

INSTITUTO DE ESTUDOS DE POLÍTICA ECONÔMICA

Casa das Garças

TEXTO PARA DISCUSSÃO Nº 19

A ARMADILHA BRASILEIRA

ANDRÉ LARA RESENDE

Julho de 2011

A Armadilha Brasileira

Julho de 2011

André Lara Resende¹

Até muito recentemente, o otimismo em relação à economia brasileira era quase unanimidade. O fato de o país ter saído ileso da grande crise financeira de 2008 só reforçou a convicção de resiliência da economia e do acerto da política econômica. Hoje o otimismo é no mínimo mais matizado. Desde que a economia internacional deu sinais de recuperação, a partir do início de 2010, a economia brasileira chegou a dar sinais de superaquecimento. Os juros continuam muito altos e o câmbio sobrevalorizado, mas a inflação está acima da meta. Por que a economia continua aprisionada à necessidade de juros altos e é incapaz de crescer sem reacender o espectro da inflação e do desequilíbrio externo?

Em artigo recente, parte de uma série de reflexões promovidas pelo jornal Valor sobre as dificuldades da atual conjuntura, defendi a tese de que na raiz das altas taxas de juros brasileiras está a mesma incompatibilidade, entre as ambiciosas aspirações de gastos públicos e a relativamente modesta propensão para poupar, que alimentou o processo inflacionário crônico da segunda metade do século passado.¹ Não houve consenso, como era de se esperar, mas o debate pareceu-me explicitar as teses, algumas interessantes, outras menos e outras ainda, apenas equivocadas. O tema merece uma tentativa de análise mais integrada.

Um modelo keynesiano básico

Para organizar a discussão tomemos um modelo keynesiano básico, como o sugerido por Francisco Lopes no qual o equilíbrio macroeconômico interno, entre a poupança e o investimento, é definido pela curva IS, de acordo com a equação:

$$(1) \quad I(r) = SP(u) + SG(u, g) + SX(e, y^*)$$

$$\text{com} \quad I' < 0; SP' > 0; SG_u > 0; SG_g < 0; SX_e < 0 \text{ e } SX_{y^*} < 0$$

À esquerda, na equação (1) acima, temos o investimento como função inversa da taxa de juros. À direita, temos a poupança decomposta em três componentes, a poupança privada SP, a poupança do governo SG e a poupança externa SX. A poupança privada é, keynesianamente, função positiva da renda, aqui representada pelo nível de utilização da capacidade, u . A poupança do governo é o superávit fiscal do setor público, também função positiva da renda ou da capacidade utilizada, u , e função inversa dos gastos do governo, g . A poupança externa, o excesso das importações sobre as exportações de bens e serviços, ou o déficit comercial, é função inversa da taxa de câmbio real, e , assim como da renda mundial, y^* , pois dada a taxa de câmbio, uma redução da renda mundial, reduz as exportações e aumenta a poupança externa.

A segunda equação define o equilíbrio externo, do balanço de pagamentos:

$$(2) \quad SX(e, y^*) = FX(r, d, a) \quad \text{com} \quad SX_e < 0; SX_{y^*} < 0; FX_r > 0; FX_d < 0 \text{ e } FX_a > 0$$

¹ Agradeço a provocação intelectual de Francisco Lopes e os comentários de Edmar Bacha.

A poupança externa, ou o déficit comercial, deve ser igual ao financiamento externo líquido FX. O financiamento externo é função positiva da taxa de juros, r , do grau de atratividade externa do país, a , e negativa das dificuldades de toda ordem, fiscais e administrativas, hoje mais elegantemente chamadas de “medidas macro-prudenciais”, para investir no Brasil, representadas por d . Com o câmbio flutuante, o financiamento externo determina a taxa real de câmbio.

Finalmente, a equação (3), uma Curva de Phillips aceleracionista:

$$(3) \quad u = \hat{u} + a(p - p(-1))$$

A taxa de utilização u é igual à taxa de utilização não inflacionária, $\hat{u}$, mais uma proporção a da variação da taxa de inflação.

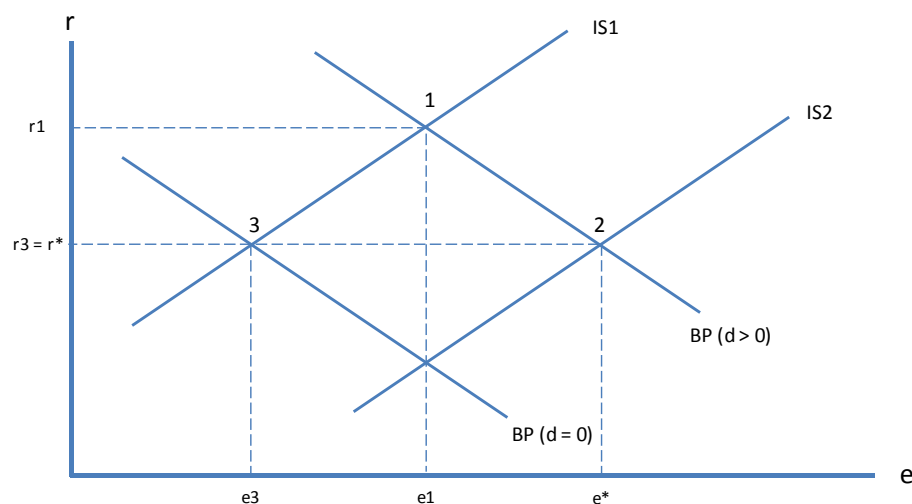
O binômio perverso: juro alto e cambio sobrevalorizado

Suponhamos que a capacidade utilizada seja mantida no seu nível não inflacionário, ou seja, $u = \hat{u}$ para que a inflação fique estável, $p = p(-1)$.

No plano (r, e) , taxa de juros e taxa de câmbio, do gráfico 1, o equilíbrio interno é representado pela curva IS, cuja inclinação é dada por $I_r/SX_e > 0$, e o equilíbrio externo é representado pela curva BP, cuja inclinação é dada por $FX_r/SX_e < 0$.

