde então mostrou que as “correções” na taxa de câmbio nominal não conseguiram eliminar a sobrevalorização cambial crescente. O plano teve sucesso na redução da inflação. A estabilização como em outros programas similares teve um efeito expansionário no curto prazo, principalmente devido a abrupta recuperação do crédito do consumidor. Em consequência, a economia começou a crescer rapidamente. Este movimento não durou muito já que aumento na demanda por importações forçou o governo a reduzir o nível de atividade da economia (através de controle de crédito e taxas reais de juros recordes) e o crescimento se reduziu de novo na metade de 95, não se recuperando desde então.

¹² Esta sincronização foi obtida através de uma unidade de conta indexada, a URV-Unidade Real de Valor, pela qual os salários forma compulsoriamente convertidos na sua média durante um período, enquanto outros preços foram livre e voluntariamente convertidos a taxa desejada.

A combinação de moeda apreciada em um ambiente de liberalização de importações (que foram liberalizadas ainda mais nos primeiros meses depois da reforma monetária), de um lado, com recuperação do crédito, do outro, naturalmente levou a explosão das importações. Rapidamente, nos meses seguintes, as importações mais do que dobraram. Como as exportações não poderiam seguir o movimento das importações adequadamente, o Brasil teve um déficit comercial em 1995, depois de mais de uma década de superávit. Com medo de uma crise de balanço de pagamentos do tipo da mexicana, as autoridades decidiram frear a economia basicamente através da política monetária.

Esta se constituiu principalmente em uma política creditícia rígida e taxas reais de juros recordes. Altas taxas nominais de juros com uma taxa de câmbio relativamente estável atraíram grande fluxo de *hot money*, que mais do que compensou o déficit comercial crescente.

O grande fluxo de capital e a consequente acumulação de reservas colocou grande pressão sobre as contas públicas (dívida interna) já que o governo, para a manter o alto diferencial de taxa de juros, foi forçado a esterilizar a liquidez gerada pelo superávit no balanço de pagamentos através da emissão de títulos públicos. As operações de esterilização em conjunto com as altas taxas de juros levaram a uma explosão da dívida interna e dos pagamentos de juros. Estes fatos associados à trajetória *stop-and-go* de crescimento da economia - que impede as receitas de impostos de crescerem suficientemente - acabaram resultando em um grande déficit público e uma pressão crescente para o governo cortar ou no mínimo impedir o crescimento dos gastos públicos.

O Plano Real representa uma ruptura completa com o regime cambial de relativa estabilidade da taxa de câmbio real que foi consistentemente mantida desde os anos sessenta de forma a não comprometer a performance exportadora da economia. Ao contrário, hoje em dia o objetivo de política do governo é obter o máximo de estabilidade da taxa nominal de câmbio de forma a controlar a inflação e impedir a volta da indexação. Mais importante, talvez, é o fato de que esta relativa estabilidade da taxa de câmbio parece ser necessária para a estratégia de financiar os déficits crescentes tanto comercial quanto em conta corrente através do fluxo de capitais de curto prazo.

Assim sendo, a situação enfrentada pelas firmas na indústria brasileira nos anos 90 é de competição intensa com os bens importados (dada a liberalização comercial mais sobrevalorização cambial). Além disso, a demanda agregada cresce relativamente pouco, principalmente devido ao fato de que a propensão marginal a importar parece ter crescido substancialmente e a explosão das importações seguindo uma expansão do nível de atividade leva o Banco Central a reduzir o ritmo de crescimento da economia de forma a evitar que o déficit comercial cresça muito rápido. Adicionalmente, as exportações têm crescido pouco, tendo perdido vários incentivos devidos à entrada na OMC e às regras do Mercosul, enquanto a lucratividade das exportações foi reduzida pela apreciação real da taxa de câmbio.

As dificuldades fiscais em conjunto com a ideologia neoliberal da atual administração significa que o governo não tem nem vontade nem meios para dar incentivos e gerar externalidades que podem melhorar a competitividade sistêmica¹³. O desenvolvimento liderado pelo Estado foi abandonado nos anos oitenta, nenhuma alternativa de desenvolvimento industrial foi pensada para substituí-la.

