

Sobre a nova política macroeconómico do Brasil

Miguel Lebre de Freitas

O programa de ajustamento apresentado no passado dia 8 ao Fundo Monetário Internacional constitui um pacote realista e ajustado às circunstâncias presentes da economia brasileira. Mas não basta apresentar um bom programa, nesta fase é crucial demonstrar a sua exequibilidade política.

As lições da crise

A crescente pressão cambial a que a economia brasileira esteve sujeita tem uma origem estrutural e várias causas próximas. A causa próxima mais evidente foi o colapso das moedas asiáticas e a crise da dívida pública russa. Como os investidores internacionais passaram a exigir um prémio de risco superior pelas suas aplicações nos mercados emergentes, ou a taxa de juro no Brasil subia ou os capitais iam embora, levando consigo as reservas do Banco Central.

A turbulência financeira internacional foi, possivelmente, determinante, mas não foi a causa fundamental. O contágio só afectou as economias que não estavam vacinadas e a prova disso está à vista na própria América Latina: enquanto o Brasil, a Venezuela e o Equador enfrentavam dificuldades sérias, países como o México, a Argentina e o Chile viviam uma tranquilidade relativa. Se há um ano as taxas de juro da dívida externa mexicana e argentina eram praticamente idênticas às do Brasil, no início de Março já estavam 7 a 8% abaixo. Os mercados financeiros distinguem os diferentes níveis de risco e a maior penalização da dívida brasileira não é certamente estranha a evolução recente em matéria orçamental. De facto, enquanto a Argentina e o México apresentam déficits orçamentais respectivamente de 1.2% e 1.4% do PIB, no Brasil este quase atingiu os 9%. Essa observação leva-nos à causa estrutural da crise: o “risco-Brasil” continuou elevado ao longo destes anos porque os resultados obtidos em matéria de inflação não foram validados no plano orçamental. Tal como aconteceu no Plano Cruzado, o calcanhar de Aquiles do Plano Real foi o déficit das contas públicas.

Do ponto de vista técnico, a recente crise brasileira não apresenta nada de novo. A experiência tem demonstrado que programas de desinflação apoiados na política cambial e sem ajustamento orçamental acabam por falhar e o Plano Real não foi excepção. Era sabido

que a redução da inflação deixaria o Governo sem possibilidade de financiar os seus déficits com emissão monetária, pelo que a sustentabilidade do processo teria exigido uma resposta orçamental vigorosa. Mas o desapontamento dá-se logo em 1995, quando em lugar do desejado equilíbrio orçamental aparece um déficit da ordem dos 5% do PIB. Nos anos seguintes a situação foi piorando e a probabilidade de correcção diminuía à medida que se aproximavam as eleições. Apesar das receitas das privatizações, a dívida pública cresceu rapidamente, atingindo 42% do PIB no final de 1998. Na vertente externa, as implicações da política são um déficit crescente na balança comercial (6.4 biliões de dólares em 1998), em grande parte financiado com recurso à importação de capitais de curto prazo, os tais que tão depressa vêm como vão.

Sendo a maturidade da dívida brasileira muito curta, a confiança é fundamental para assegurar o *roll-over*. Mas num cenário de agravamento sucessivo da dívida pública é natural que os investidores se questionem se alguma vez o Governo vai recorrer à emissão monetária ou mesmo decretar uma moratória. E quanto maior a desconfiança, mais elevadas terão de ser as taxas de juro para manter o interesse dos investidores e isso por sua vez vai agravar o serviço da dívida, em ciclo vicioso.

Repare-se que uma dívida pública da ordem dos 40 ou 50% é perfeitamente sustentável em economias estabilizadas. Países como a Itália e a Bélgica têm dívidas acima dos 100% do PIB e não é por isso que deixam de ter financiamento. A diferença é que, enquanto aqueles países conseguem financiamento em moeda nacional a 3-4% para uma inflação de 1-2%, o Brasil tem sido obrigado a oferecer taxas de juro reais da ordem dos 30%. E mesmo assim os capitais não voam para o Brasil porque a sua reputação é muito má.