O ponto 1 representa a atual situação da economia brasileira. A taxa de utilização é dada, hoje provavelmente acima de $\hat{u}$, já que a inflação está acima da meta, mas para nosso propósito aqui vamos assumir que a inflação estivesse estabilizada. Ainda assim, a taxa de juros é mais alta do que a internacional, r^* , e a taxa de câmbio está sobrevalorizada, abaixo da taxa $\hat{e}$, que se teria com uma taxa de juros interna igual à internacional.

Gráfico 1



O problema fica evidente: a curva IS1 está à esquerda do que deveria estar, IS2, para que a economia estivesse no bom equilíbrio do ponto 2, onde a taxa de juros interna é igual à taxa

internacional e o câmbio não é sobrevalorizado. Um aumento de SP ou de SG desloca a IS para a direita. O diagnóstico é inequívoco: há insuficiência de poupança doméstica.

Aumentar a dependência da poupança externa

Uma alternativa seria compensar a deficiência de poupança doméstica com ainda mais poupança externa SX. O caminho é deixar a taxa de câmbio se valorizar ainda mais, aumentar o déficit comercial e ir para o ponto 3. Para isso, é necessário que a curva BP do equilíbrio externo se desloque para a esquerda, ou seja, que se consiga aumentar o financiamento externo com uma taxa de juros mais baixa do que a atual. Hoje isso seria possível, pois a curva BP está artificialmente deslocada para a direita através restrições aos movimentos de capitais de curto prazo - ou seja, $d > 0$ - e o Banco Central intervém no mercado de câmbio para conter a valorização do real.

A sustentabilidade do ponto 3 a mais longo prazo é, entretanto, questionável. A atratividade externa deverá se reduzir à medida que o déficit comercial aumente e se prolongue no tempo e a taxa de juros convirja para a taxa internacional, com uma moeda sobrevalorizada. Ao reduzir a atratividade externa, a curva BP volta a se deslocar para a direita, com uma consequente elevação do juro interno e desvalorização cambial. Num primeiro momento, é possível reverter as restrições ao financiamento externo, d , mas a partir de certo ponto, a percepção de risco se torna dominante.

A poupança externa é inerentemente cíclica, abundante quando dela não se precisa, escassa quando dela é possível abdicar e inexistente, ou mesmo negativa, quando ela se torna indispensável. As reversões cíclicas são não apenas inevitáveis, mas normalmente muito menos bem comportadas do que sugerem os modelos. Na realidade, a redução da atratividade externa não corresponde ao suave deslocamento da curva BP para a direita, mas sim a uma súbita interrupção do financiamento externo, com impacto desorganizador sobre toda a economia.

A utilização da poupança externa deve ser apenas um complemento transitório da poupança doméstica. Dela tentar se utilizar de forma mais permanente, implica aceitar uma valorização cambial que deprime a indústria doméstica de bens comerciáveis até o ponto de - se muito prolongada - destruí-la. Este é o argumento dos que defendem que a política de juros do Banco Central tem sido equivocada. Os juros estariam sendo mantidos em níveis acima do necessário, o que aumenta o serviço da dívida, atrai capitais especulativos, valoriza o câmbio e inviabiliza a indústria.

Ainda que não se concorde que a política monetária tenha sido sistematicamente equivocada, parece claro que utilizar primordialmente a poupança externa para compensar a falta de poupança interna, com o câmbio livremente flutuante, não é uma alternativa aceitável. Para levar a taxa interna de juros a convergir com a taxa de juros externa seria preciso aceitar uma valorização cambial que inviabiliza a indústria nacional e é insustentável a longo prazo.

A especificidade brasileira

Uma solução sustentável a longo prazo para levar a taxa de juros a convergir para a taxa internacional, seria através do aumento da poupança privada doméstica. Aqui, ao que tudo indica, está a especificidade brasileira: a poupança privada doméstica é baixa e pouco sensível à política monetária. A taxa de poupança brasileira é comparativamente baixa em relação aos seus pares em termos de desenvolvimento. Enquanto no Brasil ela está abaixo de 20%, na África do

Sul ela está pouco acima de 20%, na Rússia, na Indonésia e na Índia ela é superior a 30% e na China, que tem o problema oposto, ela é superior a 50% da renda. Voltaremos à ineficácia da política monetária mais à frente.

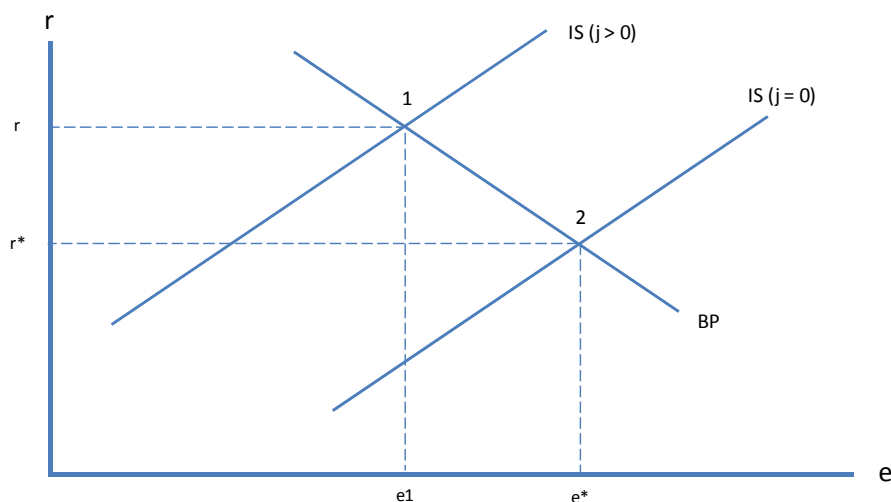
Há duas formas de especificar a poupança privada, SP: a forma neoclássica, como função positiva da taxa de juros, ou keynesianamente, como função da renda - ou do nível de utilização da capacidade, no nosso modelo. Para efeito da nossa análise, desconsideremos o efeito positivo da taxa de juros sobre a poupança privada e assumamos uma função SP estritamente keynesiana. Assumir que SP responde positivamente à taxa de juros só reforçaria o argumento, pois torna a política monetária mais poderosa, ao não apenas reduzir o investimento, como também elevar a poupança.