¹³ Note que os setores que ainda eram considerados internacionalmente competitivos nos anos 90 em um estudo da indústria brasileira foram precisamente aqueles prioritários direta ou indiretamente (via externalidades geradas pela infra-estrutura) no II PND de 1974. Ver Coutinho & Ferraz (1994).

7. Sobre Bananas e Jacarés

Tem havido uma grande discussão sobre se o Real está sobrevalorizado e em que extensão está, com as autoridades governamentais chegando ao ponto de dizer que a taxa de câmbio real encontrou um novo nível de equilíbrio do mercado, determinado “tal como o preço das bananas”, pela oferta e demanda. Mesmo sem entrar na parte quantitativa deste intenso debate, claramente há um bom número de razões para considerar que o Real está de fato sobrevalorizado¹⁴.

O motivo mais óbvio, e que é raramente discutido, é que as taxas de juros internas têm sido sistematicamente mais altas que a taxa de juros externa paga sobre as dívidas do Brasil denominadas em dólar (igual à taxa de juros internacional mais o *spread* determinado pelo risco do país). Esta é a razão para o enorme crescimento da dívida interna descrita acima, advinda das operações de esterilização destinadas a manter os diferenciais de taxa de juros suficientemente positivos de forma a dar suporte a política do governo de manutenção do regime cambial. Se a taxa de câmbio é a de equilíbrio, as taxas domésticas deveriam ser iguais a taxa externa acima mencionada já que, por definição, as expectativas de desvalorização deveriam ser zero.

Outro argumento freqüente é que, se medida em termos de um índice de preços por atacado, a sobrevalorização não está piorando já que no mínimo alguns destes preços tem começado (depois de alguns anos) a convergir para os níveis internacionais. Esta convergência claramente, não é observada no índice de custo de vida que contém uma grande proporção de serviços, e muitos deles são bens não transacionáveis. Aqui é importante notar algumas coisas. Primeiro, no que diz respeito aos preços industriais (e alguns agrícolas) a convergência do preço dos bens transacionáveis em uma economia aberta é de fato uma tendência. No entanto, esta tendência a aproximação aos níveis internacionais não implica em uma tendência dos custos a alcançar os mesmos níveis. Em particular, os custos que dependem fortemente nos serviços tem crescido bem mais rápido que os preços por atacado.

Assim sendo, não é surpresa que vários produtos industriais e agrícolas que eram produzidos localmente são neste momento importados em sua maior parte (trigo e vagões para o metrô de São Paulo por exemplo). Assim no longo prazo a sobrevalorização nestes setores pode levar não a uma divergência dos preços mas a uma reversão da substituição de importações, o que parece já estar acontecendo¹⁵.

Além disso a idéia de medir a sobrevalorização em termos de um índice geral de preços deixa de fora o fato de que um grande número de modernos serviços urbanos e industriais estão se tornando bens transacionáveis e vêm sendo comercializados, e que no Brasil a conta de serviços também foi liberalizada consideravelmente. O mais óbvio deste serviços, que causa um déficit de alguns bilhões de dólares por ano, é o altamente visível “comércio invisível” em turismo, que pode ser facilmente conferido pela observação das hordas de turistas brasileiros nas cidades de Miami e Nova York.

Como uma boa ilustração para o fato descrito acima, temos o evento ocorrido em 1997 com um casal de São Paulo que teve que lutar bravamente para salvar seu filho que, num incidente infeliz, quase foi devorado vivo por um jacaré em um parque temático natural na Flórida (EUA). Podemos perguntar por que esta família não estava passando suas férias apreciando os não menos ferozes jacarés que abundam no Pantanal no Brasil, a apenas poucas horas de São Paulo. Se nós tomássemos seriamente a idéia de

¹⁴ Para a idéia curiosa de que a taxa de câmbio está sendo determinada pelo livre jogo das forças de mercado “assim como o preço das bananas” [sic] ver Franco (1995).