À conjuntura internacional desfavorável e ao problema estrutural no orçamento vieram ainda ainda juntar-se os volte-faces da política brasileira. Até às eleições o mercado estava espectante. Toda a gente sabia que a campanha estava a sair cara, mas esperava-se logo a seguir um aumento de impostos. E de facto, pouco depois das eleições foi formalizado um acordo de stand-by com o FMI (2 de Dezembro) que estabelecia como objectivo orçamental um superávit primário de 2.6% do PIB. A imediata descida das taxas de juro no overnight de 40% em meados de Novembro para 29% em Dezembro testemunha bem a retoma da confiança que se seguiu a esse acordo. Mas quando tudo parecia começar a correr bem o Congresso chumba um pacote fiscal essencial. Na resposta o Governo implementou medidas

orçamentais compensatórias, mas o mal já estava feito. Reputação é algo que demora muitos anos a reconstruir mas que se pode destruir num segundo.

Os gestores de fundos por esse mundo fora não conhecem os detalhes da economia brasileira ou do seu processo político. A ideia que subsiste é a de um país com tradição de inflação elevada e duas crises de dívida, que tem registado uma evolução favorável nos últimos anos mas onde já vários planos de estabilização acabaram por falhar. E quando subsistem dúvidas, qualquer hesitação pode acabar com um trabalho de 4 anos! A gota de água foi a moratória de Minas Gerais em 6 de Janeiro. Perante o reacender dos ataques especulativos, as autoridades ainda tentaram uma mini-desvalorização, mas os mercados não se compadeceram com a temporária indefinição da política económica associada à rotação da cadeira do banco central. A 15 de Janeiro o Governo decretou o câmbio flutuante, largando a âncora de estabilização dos anos anteriores. A meu ver, bem.

O novo regime

Logo após a mudança de regime as páginas dos jornais encheram-se de sugestões miraculosas. Entre as soluções apontadas para o problema da dívida (que com a desvalorização aumentou para 53% do PIB) contavam-se o alongamento compulsório da dívida interna (exigindo o congelamento dos depósitos bancários, por forma a salvar a liquidez do sistema bancário), a centralização do câmbio (maneira requintada de falar em não pagamento de dívidas ao exterior) e até inflação surpresa, como forma de reduzir o valor real da dívida. Da discussão anterior, fica claro que qualquer destas soluções acabaria por agravar a situação em lugar de a corrigir. Felizmente, não foi esse o caminho prosseguido.

No novo regime (carta de intenções de 8 de Março) a política monetária passa a guiar-se por metas para a inflação, em lugar de estar condicionada pela taxa de câmbio. Para contrariar o impacto inflacionista da desvalorização as medidas monetárias iniciais foram de endurecimento (as taxas de reservas legais subiram de 20% para 30% e as taxas directoras aumentaram de 39% para 45%), ficando o progressivo relaxamento da política monetária dependente do ajustamento orçamental. Como sinal de determinação, fixaram-se objectivos orçamentais mais ambiciosos do que os negociados em Dezembro. A reacção do mercado ao novo acordo foi positiva, tendo a taxa de câmbio recuperado para 1.85 reais por dólar.

A opção cambial

O abandono das metas oficiais para a taxa de câmbio significa uma ruptura com a estratégia política prosseguida desde 1994. Sendo a imposição de controlos cambiais uma alternativa de eficácia limitada, o Banco Central acabaria mais tarde ou mais cedo por ter de optar entre a política cambial e a política monetária. Na presente conjuntura, voltar a definir objectivos para a taxa de câmbio seria naturalmente arriscado. Muito provavelmente os mercados voltariam a questionar os limites cambiais e em caso de novo realinhamento a reputação voltaria a deteriorar-se. Pelos mesmos motivos, creio que seria impraticável neste momento uma solução do tipo *currency board*, como alguns economistas chegaram a advogar.

Com a opção pelo câmbio flexível, as autoridades económicas evitaram o confronto com o mercado. Sendo o Brasil uma economia grande e relativamente fechada, a opção pelo câmbio flexível não é necessariamente negativa. Significa isso que a política cambial iniciada em 1994 estava errada? De modo algum. Nessa altura uma grande parte dos preços estava indexada ao dólar, pelo que a estabilização do câmbio era desejável para neutralizar a inércia inflacionista. Já se uma política orçamental rigorosa ao longo dos últimos quatro anos teria ou não evitado a apreciação real e a desvalorização, isso é matéria de contrafactual a que ninguém poderá responder. O que é certo é que a situação era propícia à desvalorização e ela acabou por ocorrer.

