

31º ANIVERSÁRIO DO TESOURO NACIONAL APRENDIZADO DO PERÍODO POSTERIOR À ESTABILIZAÇÃO

Samuel Pessoa¹
10 de março de 2017

Quando fui gentilmente convidado por Lísio Camargo a proferir essa palestra por ocasião do aniversário do Tesouro Nacional pensei em apresentar a literatura de ajustes fiscais e casos bem-sucedidos de redução de endividamento. Desnecessário elaborar a importância do tema.

No entanto, tenho certeza que o conhecimento desse tema pelo pessoal técnico do Tesouro Nacional é muito superior ao meu. Assim, decidi aproveitar a oportunidade para organizar o que penso ser o aprendizado que tivemos sobre a formulação da política econômica no período posterior à estabilização econômica.

Ao longo de uma década – desde a redemocratização até o plano Real – as energias da profissão estiveram dirigidas ao tema da estabilização econômica com ênfase no problema monetário. De lá para cá passamos pela consolidação da estabilização com o ajuste fiscal do segundo mandato do governo FHC, conseguimos avançar na agenda social e na recuperação da capacidade de crescimento da economia brasileira, no governo Lula e, em algum momento entre 2006 e 2009, iniciamos um longo e persistente processo de alteração de rota da política econômica que, no meu entender, construíram a profunda depressão da economia brasileira, da qual somente agora iniciamos a saída.

Início nossa conversa com o que penso ser o modelo de economia de mercado desejável para nós, sociedade complexa, extremamente desigual, de baixas taxas de poupança, elevadíssimo custo de transação incluindo elevada litigiosidade, e com enorme dificuldade de seguir regras na formulação da política econômica. Essas características de nossa sociedade indicam que nosso modelo de desenvolvimento deve caminhar na direção da liberalização dos mercados e construção das condições fiscais que garantam receita suficiente para financiar o Estado de bem-estar social (EBS), desejo de nossa sociedade desde a redemocratização e consequência do funcionamento da democracia, valor maior de todos nós. Evidentemente ajustes ao desenho do EBS são necessários.

Em seguida apresento como vejo o tema dos juros elevados no país e qual é a ligação dos juros elevados com o que chamei de contrato social de redemocratização.

O terceiro item será a exposição de meu diagnóstico para a crise econômica que completou dez trimestres no final de 2016, segundo o comitê de datação de ciclos econômicos, Codace. A crise, no meu entender, tem duas causas principais. Primeira, o não enfrentamento da necessidade de um ajuste fiscal estrutural, para adequar o contrato social da redemocratização à restrição orçamentária intertemporal do setor público. Segunda, do esgotamento de diversos planos de investimento desenvolvidos no bojo do que ficou conhecido por NME, causando forte queda do investimento em função do esgotamento da capacidade financeira do Estado. Rapidamente

¹ Físico com doutorado em economia, ambas pela USP, sócio da consultoria Reliance e pesquisador associado do Instituto Brasileiro de Economia da FGV.

discuto por que não penso que a desaceleração da economia mundial, a crise hídrica ou o ajuste fiscal de 2015, apesar de terem contribuído para a desaceleração, possam explicar a profundidade da crise: maior perda de PIB per capita dos últimos 120 anos. Aqui será útil lembrarmos-nos dos paralelos com o período do II PND. A crise foi agravada pela queda da produtividade da economia, identificada pelo menos desde 2011, consequência de erros em série de política microeconômica, pelo menos desde 2006.

O quarto item é como vejo o ajuste fiscal estrutural. Argumentarei que após o ajuste pelo lado da despesa provavelmente teremos ainda um buraco fiscal apreciável. Será necessária uma nova rodada de elevação da carga tributária.

O quinto item de minha apresentação versará sobre a forma que penso ser a ideal para gestão de crises externas. Este é tema para futuro posterior à construção da estabilidade fiscal. Defenderei que em uma economia de baixa poupança não se deve tentar gerir crises externas com elevados níveis de reservas. Esta é uma saída para economias que apresentam elevadas taxas de poupança. Nós temos que encontrar outra forma de gerir crises externas. Chamei-a de modelo australiano. Detalho na apresentação.