A especificidade brasileira, a jabuticaba, que estaria por trás da necessidade de juros tão extraordinariamente altos, entra aqui, na especificação da função da poupança privada. Denominemos de j , a especificidade brasileira, que afeta negativamente a poupança privada.

$$SP = SP(u, j) \quad \text{com } SP_u > 0 \text{ e } SP_j < 0$$

A poupança privada é uma função positiva da capacidade utilizada e negativa do fator jabuticaba. Quanto maior o fator jabuticaba, menor a poupança privada e - tudo mais constante - maior a taxa de juros de equilíbrio, pois quanto maior for j , mais à esquerda estará a curva IS do equilíbrio macroeconômico doméstico. Na figura II, o ponto 1 é o equilíbrio com fator jabuticaba positivo, $j > 0$, onde a taxa de juros é mais alta e a moeda mais valorizada do que o equilíbrio do ponto 2, onde o fator jabuticaba é nulo, $j = 0$.

Gráfico 2



Existem essencialmente três teses sobre as causas do fator jabuticaba que justificaria a baixa poupança privada e sua inelasticidade à taxa de juros.

A primeira é a da "incerteza da jurisdição" de Arida, Bacha e Lara Resende.ⁱⁱ A incerteza adviria de um viés anti-credor generalizado, em todas as instâncias de governo, que ao longo de décadas de alta inflação, puniu de forma sistemática e arbitraria a poupança financeira de longo

prazo em moeda nacional. O resultado seria uma resistência do brasileiro a poupar através de instrumentos financeiros de longo prazo, sobretudo em moeda nacional.

A segunda é o que F. Lopes denominou de um "viés inflacionário".ⁱⁱⁱ A memória inflacionária não estaria de todo superada, seja por causa das expectativas, ainda contaminadas pela lembrança da inflação crônica, ou por causa da indexação remanescente, como no salário mínimo, por exemplo. F. Lopes sustenta que o viés inflacionário exige que a economia seja mantida abaixo da capacidade normal de utilização, para evitar que inflação reapareça. F. Lopes não elabora este viés inflacionário, nem explica porque eventuais vestígios remanescentes de indexação, seja contratual, seja psicológica, exigiriam uma capacidade ociosa superior à normal para evitar a volta da inflação. Sugere apenas que como o nível de utilização não-inflacionária é inferior ao potencial - ou normal sem o viés - a renda é menor e, conseqüentemente, também a poupança privada.

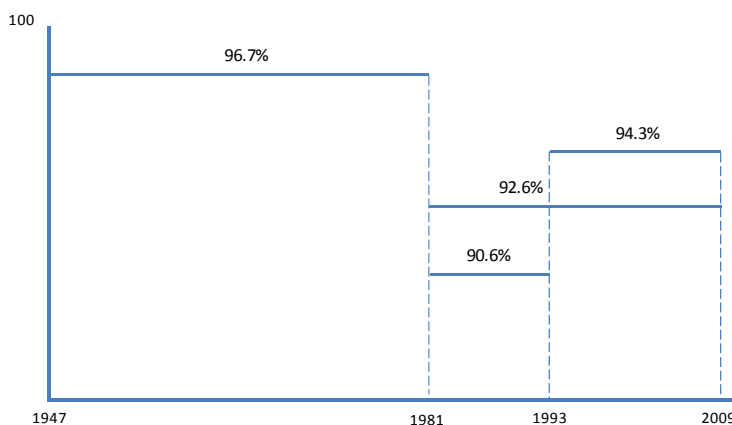
Neste caso, o fator j é apenas um redutor do nível não inflacionário de capacidade, $\hat{u}$, ou de renda não inflacionária, e portanto, da poupança privada. A poupança é baixa porque a renda é baixa, ou inferior à potencial. O efeito final é o mesmo da incerteza da jurisdição: a poupança é inferior à que seria se não houvesse o fator jabuticaba, mas parece-me menos convincente.

A idéia de que uma economia submetida a várias décadas de inflação crônica possa reagir mais rapidamente a pressões inflacionárias faz sentido, mas é preciso que estas pressões se façam efetivamente presentes. Ou seja, faz sentido supor que quando se ultrapassa o nível de utilização normal não-inflacionário, a velocidade da aceleração dos preços seja superior à que ocorreria, caso não houvesse memória da inflação crônica, mas não há como justificar que as pressões inflacionárias ocorram num nível utilização inferior ao normal por causa da memória.

Atribuir à indexação uma capacidade de repassar inflação para o futuro, a chamada inércia, é completamente diferente de atribuir à indexação remanescente, quando já não há inflação, a capacidade de criar pressão inflacionária antes que elas efetivamente existam. Expectativas podem não ser exatamente racionais, mas também não faz sentido, a não ser em momentos de histeria, supô-las completamente descoladas da realidade.

E. Bacha^{iv} discorda da idéia de que o viés inflacionário de F. Lopes possa ser especificado como exigência de uma capacidade utilizada inferior à normal. Segundo ele, os fatos não confirmam. Entre 1981 e 1983 a capacidade utilizada média foi de 90,6%. Depois da estabilização, entre 1994 e 2009, o u médio passa para 94,3%. Só não é ainda maior, por que a crise financeira no primeiro mundo levou a uma desaceleração em 2009. Veja o gráfico 3

Gráfico 3: Utilização Média de Capacidade na Economia Brasileira (u), 1947-2009(%)^v



Se houvesse um viés redutor da poupança privada via uma exigência de renda e de utilização abaixo da normal, este viés deveria ao menos estar sendo reduzido desde a estabilização. Não há como justificar a taxa de juros persistentemente alta de hoje com base na necessidade de manter a utilização abaixo da normal para evitar pressões inflacionárias. A capacidade utilizada nos últimos anos esteve sempre acima do período pré-estabilização. Mas é verdade que não voltou ao nível médio histórico de 96,7%, observado entre 1947 e 1981.