¹⁵ Para algumas evidências ver Amadeo (1996).

que a taxa de câmbio reflete as forças de mercado, a resposta lógica seria que os EUA têm significativas vantagens comparativas sobre o Brasil até em termos de jacarés!

Por último, há o problema adicional de que a maioria dos analistas medem a taxa de câmbio relativa apenas ao dólar. O problema é que a competitividade das exportações brasileiras depende na política de taxa de câmbio não só dos nossos parceiros comerciais mas também, o que é mais importante, dos nossos competidores diretos. Assim sendo, em um período em que um “dumping cambial” é praticado por um grande número de países emergentes (sendo a China o exemplo mais óbvio) estas desvalorizações competitivas devem ser levadas em consideração. A recente (em 1997) rodada de desvalorizações no Leste Asiático claramente afetou adversamente a competitividade das exportações brasileiras¹⁶.

8. Penetração das Importações e Performance Exportadora

Qualquer que seja o montante exato da sobrevalorização cambial, a extensão das mudanças no coeficiente importado da economia brasileira causadas pela irresponsável liberalização das importações e apreciação cambial, não devem ser subestimadas¹⁷. De fato, a maioria dos analistas tendem a ficar preocupados com as importações (freqüentemente supérfluas) de bens de consumo e gastos de turistas no exterior e ficam felizes quando observam que a maior parte do crescimento dos bens importados consiste de equipamentos, insumos intermediários e bens de capital.

A princípio não há nada errado em pensar que as importações do último grupo de produtos são mais “produtivas”, do que turismo no exterior e pipoca de microondas importada. Na verdade, em princípio um grande montante absoluto de importações de bens de capital e outros insumos não é uma coisa ruim *a priori*.

No entanto, existem dois problemas macroeconômicos sérios quando a proporção da demanda por peças e equipamentos e bens de capital importados é muito alta. O primeiro problema se relaciona com crescimento da economia e do emprego. Se o coeficiente de importação deste bens mencionados acima é muito alto, significa que os efeitos aceleradores e multiplicadores dos aumentos dos componentes autônomos da demanda final teriam uma grande redução, já que este aumento da demanda vaza para o exterior. Isto pode reduzir drasticamente a criação de valor adicionado doméstico e empregos¹⁸.

O segundo problema diz respeito à balança comercial. A demanda por bens de capital (tanto fixo como circulante) é naturalmente uma demanda derivada. E, como é bem conhecido da fórmula clássica do acelerador para uma economia fechada, a parcela do produto corrente que deve ser alocada para o investimento induzido é

¹⁶ Este ponto foi levantado várias vezes pelo economista Delfim Netto (conhecido ex-ministro da fazenda da ditadura militar) na imprensa brasileira. Mesmo assim, vários economistas insistem em falar em “dumping social”, pensando que o salário real dos trabalhadores asiáticos são menores do que os dos trabalhadores brasileiros sem qualificação.

¹⁷ Para os dados e a extensão da natureza da penetração das importações ver Bielchowsky e Stumpo (1996) e também Correia e Moreira (1996).

¹⁸ Este fenômeno também explica as medidas da “produtividade” grosseiramente exageradas observadas na indústria manufatureira desde 1990. Esta “produtividade” está sendo medida como o valor bruto da produção por trabalhador e não (como deveria ser) como o valor adicionado por trabalhador. Assim sendo, qualquer aumento no coeficiente importado (ou até terceirização para o setor serviços) ceteris paribus aumentará a “produtividade” medida desta maneira. Ver Amadeo (1996), que chama o primeiro (errado) de produtividade “Produtividade-T” e o segundo (valor adicionado) de “produtividade-V”.

necessariamente igual à relação incremental capital produto multiplicada pela taxa de crescimento do produto.

Dado que esta é a forma tecnicamente necessária da demanda induzida por insumos e que uma proporção desta demanda é importada é claro que o coeficiente de importações para estes insumos será necessariamente uma função crescente da taxa de crescimento da economia. Se a proporção de insumos importados é alta, isto implicará que qualquer aumento na taxa de crescimento da economia terá um forte efeito “acelerador” sobre a demanda por importações.