É este o plano. Vamos ao primeiro ponto. Os mais velhos irão se lembrar de um curso que havia nas graduações de economia. Chamava-se modelos econômicos comparados. O estudante era exposto ao modelo de economia de planejamento central – à época representado pelas economias das repúblicas socialistas soviéticas além de China e outras experiências menores, Coreia do Norte e Cuba – em contraposição às economias de mercado.

A queda do muro e a mudança de rota da economia chinesa na virada dos anos 70 para os anos 80, tornaram a disciplina de modelos econômicos comparados tema para a história do pensamento econômico. Ela foi sucedida em alguns departamentos pelo tema das economias em transição, *transition economies*.

Se é verdade que a queda do muro representou a consolidação do modelo de economia capitalista de mercado não é verdade que as economias capitalistas de mercado se organizam de uma única forma. Há grande variação de arranjos. Penso que é útil – apesar de certamente encerrar certo grau de artificialidade – organizar as diferentes formas de institucionalização das economias capitalistas de mercado em dois eixos ortogonais. Ortogonais no sentido causal do termo: o posicionamento de uma economia em um ponto em um dos eixos não estabelece restrições insuperáveis para que essa mesma economia se posicione em qualquer ponto do outro eixo.

No eixo horizontal encontram-se os diferentes graus de institucionalização do Estado de bem-estar social (EBS). Associado a essa escolha há em paralelo a escolha da carga tributária ser elevada ou baixa. Se a sociedade escolhe um EBS abrangente terá, necessariamente, que escolher elevados valores para a carga tributária.

No outro eixo, o vertical, temos se há ou não elevado intervencionismo do setor público no espaço econômico. Por elevado intervencionismo do setor público no espaço econômico entendo se o setor público é responsável direto pela oferta de bens e serviços, principalmente os serviços de utilidade pública, bem como se a regulação do setor público sobre os mercados é muito pesada ou é mais leve.

Por exemplo é possível termos um EBS abrangente, de forma que um trabalhador demitido tenha acesso a um generoso seguro desemprego financiado pelo setor público, ao mesmo tempo em que a regulação sobre o mercado de trabalho seja leve, e, portanto, a demissão sem justa causa seja permitida.

Assim há países com elevado intervencionismo nos mercados e que apresentam elevado EBS, como o caso dos países latinos da Europa; há os casos dos países que regulam menos os mercados e apresentam elevado EBS, como é o caso dos países germânicos e escandinavos; há os casos em que a intervenção nos mercados é menor e o EBS também é menor, como o caso dos países de origem anglo-saxã; finalmente há os casos dos países cuja intervenção nos mercados é elevada e apresentam EBS bem reduzido, como é o caso dos países asiáticos. Ou seja, todos os casos são possíveis.

Ao longo do governo FHC e no período em que Palocci era o ministro da Fazenda estávamos caminhando na direção de liberalizar os mercados, isto é, na direção de redução do intervencionismo do setor público no funcionamento dos mercados, ao mesmo tempo em que a carga tributária crescia para financiar a construção de nosso EBS como estabelecido na carta de 1988.

A construção institucional é processo dependente da história e específico a cada sociedade. Não há regra geral nem modelo perfeito. Toda escolha envolve perdas e ganhos. Aos poucos estávamos procurando o modelo que melhor atendesse às nossas características. Uma das características mais salientes, penso eu, é a escolha que nossa sociedade fez de termos uma baixa taxa de poupança doméstica. Esta escolha é legítima e nada na teoria econômica sugere que outra escolha é melhor ou pior. Mas também sabemos da teoria positiva que as escolhas encerram custos e benefícios e, portanto, a política econômica tem que trabalhar com limites estabelecidos por essas escolhas. Um dos grandes problemas da formulação da política econômica após a saída do ministro Palocci da Fazenda foi esquecer esse princípio básico: a formulação da política econômica tem que considerar as restrições que as escolhas de natureza política estabelecem sobre a formulação da política econômica. Somente para ficarmos em um exemplo: se a taxa de poupança é muito baixa e, portanto, se os juros são muito elevados, o custo fiscal de pesados subsídios ao investimento é muito elevado. Assim, países cuja taxa de poupança atinge ou ultrapassa 50% do PIB, como é o caso chinês, tem maior espaço para fazer política governamental de estímulo ao investimento do que há por aqui.