Bacha sugere que seria mais adequado introduzir o viés inflacionário diretamente na função poupança. O viés inflacionário, ou efeito j , apareceria diretamente na função SP , como um grau de "falsa poupança". Uma poupança de curtíssimo prazo, que não se presta a ser canalizada para o financiamento do investimento de longo prazo, com longo período de gestação. Neste caso, seria necessário introduzir uma incapacidade, ou uma resistência, do sistema financeiro em cumprir seu papel de administrar descasamentos. Resistência que poderia advir, mais uma vez, do trauma da inflação crônica. Assim formulada, a tese do viés inflacionário não se distingue da tese da incerteza da jurisdição. Ambos são um trauma que reduz a poupança privada disponível para o financiamento do investimento de longo prazo, desloca a IS para a esquerda e exige uma taxa de juros maior do que a necessária, caso não existisse a memória da inflação crônica. Mais uma vez, a tese da incerteza da jurisdição parece-me mais elaborada e defensável, apesar da dificuldade de ser empiricamente comprovada.^{vi}

Existe ainda uma tese alternativa, muito freqüentemente invocada, segundo a qual a especificidade brasileira não é que a poupança privada é baixa, mas sim o fato de que ela é pouco sensível à política de juros. A razão mais aventada é a de que a composição da dívida pública reduz a eficácia da política monetária. Mais uma vez, a herança da inflação crônica é invocada como a origem do problema. A dívida pública teria um prazo mais curto do que o ideal e, sobretudo, uma proporção excessiva em títulos vinculados à taxa de juros básica diária. Argumenta-se que esta composição da dívida pública torna a política monetária pouco eficiente. A alta da taxa de juros não teria o efeito esperado sobre a demanda agregada.

A política monetária é dita tão mais eficiente quanto maior for a contração da demanda agregada para uma dada elevação da taxa de juros. A alta da taxa de juros atua através do efeito substituição no tempo e do efeito riqueza. Os títulos vinculados à taxa básica diária - como as LFTs - têm efeito substituição como os títulos convencionais, mas o efeito riqueza é praticamente nulo. Uma alta da taxa de juros reduz o valor de mercado do estoque de riqueza financeira. Esta perda de capital na riqueza financeira é proporcional ao prazo médio - mais corretamente à "duration" - do estoque de títulos financeiros da economia. Como os títulos vinculados à taxa básica diária, independentemente do seu prazo de emissão, têm duration de um dia, não há perda de capital associada à alta da taxa de juros no estoque de LFTs. Assim sendo, quanto maior for a proporção destes títulos no estoque total de ativos financeiros, menor o efeito riqueza e menor a eficácia da política monetária.

O argumento de que as LFTs enfraquecem a política monetária é, portanto, correto. Elas são títulos de taxas flutuantes de repactuação diária, que reduzem a "duration" do estoque da dívida e, conseqüentemente, reduzem o efeito riqueza de uma alta da taxa de juros. Não há, entretanto, nas LFTs nenhuma especificidade distorciva. Apesar de terem sido chamados de títulos de indexação financeira, eles são apenas títulos "floaters" de um dia de "duration". Os canais de transmissão da política monetária não se resumem ao impacto da taxa de juros sobre o estoque da dívida pública. O fato de que o efeito riqueza sobre uma proporção dela - hoje pouco

acima de 20% - seja nulo, não parece capaz de por si só explicar a ineficácia da política monetária.

O alongamento da dívida é desejável, tanto como meta de gestão fiscal, quanto como fator de melhoria da eficiência da política monetária, mas é um equívoco assumir que o prazo da dívida é curto por que existem LFTs. O sentido da causação é inverso: como não há demanda por dívida longa, a não ser a taxas extraordinariamente altas, as LFTs são uma forma conveniente e menos custosa de emitir dívida.^{vii} A questão de porque não há poupança financeira de longo prazo continua sem explicação, se não recorrermos a algum tipo de “incerteza da jurisdição”.

Hipótese mais plausível para explicar a baixa eficácia da política monetária no Brasil é a de que mercado de crédito brasileiro tem um segmento importante que não é afetado pela alta da taxa básica de juros controlada pelo Banco Central^{viii}. O chamado crédito direcionado, que além do crédito habitacional e do crédito rural, inclui ainda o BNDES, equivale a 35% do total. Não apenas esta proporção é maior do que a participação das LFTs na dívida pública, como o seu volume é muito maior do que o volume dos títulos de indexação financeira. O crédito direcionado tem taxas subsidiadas, não apenas inferiores, mas também independentes dos movimentos da taxa básica do Banco Central. Com uma proporção expressiva do crédito insensível à variação da taxa de juros do Banco Central, parte equivalente do canal de transmissão da política monetária fica obstruído. Aqui, diferentemente do caso das LFTs, não é apenas o efeito riqueza que fica reduzido, mas o impacto integral da alta dos juros que deixa de se fazer sentir.

A armadilha brasileira: insuficiência de poupança com política monetária ineficaz

Não tenho conhecimento de tentativas de estimar os efeitos da indexação financeira e do crédito direcionado na eficácia da política monetária, mas vamos assumir que ela seja, como tudo indica, de fato pouco eficaz. A especificidade brasileira, ainda que suas causas sejam controvertidas, é a combinação da baixa poupança interna com a relativa ineficiência da política monetária.

As implicações podem, mais uma vez, serem observadas com ajuda do modelo keynesiano básico. A especificidade brasileira é: SP é pequena, SPr e Ir são baixos.

Com aumento do gasto do governo, para que a taxa de utilização mantida no nível não inflacionário $\hat{u}$, é preciso que haja uma alta da taxa de juros para o ponto 2 no gráfico 4. A ineficiência da política monetária significa que o investimento e a poupança privada são pouco sensíveis à taxa de juros - as funções I e SP são inelásticas em relação a r. No plano (r, e) do gráfico 4, quando há um aumento exógeno da demanda, como o gasto do governo, de g_1 para g_2 , o deslocamento da IS para cima é maior do que o que ocorreria se a política monetária fosse eficaz. É necessário uma alta expressiva da taxa de juros para restabelecer o equilíbrio a uma mesma taxa de cambio, como ilustra o ponto 2 no gráfico 4.