É principalmente por esta razão que a balança comercial do Brasil piorou tão rapidamente quando a economia começou a crescer. Quando a produto cresce não só o nível absoluto das importações cresce, mas o coeficiente de importações (a razão entre importações e produto ou renda) também cresce, tornando a política de administração da demanda agregada do tipo *stop-and-go* virtualmente inevitável sempre que a expansão for iniciada no mercado interno¹⁹.

Com esta relativa desindustrialização de componentes e bens de capital, crescimento só pode ser sustentado ser for liderado pelas exportações. Isto é implausível já que, com a taxa de câmbio apreciada e nenhum conjunto coerente de incentivos e condições, as exportações tendem a crescer bem pouco. Na verdade há evidências de uma queda no grau de sofisticação das exportações brasileiras, que tendem a se concentrar cada vez mais em commodities industriais e agrícolas com baixa elasticidade renda e preços flexíveis em dólar para os quais os termos de troca vem se deteriorando desde os anos oitenta.

De qualquer forma uma estratégia de crescimento liderada pelas exportações seria insuficiente, dado que os seus efeitos multiplicadores-aceleradores não seriam fortes o suficiente para puxar uma economia grande como a brasileira. Um país continental não pode ser uma plataforma exportadora.

De fato a estratégia que sempre foi bem sucedida para o Brasil foi uma estratégia de exportações lideradas pelo crescimento, na qual as exportações de bens mais sofisticados são viabilizadas pela expansão do mercado interno - e as economias de escala e externalidades a este associadas. Isto porque o Brasil é um país cuja maior vantagem competitiva é um mercado interno grande e integrado²⁰.

De qualquer forma, é importante perceber que enquanto pode haver espaço para discordância em termos de qual o tamanho adequado para o coeficiente de importações da economia, é claro que a estratégia de elevar sistematicamente o coeficiente de importações não foi acompanhada por uma estratégia de melhora na performance exportadora. É este fato, e não a suposta preferência das autoridades por uma economia muito aberta que mostra o quanto irresponsável é esta estratégia. A peculiaridade da situação brasileira é que o governo apregoa austeridade em termos da moeda local (quando há um grande potencial de recursos humanos e materiais ociosos que estão disponíveis em grande quantidade no país) e, ao mesmo tempo, é totalmente irresponsável em termos dos gastos em dólares (cuja oferta não controla).

A fragilidade inerente e estrutural da balança comercial do Brasil, parece apontar para altos déficits em conta corrente com taxas de crescimento constantes ou mesmo decrescentes por causa do pagamento acumulado dos juros tanto sobre a dívida nova como a velha e do crescimento do pagamento de outros serviços dos fatores (mais sobre isso abaixo).

¹⁹ Este argumento foi apresentado em 1963 por M.C. Tavares (ver Tavares 1975).

²⁰ Ver Ferraz, Kupfer e Haguenauer (1996).

9. Investimento Externo Direto e o Déficit em Conta Corrente

Depois que o Brasil começou a incorrer em uma série de elevados déficits em conta corrente, as mesmas autoridades que tem argumentado que seria perigoso ter déficits crescentes em conta corrente de repente descobriram que não há problema nisto. O argumento agora era que o tamanho do déficit em conta corrente não importa. O que importa é como este é financiado.

Seguindo esta linha, um argumento era que uma parte crescente do déficit estava sendo financiado por investimento externo direto que supostamente seria um “bom” fluxo de capital, ao invés de estar sendo financiado por capital especulativo de curto prazo que é considerado fluxo de capital de um tipo “ruim”.

Esta idéia é muito popular mesmo entre os críticos do atual governo, mas deixa de fora dois pontos importantes. O primeiro é que a alta (e crescente) propensão marginal a importar que está gerando o problema (pelo menos em parte) é ela própria um resultado do crescimento do investimento externo direto - que, em um regime de comércio liberalizado, sempre tem um alto conteúdo de bens importados trazidos por ele (tome como exemplo os novos projetos de investimentos na indústria automobilística). Assim sendo, não é fácil ver como o aumento do investimento externo direto melhoraria a situação.