Inflation targeting

No novo regime, a âncora da política monetária será uma trajectória pre-definida para a inflação. Este regime, conhecido por *inflation targeting*, começou a ser usado nos anos 90 numa série de países industrializados onde a prossecução de metas monetárias ou cambiais se revelou pouco efectiva. Entre estes, a Nova Zelândia, o Canadá, o Reino Unido, a Suécia e a Austrália.

Para que a política tenha sucesso, é crucial que as metas anunciadas sejam ao mesmo tempo atingíveis e atingidas. Para isso, devem ser especificadas sob a forma de banda e referir-se a um índice de preços de específico. Idealmente, esse índice de referência deve excluir componentes voláteis, como os preços da energia e de serviços dependentes da taxa de juro (para evitar surpresas desagradáveis) e preços controlados pelo Governo (para que o compromisso seja credível). As metas difusas apresentadas no documento de 8 de Março

ainda não cumprem esses requisitos. Embora formalmente o novo regime ainda não tenha sido instaurado, ganhar-se-ia em credibilidade se metas oficiais para a inflação fossem anunciadas mesmo antes das necessárias alterações legislativas entrarem em vigor.

Por outro lado, é fundamental que o banco central tenha liberdade para utilizar os seus instrumentos por forma a cumprir o objectivo nominal, sem restrições de qualquer ordem. Para isso é necessário a verificação de duas condições: a primeira é o reforço da autonomia do banco central, para que este não possa ser alvo de pressões do Governo para estimular a economia. A segunda é a não divulgação de objectivos intermédios de política monetária. Obviamente, poderão ser formuladas previsões para enquadrar a actividade económica, mas de forma alguma essas previsões poderão ter força de objectivo. Em face de qualquer choque, o cumprimento das metas para a inflação pode obrigar as autoridades monetárias a ajustar a política monetária, e o eventual afastamento da taxa de juro ou da taxa de câmbio relativamente a um qualquer cenário traçado previamente não deverá de forma alguma constituir motivo de perda de credibilidade.

O papel do orçamento

Para que a estabilidade nominal não seja posta em causa pelo orçamento não basta excluir a emissão monetária como forma de financiamento do déficit. É imperioso demonstrar a sustentabilidade da dívida pública com objectivos exequíveis para os saldos primários.

Neste novo enquadramento, é à política orçamental que cabe o relançamento da economia. Não à maneira keynesiana, no sentido em que o aumento dos gastos públicos constitua um estímulo ao consumo. Ao contrário, serão a redução do déficit e a estabilização da dívida pública os factores de credibilização que permitirão reduzir o prémio de risco e concomitantemente as taxas de juro no Brasil. Essa descida das taxas juro não resultará em saída de capitais e permitirá relançar o investimento, que se encontra actualmente atrofiado pelo elevado custo do capital.

Conclusões

Do ponto de vista teórico, a estratégia de estabilização formulada no Memorando de 8 de Março afigura-se correcta. Mas a questão coloca-se ao nível da sua exequibilidade política. Terá o banco central força para conduzir uma política monetária autónoma e exclusivamente orientada pelo objectivo da inflação, mesmo que tal acarrete custos reais acrescidos e

dificuldades na condução da política orçamental? Terá o Governo força política para implementar um ajustamento orçamental vigoroso numa altura em que a economia atravessa uma recessão? Enquanto o mercado tiver dúvidas relativamente a essas questões, o risco-Brasil manter-se-á elevado. Daí que a determinação das autoridades seja fundamental para recuperar a credibilidade perdida. Ao contrário, mais hesitações e cedências de natureza política apenas aumentarão a incerteza dos agentes económicos e por conseguinte o prémio de risco. Costuma dizer-se que a estabilização é como um malabarista que atravessa a corda bamba: se o fizer depressa, tudo correrá bem. Mas se hesitar e começar a olhar para trás, o mais certo é acabar por cair lá em baixo.

Lisboa, 15-3-99