Penso que nos últimos anos aprendemos que EBS e intervencionismo não cabem ambos no orçamento público brasileiro. Teremos que escolher um dos dois. Claramente a política escolheu o EBS. Com o novo governo retomamos a agenda de liberalização dos mercados.

Aí chego no segundo item de nossa conversa. Somos uma sociedade de taxa de poupança doméstica muito baixa. A baixa taxa de poupança é fruto das escolhas da sociedade. A construção de um abrangente EBS desde a redemocratização tem pressionado o gasto primário. Este, quando deflacionado pelo deflator do PIB, tem corrido além do PIB em 1,5 pp por vinte cinco anos, pelo menos².

² Se deflacionarmos pelo IPCA a diferença entre ambos tem sido de 3 pp por ano. Os motivos que explicam o IPCA por mais de duas décadas andar aquém do deflator encontra-se em aberto. Trabalho recente do

Evidentemente uma defasagem deste montante entre gasto primário e PIB durante tantos anos redundava em enorme pressão do setor público sobre os recursos da economia. Que o resultado seja, por um lado, baixa poupança, e, por outro lado, juros reais elevados como um fenômeno de equilíbrio, não é de se espantar.

Em julho de 2015 Marcos Lisboa, Mansueto Almeida e eu assinamos artigo no caderno Ilustríssima da Folha de São Paulo argumentando que a trajetória do gasto público era explosiva e que um ajuste à frente seria necessário. Ou viria por bem ou por meio da volta da inflação.³ Desde 1991 mais de 90% do aumento do gasto primário da União em excesso ao crescimento econômico (9 pontos de percentagem do PIB de um gasto que hoje é de 20% do PIB) que houve foram em rubricas associadas ao gasto social. O gasto social subiu muito além do crescimento da economia pois a sociedade assim decidiu já no texto constitucional de 1988.

O contrato social da redemocratização impõe limites à capacidade de crescimento da economia. E o mecanismo é este: baixa taxa de poupança e elevados juros.

O pensamento heterodoxo brasileiro considera a poupança macroeconômica um puro resíduo. Não pode, portanto, ser uma variável sujeita à escolha individual. Alega-se que a operação do princípio da demanda efetiva de Keynes estabelece que a causalidade ocorre do investimento para a poupança e, portanto, a poupança é resultado e não escolha. De aí segue que trata-se de um resíduo.

A visão da heterodoxia brasileira de que a taxa de poupança é um resíduo e portanto não pode ser compreendida a partir das diferentes escolhas institucionais dos países sugere que os 50% de poupança dos chineses devem-se à gestão da política macroeconômica, e, analogamente, que nossos ridículos 15% devem-se a erros de política macroeconômica. Evidentemente a heterodoxia terá dificuldade de explicar por que motivo a inflação na China é baixa e no Brasil, sempre que embarcamos no ativismo macroeconômico, com vistas e elevar a taxa de investimento, em vez de colher aceleração do crescimento acabamos por colher inflação.

Penso, diferentemente do pensamento heterodoxo brasileiro, que o princípio da demanda efetiva – que investimento causa a poupança e não o inverso – é perfeitamente compatível com a ideia de que a poupança de uma sociedade ao longo de um período é dada pelos incentivos a poupar. A boa teoria neoclássica estabelece, desde pelo menos Irving Fisher, que a poupança será menor (ou, o que dá no mesmo, haverá pressão pelo aumento dos juros) em sociedades cuja renda cresce, o risco é baixo, o setor financeiro é eficiente, e há um generoso sistema de previdência de repartição.

Ocorre no Brasil, ao menos tem sido assim nas últimas décadas, que nossa economia política impede que aumentemos a taxa doméstica de poupança. O princípio da demanda efetiva no Brasil não opera como nos países asiáticos. Lá um aumento da taxa de investimento gera aumento do crescimento econômico que, por sua vez, redundava em aumento da taxa de poupança doméstica, como descrito na Teoria Geral por Keynes. No Brasil a aceleração do crescimento que segue de elevações do investimento geram demandas no Congresso Nacional

economista Ângelo Polydoro do Banco Brasil Plural sugere que para alguns bens a medida de inflação das contas nacionais é distinta e maior do que a medida de inflação para este mesmo bem no IPCA.