O segundo e mais importante ponto, é que o investimento externo direto que está sendo feito no Brasil atualmente é direcionado ou para a produção de bens para o mercado doméstico ou para os serviços de utilidade pública recentemente privatizados. Em ambos os casos o investimento externo direto ao mesmo tempo que geraria aumento das importações e pagamento de serviços de fatores, não adiciona nada de significativo à capacidade exportadora do país.

10. A Bicicleta Ergométrica

O argumento segundo o qual o tamanho do déficit em conta corrente não importa contém um fundo de verdade. Este argumento que se tornou conhecido como o argumento da bicicleta, pode ser reproduzido da seguinte forma.

Se argumenta que o comércio exterior é como uma bicicleta que se move e sem nunca parar. Assim sendo, as importações deste ano não são pagas com as exportações deste ano, já que a maioria delas é financiada com crédito de fornecedor. Como nunca há uma data final para que este compromisso seja pago, um país pode ter um déficit permanente e continuar pagando juros, da mesma forma que, em uma economia fechada, uma família pode todo ano tomar um novo empréstimo de um ano para comprar um novo bem de consumo, tendo um “déficit” permanente²¹.

Este argumento está sem dúvida correto mas, examinando-o de forma mais cuidadosa, nos mostra que a situação brasileira é de fato muito pior que pode se imaginar quando se olha apenas o tamanho do déficit em conta-corrente. Assumindo que as importações são financiadas (e refinanciadas se preciso) automaticamente, as exportações devem ser utilizadas apenas para o envio de renda líquida para o exterior correspondentes aos empréstimos obtidos e o investimento externo feitos no país. Assim

²¹ O economista G. Franco, por anos um dos principais nomes do Banco Central do Brasil, argumentou em um artigo em 1995 que um déficit em conta-corrente maior que 2% do PIB seria “perigoso”. Aparentemente ele rapidamente mudou de idéia quando o país começou a ter déficits que acabaram por ser mais que o dobro daquele, argumentando na imprensa brasileira que o “tamanho não importa” por causa do efeito “bicicleta”.

sendo a condição crucial para a viabilidade da “bicicleta” é que as exportações não podem crescer persistentemente abaixo destes pagamentos. Mas o fato é que, no caso brasileiro, estes pagamentos estão crescendo muito mais rapidamente que as exportações.

Não há escapatória para a aritmética desagradável das taxas de juros compostas que nos mostra que qualquer déficit comercial, não importa seu tamanho, não se traduzirá em um crescimento do déficit em transações correntes se a taxa de crescimento exclusivo das exportações for maior do que a taxas de juros sobre a dívida externa paga pelo país. Por outro lado, se esta for maior do que a taxa de crescimento das exportações um déficit constante, mesmo que pequeno inicialmente, tenderá a levar a um déficit em transações correntes crescente.

Infelizmente para aqueles que sustentam o argumento da “bicicleta”, o Brasil parece estar preso a este caminho insustentável já apontado acima: a taxa de crescimento das exportações em dólares correntes tem estado sistematicamente abaixo da taxa de juros que o país paga sobre sua dívida externa²².

A fragilidade externa da economia brasileira de fato parece ser consideravelmente pior do que a que nos mostra a condição tradicional de estabilidade da dívida, porque aquela condição subestima os pagamentos de juros que estão de fato sendo feitos pelo país a investidores estrangeiros.

De fato a característica peculiar comum à fase de acumulação de reservas e superávit no balanço de pagamentos nos anos noventa e à fase de déficits em conta-corrente após o Plano Real, é que uma boa parte dos fluxos de capital que entram no Brasil tem sido atraídos pelas altas taxas de juros domésticas sobre as dívida pública, que, quando convertidas em dólares pelas taxas de câmbio de mercado, são consideravelmente maiores do que as taxas de juros em dólar que o Brasil paga sobre sua dívida externa.