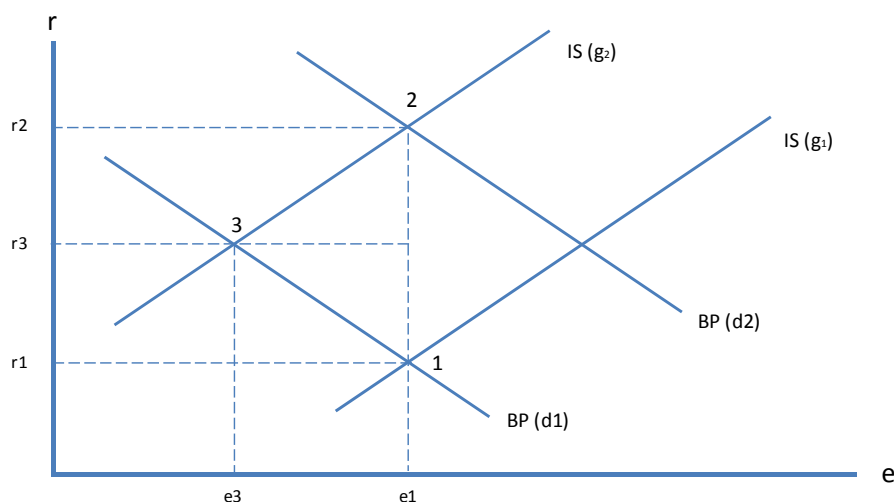
A alta taxa de juros no ponto 2 é entretanto incompatível com o equilíbrio externo à taxa de cambio pré-aumento do gasto de governo e_1 . No ponto 2, o financiamento externo é maior do que o déficit externo, $FX > SX$. É justamente a valorização do cambio, decorrente deste excesso de financiamento que levaria ao aumento do déficit, ou seja, de SX, até um novo equilíbrio interno e externo no ponto 3.

Se o governo quiser evitar a valorização da moeda é preciso aumentar as restrições ao fluxo de capitais, de d_1 para d_2 , de forma a evitar o deslocamento da BP para a direita. Sem restrições adicionais ao financiamento externo, o equilíbrio final seria no ponto 3, com uma

combinação de valorização cambial e alta do juros. Com medidas de restrição à entrada de capitais, $d > 0$, o equilíbrio será em algum ponto sobre a $IS(g_2)$, entre os pontos 2 e 3.

A combinação perversa necessária de alta do juros e valorização cambial será tão maior, quanto mais insensível for o investimento e a poupança à taxa de juros, ou seja, mais ineficiente for a política monetária. Portanto, quanto mais forte o fator jabuticaba, a especificidade brasileira, mais da combinação perversa de juro alto e cambio valorizado será necessário.

Gráfico 4



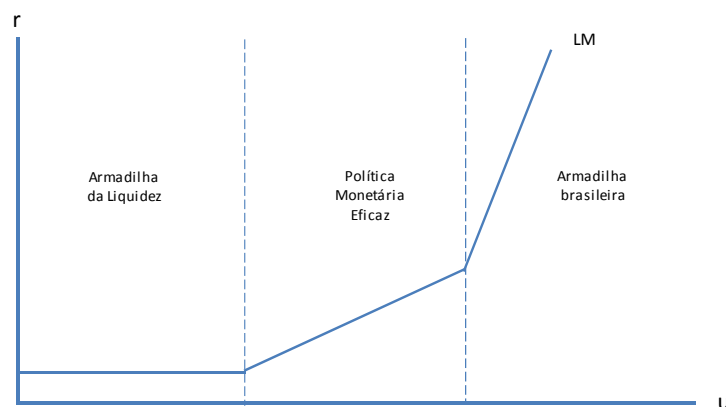
A inelasticidade de I e SP à taxa de juros exige que para compensar um pequeno aumento exógeno da demanda, como um aumento dos gastos do governo - uma redução de SG - seja necessário um grande aumento da taxa de juros. A insensibilidade da poupança doméstica privada exige que o equilíbrio seja restabelecido quase que integralmente através do aumento da poupança externa. Dado que a demanda doméstica é pouco sensível ao aumento da taxa de juros, o mecanismo através do qual o equilíbrio é restabelecido é indireto. A elevação da taxa de juros atrai financiamento externo, o que valoriza o câmbio, que aumenta o déficit externo. O canal de transmissão da política monetária é primordialmente via valorização cambial. Este é o argumento central de F. Lopes em “A estabilização incompleta”^{ix}

Política fiscal poderosa

Se a política monetária é ineficiente, porque a demanda doméstica é inelástica em relação à taxa de juros, o instrumento correto para reduzir a taxa de juros é a política fiscal. Se a poupança privada doméstica é insensível à política monetária, que atua primordialmente de forma indireta ao aumentar a poupança externa, fica evidente que é muito mais eficaz aumentar a poupança doméstica pública. A mesma inelasticidade da poupança privada à taxa de juros, que faz com que o juro tenha que ser extremamente alto para compensar um choque exógeno de demanda, faz com que a política fiscal seja extremamente poderosa. Uma pequena redução dos gastos públicos – um aumento de SG – permite uma grande redução da taxa de juros. Um redução g provoca um grande deslocamento da IS para baixo. A redução do binômio perverso – juro alto, cambio valorizado – resultante é portanto expressiva.

Temos um caso de simetria em relação à armadilha da liquidez keynesiana, onde a política monetária expansionista é incapaz de reduzir a poupança privada. Aqui a política monetária contracionista é incapaz de aumentá-la. Em termos do tradicional modelo keynesiano IS-LM, com a capacidade utilizada no eixo horizontal, como na figura 5, tem-se uma LM horizontal na armadilha da liquidez e quase vertical na armadilha brasileira. Nos dois casos a receita deveria ser a mesma: utilize-se a política fiscal. Observe-se que a política fiscal, deslocamentos da IS ao longo da LM, tem grande impacto no nível de utilização u e nenhum em r , na armadilha da liquidez, mas tem pouco impacto em u e grande impacto em r na armadilha brasileira.

Gráfico 5



A Armadilha da Liquidez, um dos mais interessantes e controvertidos conceitos da Teoria Geral de Keynes, estabelece que há um piso abaixo do qual a taxa de juros não pode cair, independentemente da expansão da moeda e do crédito. Se a taxa de juros de equilíbrio de pleno emprego estiver abaixo deste piso – e há momentos em que ela pode efetivamente estar – sendo até mesmo negativa, nem a política monetária expansionista, nem a deflação, provocada pela subutilização da capacidade e ao desemprego, são capazes de restabelecer o pleno emprego.