³ Ver <http://www1.folha.uol.com.br/fsp/ilustrissima/226576-ajuste-inevitavel.shtml>. Versão mais extensa pode ser encontrada no blog de Mansueto Almeida https://mansueto.files.wordpress.com/2015/07/o-ajuste-inevitc3a1vel-vf_2.pdf.

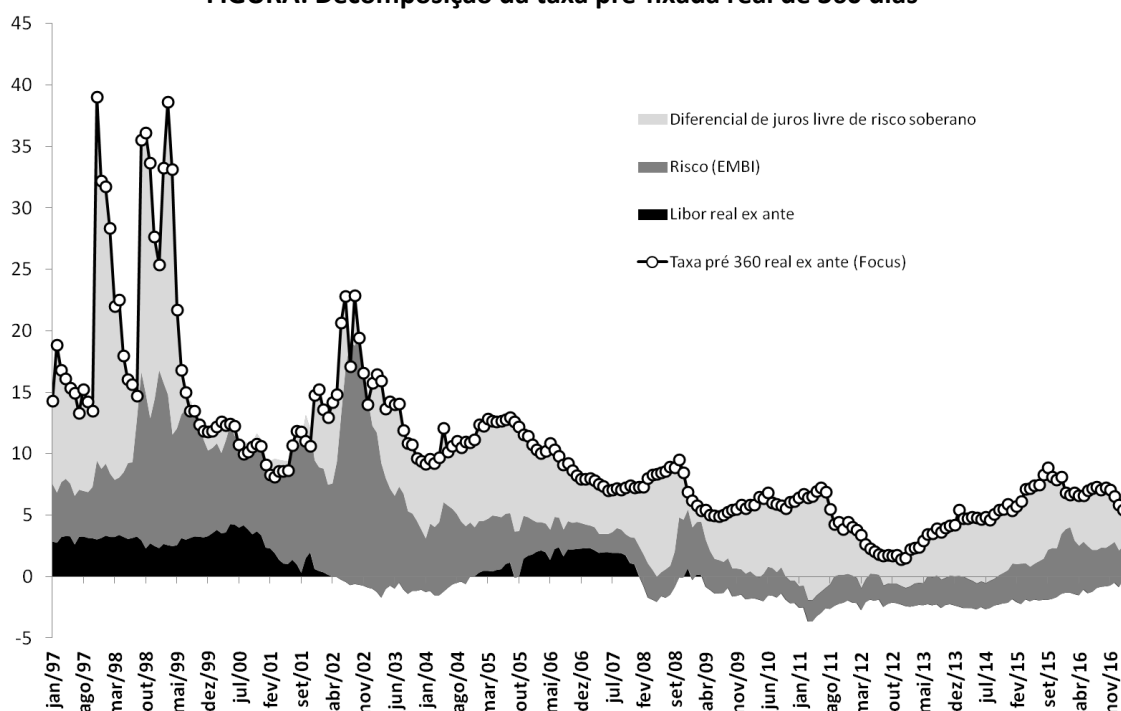
cujo resultado prático é reduzir a taxa de poupança. A regra do salário mínimo é o melhor exemplo desse mecanismo. Até o momento nosso contrato social impediu que experimentássemos períodos de aceleração do crescimento com ganhos de produtividade e elevação da taxa de investimento com elevação da taxa de poupança. Por exemplo, entre 2003 e 2008 a taxa de investimento elevou-se de 13% do PIB para 18% do PIB enquanto que a taxa de poupança subiu de 14% do PIB para 15% do PIB: transformamos um superávit de transações correntes de 2% do PIB em um déficit de 2% do PIB.

A construção do déficit externo tem dois problemas: há limites ao déficit externo como proporção do produto que pode ser financiado internacionalmente e, adicionalmente, valores crescentes de poupança externa somente podem ser absorvidos simultaneamente a um processo de valorização do câmbio real o que acaba machucando a rentabilidade de indústria de transformação.

A baixa taxa de poupança doméstica, portanto, deve-se aos baixos incentivos a poupar em associação à forma de resposta de nossa economia política de criar medidas que neutralizam o crescimento natural da taxa de poupança que haveria em resposta a surtos de aceleração do crescimento. Acabamos sempre convivendo com uma sequencia de voos de galinha. A maneira de melhorarmos este estado de coisas é perseguir política de aumento da poupança pública e privada, como, por exemplo, a reforma da previdência, e tornar a política fiscal mais contracíclica, o que ajudará a sustentar ciclos mais longos de crescimento.