É verdade que destas altas taxas de juros devem ser retirados os impostos e as taxas de intermediação cobradas pelos bancos de investimento locais cuja árdua atividade é fazer a arbitragem entre o governo brasileiro e os investidores estrangeiros institucionais e os brasileiros detentores de capital no exterior. Mas mesmo depois de deduzir todos estes itens, o pagamento de juros feito no exterior revela uma taxa que é provavelmente muito mais próxima à taxa doméstica do que a taxa externa²³. Se este é o caso, a condição de estabilidade relevante mudaria para algo como “a taxa de crescimento das exportações em dólar não pode ser menor que a taxa de juros doméstica convertida em dólares à taxa de câmbio corrente”.

Isso tudo se deriva daquilo que é na realidade uma internacionalização da dívida pública, que é uma característica importante da estratégia macroeconômica corrente do governo brasileiro.

É verdade que esta forma de atrair capital teria a vantagem de transferir o risco cambial para os investidores estrangeiros. Mas o que estamos vendo neste momento, depois das recentes turbulências na Ásia, é que estes investidores estrangeiros só investem em títulos denominados em real quando percebem que o risco de desvalorização é pequeno. Recentemente houve uma fuga para títulos denominados em dólar, que tem taxas menores mas são indexados ao dólar.

Por todas as razões colocadas acima, isto é, a performance exportadora medíocre, alta propensão marginal a importar, um grande e crescente montante de

²² Isto pode ser visto mesmo nas estimativas muito conservadoras feitas por Giambiagi (1997).

²³ Que nas contas nacionais do Brasil apareceu como pagamento para “outros serviços de fatores” ao invés de aparecer como pagamento de juros sobre a dívida externa propriamente dita (a primeira sendo coincidentemente um dos itens do balanço de pagamentos que mais tem crescido).

pagamentos de lucros, dividendos e juros, a economia brasileira enfrenta um déficit crescente em conta-corrente com uma taxa de crescimento do PIB reduzida e mesmo decrescente.

11. Tequila ou Tortilha, ou Talvez Ambos?

O fato de que este déficit em conta-corrente crescente tem sido financiado em um contexto em que os fluxos de capital podem rápida e facilmente deixar o país parece apontar para uma situação que pode rapidamente levar a uma crise de divisas parecida com a que aconteceu no México em 1994.

Esta é a conclusão que um grande número de críticos do Plano Real (incluindo eu mesmo) alcançaram assim que a reforma monetária foi introduzida (seis meses antes da crise do México). No entanto, a despeito da turbulência inicial em todos os mercados emergentes e o difícil processo de ajustamento que o México teve que entrar, surpreendentemente mais de dois anos depois o Brasil não enfrentou nenhuma crise grave - e mesmo o México está de volta ao mercado internacional de capitais.

Em 1997 uma nova onda de turbulência financeira internacional, advinda da crise de divisas do leste Asiático, provocou uma certa reação de pânico nos *policy-makers* brasileiros mas ainda assim uma crise foi evitada. Claro, o custo de manter a moeda sobrevalorizada em termos da elevação da taxa de juros doméstica e um aprofundamento das medidas fiscais e monetárias para conter o déficit comercial, levando a uma taxa de crescimento ainda menor, é bem maior. Mas o ponto interessante é que este regime cambial está durando um longo tempo.

A viabilidade deste tipo de estratégia macroeconômica, dada a fragilidade estrutural da posição externa brasileira, parece requerer a continuação de um grande fluxo de capitais - talvez via aumento das privatizações e, mais importante, a internacionalização do setor bancário - mesmo com o país crescendo a taxas muito baixas.

Sendo este o caso, embora o colapso do regime cambial tenha sido evitado, as consequências estruturais deste sucesso são o desmantelamento da base tecnológica e da base industrial local, desemprego, aumento das desigualdades sociais e regionais e o abandono de qualquer pretensão que se poderia ter em termos de um projeto nacional de desenvolvimento.