Quando a taxa de juros que restabeleceria a plena utilização da capacidade é inferior ao piso factível – como por exemplo no caso de exigir uma taxa de juros nominal negativa – só a política fiscal pode reativar a economia. Como demonstrado por Woodford^x, a compra de ativos financeiros de mais longo prazo por parte do Banco Central, quando a taxa de juros básica está no seu piso – o que hoje se convencionou chamar de “quantitative easing” – não é capaz por si só de estimular a demanda agregada. Esta é a situação americana de hoje.

No caso brasileiro, onde a demanda agregada privada é pouco sensível à taxa de juros, temos também uma situação de ineficácia da política monetária. No caso, a incapacidade de aumentar a poupança e reduzir a demanda através da alta da taxa de juros. Enquanto a situação americana hoje é essencialmente keynesiana, com insuficiência de demanda e incapacidade da política monetária de estimulá-la, a situação brasileira é de excesso de demanda, com incapacidade da política monetária de reduzi-la. Lá a taxa de juros é incapaz de estimular a demanda, aqui ela é incapaz de estimular a poupança.

Nos EUA, as razões parecem claras: o setor privado foi atropelado pela crise numa situação de excesso de endividamento. Para reduzir o endividamento excessivo, o setor privado contrai as despesas e aumenta a poupança. Como demonstrou Keynes, embora perfeitamente racional do ponto de vista individual, o resultado coletivo é a estagnação abaixo da capacidade

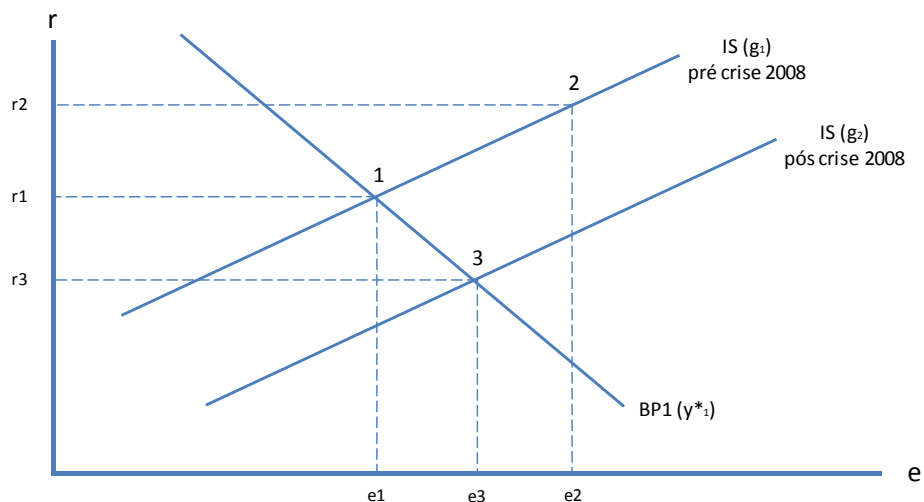
da economia. No Brasil, as razões da insensibilidade da poupança privada à taxa de juros não estão de todo claras, mas o fato é que, apesar da mais alta taxa de juros do mundo, a economia continua excessivamente aquecida.

A oportunidade perdida: o equívoco da resposta à crise

O agravamento da situação brasileira nos últimos anos pode ser atribuído à resposta da política econômica no pós-crise financeira internacional de 2008. Enquanto os países centrais, especialmente aqueles onde que a crise foi precedida por uma bolha imobiliária, se viram numa situação de persistente insuficiência de demanda, causada pela tentativa do setor privado de reduzir seu endividamento, o Brasil teve apenas uma abrupta, mas temporária, queda do financiamento externo e das exportações, devido ao colapso internacional do crédito no último trimestre de 2008.

Em termos do nosso modelo, passado o impacto inicial, a partir de 2009, restabelecido o mercado financeiro mundial, a crise para o Brasil pode ser representada por um aumento da poupança externa SX , devido à queda da renda externa y^* . A curva IS do equilíbrio interno se desloca para baixo, pois a uma dada taxa de câmbio, a poupança externa é maior, o que exige juros mais baixos para reduzir a poupança interna. Passado um primeiro momento crítico da crise, quando o financiamento externo também se reduziu, levando também a curva BP para a direita – o que poderia ter sido compensado pela perda de reservas internacionais – o resultado do novo ponto de equilíbrio seria como no ponto 3, do gráfico 6 abaixo, uma combinação de câmbio mais desvalorizado e juros mais baixos.

Gráfico 6



Caso nada houvesse sido feito, restabelecido o financiamento externo, trazendo a curva BP de volta para a esquerda, mas com as exportações reduzidas pela queda da demanda nos países centrais, haveria espaço para que a taxa de juros baixasse e o câmbio se desvalorizasse, como ocorre no ponto 3.

Ocorre que a reação da política econômica brasileira foi a de se comportar como a crise ameaçasse deixar o Brasil numa situação semelhante à dos países centrais, onde houve uma

permanente redução da demanda, ou aumento da poupança privada interna. Como se houvesse risco de uma situação estagnação keynesiana, o Brasil reagiu à crise com uma política fiscal agressiva de aumento dos gastos públicos, principalmente através do aumento dos gastos correntes do governo.

O aumento dos gastos públicos desloca a curva IS de volta para cima, contrabalançando o seu deslocamento decorrente do aumento do déficit externo. Ou seja, a redução da poupança pública compensa o aumento da poupança externa. Desaparece assim o espaço para a redução da taxa de juros e para a desvalorização da moeda, que havia sido criada pela queda da demanda externa.

A crise de 2008 abriu uma extraordinária oportunidade para que o Brasil, aprisionado num equilíbrio com alta taxa de juros e cambio supervalorizado, pudesse reverter a situação para um novo equilíbrio com juros mais baixos e cambio menos valorizado. É sempre difícil conseguir desvalorizações reais de câmbio, pois grande parte da desvalorização nominal termina por ser corroída pela pressão inflacionária da desvalorização. Quando há um hiato, como o período imediatamente após a crise, onde o aumento da poupança externa abre espaço para a desvalorização, sem causar pressões inflacionárias, a oportunidade não pode ser desperdiçada.