Evidentemente a economia brasileira é aberta, e, é sempre possível tapar o fosso entre a taxa doméstica de poupança e o investimento por meio de poupança externa. Há momentos, como, por exemplo, o período entre 1999 até 2001 em que o diferencial de juros real interno-externo líquido de risco soberano, era próximo de zero: a flutuação do câmbio era limpa e os juros eram elevados porque o risco país era muito elevado. Evidentemente risco elevado e baixa taxa doméstica de poupança estão associados.

FIGURA: Decomposição da taxa pré-fixada real de 360 dias



Após anos de forte ajuste fiscal e após uma transição política bem-sucedida e a existência de um governo de esquerda fiscalmente responsável o risco país caiu. A transição política com um governo de esquerda fiscalmente responsável sinaliza que a sociedade construiu certos consenso e que o conflito distributivo será disputado dentro de certas regras e certos princípios compartilhados.

No entanto, a queda do risco país não foi acompanhada pela queda do diferencial de juro real interno-externo. Em um regime de conta de capital relativamente aberta e câmbio flutuante este diferencial somente pode existir sob duas condições: se houver expectativa de desvalorização cambial – penso que foi o caso de 2003 até aproximadamente outubro de 2005 – ou forte política de acumulação de reservas e intervenção no câmbio.

A figura apresenta a decomposição da taxa pré-fixada real (deflacionada pela expectativa focus para a inflação) de ano em três fatias: juro real anual no mercado americano (libor de ano deflacionada pela expectativa de inflação produzida pela Universidade de Michigan); risco Brasil medido pelo EMBI; e o resíduo que é o diferencial de juro interno-externo livre de risco. Note que no segundo mandato de FHC, quando a flutuação do câmbio era mais pura, o diferencial era próximo de zero. Os juros elevados eram responsabilidade do elevado risco. Quando o risco cai, após a carta aos brasileiros e após as primeiras medidas do ministro Palocci, o diferencial de juros não cai na mesma medida. Um diferencial positivo de juros livre de risco somente se sustenta com acumulação de reservas, controle do mercado de câmbio ou se houver no mercado expectativa de que o câmbio se desvalorizará.

Abrir a economia não remedia desequilíbrios de um setor público insolvente. A insolvência do setor público em algum momento pressionará o risco, e, com ele, as taxas de juros. Para que consigamos encontrar um equilíbrio macroeconômico interno e externo com juros baixos será necessário aumentar a poupança pública para que a restrição orçamentária do setor público seja atendida. O ajuste do setor privado – desde que fique claro que o setor público não resgatará o setor privado sem impor pesadas perdas aos acionistas – ocorrerá naturalmente. Este será o tema final de minha exposição.

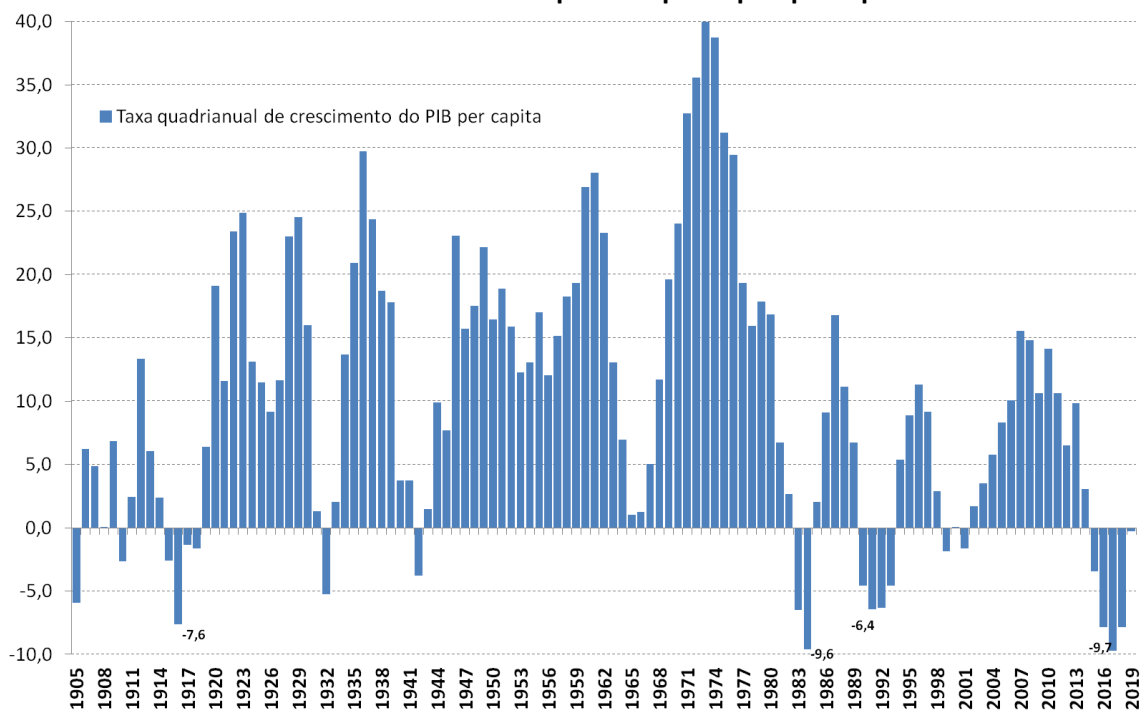
Ou seja, o diferencial de juro interno-externo não fechou após a queda do risco país no primeiro governo Lula pois a política de acumular reservas e em seguida diversos mecanismos de controle à entrada de capitais impediram essa convergência.