Só para concluir em uma nota otimista, vamos imaginar que a despeito de toda a turbulência gerada pela crise asiática de 1997, os fluxos de capital continuem possibilitando que a economia mantenha a trajetória que vem tendo desde 1994 por mais alguns anos. Assim nós não estariam em uma situação como se estivéssemos de ressaca após ter bebido muita tequila (crise cambial). Em um cenário otimista, nossa situação se assemelharia mais a um caso onde teríamos comido uma quantidade grande de tortilhas de má qualidade. Isto não nos derrubaria imediatamente e espetacularmente como a tequila - mas como qualquer consumidor de comida mexicana barata sabe, pode levar um longo e desagradável tempo para conseguirmos digerir.

12. Referências

- A. Singh; 'Growing Independently of the World Economy: Asian Economic Development since 1980', UNCTAD Review, 1994 (*)
- A. Teixeira; O Ajuste Impossível , Editora UFRJ, Rio,1994
- E. Amadeo; The Knife-Edge of Exchange Rate Based Stabilization:Impact on Growth, Employment and Wages, Unctad Review, 1996
- F. Giambiagi; A Condição de Estabilidade da Relação Passivo Líquido Ampliado/PIB:Cálculo do Requisito do Aumento de Exportações do Brasil, Revista do BNDES, n 8, Dezembro 1997
- F. Serrano, Inflação Inercial e Desindexação Neutra, Texto para Discussao IEI-UFRJ n. 106, 1986
- F. Serrano; 'Observações Sobre a Demanda por Moeda no Brasil', Boletim de Conjuntura, IEI-UFRJ, abril 1994
- F. Serrano; 'Review of Pivetti's Essay on Money and Distribution' Contributions to Political Economy, 1993
- G. Franco; Inserção Externa e Desenvolvimento, mimeo, BACEN,1995
- J. Cardoso de Mello; 'Conseqüências do Neoliberalismo', Economia & Sociedade, n. 1, 1992
- J. Ferraz, D. Kupfer & L. Haguenauer; Made in Brazil: Desafios Competitivos para a Indústria, Campus, Rio, 1996
- L. C. Mendonça de Barros; A Moeda Indexada: uma Experiência Brasileira, Economia e Sociedade, n. 2 , agosto de 1993, Campinas
- L.Coutinho & J. Ferraz; Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira, Papirus, Campinas,1994
- M. Pivetti; 'An Essay on Money and Distribution' ,Macmillan, London, 1991
- M.C. Tavares, As Políticas de Ajuste no Brasil: Os Limites da Resistência, Texto para discussao numero 9 IESP-FUNDAP , Sao Paulo, 1993
- M.C. Tavares, Inflação: Os Limites do Liberalismo, Ciencia Hoje, Vol. 10 n. 55 , Julho de 1989

- M.C. Tavares; Auge e Declínio do Processo de Substituição de Importações no Brasil, In M.C. Tavares Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro, Zahar,Rio, 1975
- M. C. Tavares; 'As Politicas de Ajuste no Brasil: Os Limites da Resistencia', Texto para Discussao IESP, n 9, agosto 1993 (*)
- P. Cruz; 'Endividamento Externo e Transferencia de Recursos Reais ao Exterior: Os Setores Publico e Privado na Crise dos Anos Oitenta', Nova Economia, v.5 n. 1, agosto 1995 (*)
- P. Cruz; 'Notas sobre o financiamento de longo prazo da economia brasileira', Economia & Sociedade, v. 3, 1994
- P. Correia & M. Moreira; Abertura Comercial e Indústria:o que se pode esperar e o que se vem obtendo,Texto para Discussão BNDES,n. 49, 1996
- R. Bielschowsky & G. Stumpo; A Internacionalização da indústria Brasileira : números e reflexões depois de alguns anos de abertura, R. Baumann (ed.) O Brasil e a Economia Global, Sobeet-Campus, Rio de Janeiro,1996
- R. French-Davis, D. Titelman & A. Uthoff; 'International Competitiveness and the Macroeconomics of Capital Account Opening', UNCTAD Review, 1994(*)