Ao invés de adotar uma política monetária agressivamente expansionista, reduzir o juros e sacramentar uma taxa de câmbio mais desvalorizada – como fez por exemplo o México, que hoje se encontra numa situação de competitividade internacional muito favorável – o Brasil resolveu adotar uma política fiscal expansionista e aumentar os gastos correntes do governo. O resultado no nosso modelo pode ser ilustrado como uma volta ao ponto 1 do gráfico 6. A curva IS regride para a sua posição inicial pré-crise, onde o aumento gasto público - ou a menor poupança do governo - compensa o aumento da poupança externa.

Caso o governo não tivesse aumentado seus gastos, numa pretensa e equivocada reação “keynesiana”, passado o susto inicial da interrupção do financiamento externo - que teria nos levado ao ponto 2, com juros ainda mais altos do que no pré-crise e cambio desvalorizado - a economia brasileira teria ido para o ponto 3. O novo equilíbrio teria juros mais baixos e cambio mais desvalorizado do que o do ponto 1 pré-crise. Teríamos aproveitado a crise para escapar da armadilha brasileira, do binômio juro alto, cambio sobrevalorizado.

Como houve aumento dos gastos do governo, à medida que a economia mundial se recupera, as exportações voltam a crescer, a poupança externa se reduz e a IS se desloca para cima. Para evitar que a inflação se acelere é preciso aumentar a poupança domestica ou aceitar nova taxa do juro e a valorização cambial para aumentar a poupança externa

A armadilha com inflação

Para analisar a situação de hoje, onde a pressão inflacionária reaparece, tomemos o tradicional plano (r, u) da análise keynesiana, no gráfico 7.

A vertical sobre o ponto $\hat{u}$, é dada por $u = \hat{u}$ logo $P = P(-1)$, a inflação é estável. O equilíbrio interno é dado pela reta IS, derivada da equação (1), cuja inclinação é dada por:

$$dr/du = (SP_u + SG_u)/I_r$$

que é negativa e tão mais inclinada quanto menor for I_r , ou seja, a sensibilidade do investimento doméstico à taxa de juros, que no Brasil sabemos ser baixa. O equilíbrio externo é dado pela reta

BP, derivada da equação (2), que iguala o financiamento externo à insuficiência de poupança doméstica:

$$FX(r,d) = I(r) - (SP(u) + SG(u,g))$$

cujas inclinações são dadas por

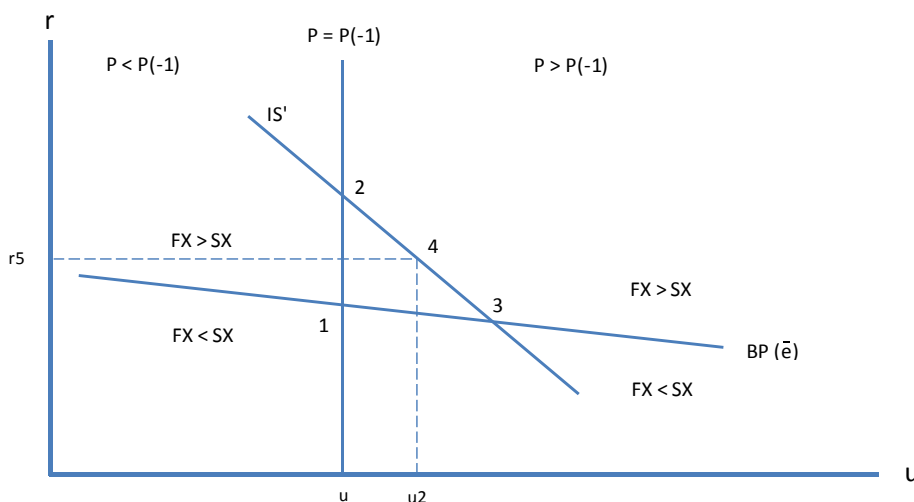
$dr/du = - (SP_u + SG_u) / (FX_r - I_r)$ que é negativa e tão menos inclinada quando maior a sensibilidade do financiamento externo e da poupança doméstica à taxa de juros. Dado que a percepção externa do Brasil é hoje muito favorável, FX_r é alto e a curva BP é menos inclinada do que a IS.

Enquanto a demanda externa esteve contraída pela crise, apesar do aumento dos gastos do governo, foi possível manter o equilíbrio interno e externo não inflacionário do ponto 1. A recuperação da economia mundial deslocou a IS para a posição da IS', já que o maior gasto do governo não foi revertido. Existem duas formas possíveis de restabelecer o equilíbrio. A primeira é elevar a taxa de juros para r_3 e permitir que a valorização do câmbio desloque a BP para a direita até o novo equilíbrio no ponto 2. Esta é a alternativa radical de levar a política de juros a ferro e fogo e aceitar o agravamento da sobrevalorização cambial. Como discutimos antes, não nos parece nem aceitável, nem sustentável a mais longo prazo. A segunda é aceitar a aceleração inflacionária e ir para o ponto 3, com menor juro real e mais poupança doméstica. Dada a experiência traumática da inflação crônica no Brasil, esta também não é uma alternativa politicamente aceitável. Estaríamos de volta ao uso da poupança forçada através da inflação, para financiar o excesso de investimentos e de gastos públicos, que caracterizou a economia brasileira na segunda metade do século 20.

Espremido entre duas alternativas que lhe parecem inaceitáveis, o governo optou por um meio termo: um pouco mais de inflação e de juros, como no ponto 4. Ocorre que no ponto 4, dada a taxa de câmbio, o financiamento externo é maior do que a necessidade de poupança externa. Estamos acima da curva BP para uma dada taxa de câmbio $\hat{e}$. O excesso de financiamento externo provocaria a valorização do câmbio e o correspondente deslocamento da curva BP, até que o equilíbrio interno e externo fosse ali restabelecido. A valorização do câmbio necessária para levar o equilíbrio para o ponto 4 parece, entretanto, inaceitável para o governo, que resolveu determinar um piso para o dólar, através da intervenção do Banco Central no mercado de câmbio.

A intervenção do BC impede que a curva BP se desloque para cima. Com o câmbio fixo num piso determinado pelo BC, o ponto 4, no gráfico 7, é um equilíbrio interno, entre oferta e demanda, pois temos $SX = I - (SP + SG)$, mas o financiamento externo é superior à poupança externa, pois $FX > SX$. O resultado é que o BC tem intervir sistematicamente e não para de acumular reservas. Como é a conta de financiamentos externos, que aparece como a fonte do problema, a tentativa é de criar barreiras à entrada de capitais, rotulados de especulativos.