Chego ao terceiro item de nossa conversa. A figura apresenta as taxas quadrienais de crescimento do PIB per capita desde 1901. O gráfico foi construído com o cenário de crescimento em 2017 de 0,4% segundo as melhores previsões que temos no Ibre-FGV. Há quatro momentos muito difíceis para a economia brasileira. O primeiro foi o fim da paz-britânica com a eclosão da primeira guerra mundial, e todos os demais foram após a década de 70: a crise da dívida externa, 1981-1984, a hiperinflação brasileira, 1988-1991; e a crise atual, 2014-2017. O pior quadriênio da crise da dívida externa apresenta queda de PIB per capita de 9,6% ante 9,7% no pior quadriênio da atual crise, o quadriênio terminado em 2017. A maior persistência do atual episódio o diferencia do evento da primeira metade da década de 80, que apresentou rápida recuperação. Quando comparamos com a crise da hiperinflação brasileira o período atual tem igual persistência, mas queda bem mais expressiva. Ou seja, podemos afirmar que estamos no meio da mais profunda e persistente queda de PIB per capita desde o início do século passado.

Se tivéssemos boas estatísticas para o período do Império talvez tivéssemos que retroagir até a Regência para encontrar período tão difícil.

Como foi possível que uma economia que parecia, lá por volta de 2006 até 2010 (a The Economist com Cristo decolando é de novembro de 2009), ter encontrado o caminho do desenvolvimento sustentado, poucos anos após estar no meio de sua maior perda de produto per capita dos últimos 120 anos?

FIGURA: Taxas de crescimento do produto per capita para quadriênios



Os economistas heterodoxos em geral sustentam que a profundidade da crise se deve a quatro fatores: a desaceleração da economia mundial; a um choque de oferta negativo, a pior hidrologia em 2014; à operação lava jato; e ao ajuste fiscal promovido em 2015 sob a liderança de Joaquim Levy.

É inegável que a desaceleração da economia mundial explica parte do fenômeno. Mas a crise é doméstica. Não se vê mundo afora as economias passando pela pior depressão dos últimos 120 anos. Longe disto.

A crise energética afetou a atividade, mas duas observações cabem. Primeira, a pior hidrológica não foi tão elevada quanto se pensa. O evento de 2014 está no quinto inferior da distribuição. Trata-se, por exemplo, de fenômeno estatístico muito diferente do problema de abastecimento de água da região metropolitana de São Paulo, cuja probabilidade de ocorrência encontra-se no centésimo inferior da série histórica. Segundo, o problema foi agravado pela decisão do governo em deixar descontratadas as geradoras que não aderiram à antecipação do fim da concessão. O governo fez uma aposta muito arriscada – que a hidrologia seria positiva e, portanto, o preço no mercado spot nos dois anos restantes seria menor do que o preço que vigoraria no leilão em 2013. O governo especulou com São Pedro. A população pagou a conta e os acionistas das geradoras descontratadas agradeceram. Resumo da história, em grande medida a elevação do

preço da energia na crise hídrica é mais um dos inúmeros sinais do desastrado intervencionismo que vigorou na formulação da política econômica entre 2006 e 2014.