Gráfico 7



Fica claro que o problema não é o excesso de financiamento externo, mas sim a insuficiência de poupança doméstica, que exige que se recorra à poupança externa. Para viabilizar o uso da poupança externa é, contudo, preciso aceitar a valorização do câmbio, a queda das exportações e o aumento das importações, pois o déficit comercial é o outro nome da poupança externa. Como chamou atenção F. Lopes, dada a pouca sensibilidade da demanda interna à taxa de juros, o efeito da política monetária é primordialmente indireto, via valorização cambial e aumento da poupança externa. Ao impedir que o câmbio se aprecie, o governo bloqueia o principal canal de atuação da sua política monetária restritiva. Não viabiliza o aumento da poupança externa, mantém a economia acima da utilização não inflacionária $\hat{u}$, e faz com que a alta do juro atraia mais financiamento externo do que o necessário, como no ponto 4 do gráfico 7, com a BP imobilizada em sua posição original pela intervenção para impedir a valorização do câmbio além de $\tilde{e}$.

Deveria ser evidente que se o principal canal de atuação da política monetária é pelo aumento da poupança externa - via câmbio - não faz sentido utilizar a política de juros para conter o aquecimento da economia, quando não se está disposto a aceitar a valorização cambial e o aumento do déficit externo. O resultado é unicamente o excesso de financiamento externo e o acúmulo de reservas que, dada a diferença entre os juros internos e externos, são fiscalmente onerosas e agravam o problema.

Nova resposta para a velha incompatibilidade distributiva

O Brasil poupa pouco. É fato. O que está por trás desta baixa poupança não é de todo claro. Provavelmente uma série de razões, que vão desde as sociológicas, como o fato de que uma grande parcela da população continua na linha de pobreza e tem necessidades prementes de consumo, até as psicológicas, associadas ao trauma da inflação crônica das últimas décadas do século passado. A baixa poupança privada é incompatível com as ambiciosas aspirações de gastos e investimentos públicos. O resultado desta incompatibilidade é que é preciso recorrer à poupança forçada – através da inflação – ou à poupança externa – através do déficit externo. As duas alternativas são insustentáveis a longo prazo e sempre terminam em crises.

A curto prazo, assim como na segunda metade do século 20 foi possível recorrer à inflação para transferir renda para o governo, hoje ainda é possível, recorrer a uma combinação de política monetária restritiva - para deprimir a demanda privada - e câmbio sobrevalorizado - para viabilizar o acesso à poupança externa – e abrir espaço para o gasto público. Uma vez superada a inflação crônica, o recurso à poupança externa, através do binômio juros altos e câmbio sobrevalorizado, foi a alternativa adotada. Substituiu-se a inflação e a poupança forçada, pelo juro alto com câmbio valorizado e a poupança externa. Trata-se de uma nova resposta para a velha incompatibilidade distributiva de um país cujo setor público pretende gastar mais do que o setor privado poupa.

Assim como a solução inflacionária, a partir de certo ponto, a solução da política monetária restritiva também se torna disfuncional. A disfuncionalidade da política monetária restritiva pode ser avaliada através de dois componentes. O primeiro é a desconfiança em relação à poupança financeira doméstica de longo prazo, chame-se de “incerteza da jurisdição”, de viés, de memória ou de trauma inflacionário. Qualquer que seja a denominação, está claro hoje que esta desconfiança, desenvolvida no período da inflação crônica e nunca integralmente superada, está de volta. Esta é a razão da baixa sensibilidade da poupança privada à taxa de juros e da ineficácia da política monetária. O segundo componente de disfuncionalidade da política monetária restritiva é a queda do grau de atratividade do país para os investidores internacionais. Quando isto ocorre, o financiamento externo desaparece e o déficit, associado à utilização da poupança externa, se torna inafinanciável. Ainda não chegamos lá, como atesta a inundação de financiamento externo que o governo, de forma a cada dia mais canhestra, se esforça para controlar, mas já há sinais de que a confiança externa está em queda.

Só há uma solução de longo prazo: resolver a incompatibilidade distributiva, que está na raiz da instabilidade macroeconômica brasileira, desde o esforço desenvolvimentista da segunda metade do século 20, através do desenvolvimento de estímulos à poupança privada e da redução dos gastos públicos. É preciso, sobretudo, ter um diagnóstico claro da armadilha brasileira, para evitar a adoção de políticas equivocadas que agravam problema e levam à perda de oportunidades, como a aberta pela crise externa de 2008.

ⁱ Lara Resende, A. (2011) “A Taxa de Juros no Brasil: Equívoco ou Jabuticaba?” Valor Econômico, junho 2011

ⁱⁱ Arida, P., Bacha, E. e Lara Resende, A. (2004) "High Interest Rates in Brasil: Conjectures on the Jurisdictional Uncertainty" em Inflation Targeting and Debt: the case of Brazil ; MIT Press 2005

ⁱⁱⁱ Lopes, F. (2011) "Juros, Câmbio e Acumulação de Reservas" mimeo

^{iv} E. Bacha (2001) email

^v Bonelli, R. e Bacha, E. “O crescimento brasileiro revisitado” a sair.

^{vi} Gonçalves, F.; Holland, M.; Spacov, A. (2006) "Can Jurisdictional Uncertainty and Capital Controls explain the high level of real interest rates in Brazil?" RBE, vo 61, no1, RJ, jan/mar 2007

^{vii} Lara Resende, A. (2005) Em Defesa dos Títulos de Indexação Financeira – CdG – RJ

^{viii} Ver Bacha, E. (2010) “Além da Tríade: Como reduzir os juros?” em Novos Dilemas da Política Econômica, editado por Bacha e Bolle, LTC, 2011. Também Scharfman, A (2011) em Valor Econômico, julho 2011.

^{ix} Lopes, F. (2010) “A Estabilização Incompleta” em Novos Dilemas da Política Econômica, editado por Bacha, E. e Bolle, M., LTC 2011.

^x Eggertsson and Woodford, M. (2003)