A operação lava jato (LJ) não tem nenhuma ligação direta com a piora econômica. A queda do investimento a partir do quarto trimestre de 2013 deve-se a outros fatores. Já volto a eles. A operação LJ tem repercussões sobre a política e, pode atrapalhar o processo de aprovação de medidas necessárias para arrumar a casa fiscal. É essa a ligação da operação LJ sobre a atividade econômica.

Finalmente acusar o ajuste fiscal de 2015 pelo aprofundamento da crise é quase desonestidade. A crise iniciou-se muito antes de Joaquim Levy assumir. Adicionalmente, para que a contração fiscal de 1,1 pp do PIB de 2015 explique uma parcela apreciável da crise teríamos que considerar multiplicadores fiscais muito elevados e de impacto instantâneo. O argumento da contração fiscal fica mais difícil pois em 2014 houve expansão fiscal de 2,2pp. Por que motivo a expansão fiscal não impediu que a economia desacelerasse em 2014 em relação a 2013 mas foi responsável por parcela apreciável da forte retração de 2015? Simplesmente não faz sentido.

O motor da crise foi a forte queda do investimento. Em 2017 o investimento será mais de ¼ menor do que o investimento em 2013. Minha hipótese é que a queda de investimento se deve à elevação do risco país, principalmente a partir de outubro de 2013, quando veio a público o resultado fiscal de setembro divulgado pelo Tesouro mostrando forte deterioração das contas públicas. Pela primeira vez em anos o tema da solvência do setor público voltou a ser um risco real. O salto civilizatório que parecia que tínhamos dado com a transição política em 2002 e com o reconhecimento do país ter um governo de esquerda fiscalmente responsável começa a ser desfeito. O capítulo final foi a perda do grau de investimento em 2015.

Além da enorme incerteza que o prenúncio da insolvência gera em toda a economia, o investimento caiu devido ao esgotamento de diversos programas que foram desenhados no âmbito da nova matriz econômica. Esses programas tinham como hipótese de que a capacidade financeira do setor público brasileiro – setor público em sentido abrangente, Tesouro Federal, Bancos Públicos e empresas estatais – era ilimitada.

Houve ano que os investimentos da Petrobrás respondiam por 10% de todo o investimento do país. Evidentemente quando a relação dívida-lajida da empresa atingiu 4 e, conseqüentemente, o prêmio de risco subiu, não foi possível manter o programa de investimento. A relação dívida-lajida subiu porque os investimentos não geraram caixa. Foram mal feitos. Com ou sem LJ uma petroleira com esse nível de investimento não consegue manter um ambicioso projeto de investimento.

O mesmo aplica-se, por exemplo, ao programa de modernização da indústria naval. Ele tinha como premissa que o BNDES teria capacidade ilimitada de financiar a juros negativos os estaleiros. Com o sem LJ os estaleiros reduziram muito suas ações em função do esgotamento da capacidade de financiamento do BNDES.

O programa minha casa minha supunha capacidade ilimitada do Tesouro Nacional de subsidiar aquisição de imóveis a juros negativos.

O esgotamento financeiro do Tesouro, do BNDES e das empresas estatais explica a queda do investimento. Fenômeno muito parecido com a queda do investimento na crise da dívida externa no início dos anos 80. A patologia era parecida: o II PND foi desenhado sob a hipótese

de capacidade ilimitada de financiamento externo. Quando os fatos negaram a hipótese entramos na depressão dos anos 80. Com a atual depressão não foi diferente.

As políticas intervencionistas também estimularam um forte surto de investimento no setor automobilístico para veículos de passageiro, com o programa Inovarauto, e no setor de veículos de carga, caminhões. Simultaneamente a incentivos para aumentar a capacidade produtiva havia uma política de desoneração tributária que produziu um ciclo de antecipação de aquisição de bens de consumo durável e bens de capital, no caso de caminhões. A nova capacidade produtiva maturou justamente quando a demanda encolheu em função do ciclo de antecipação da demanda.

A capacidade de investimento do setor sucroalcooleiro escolheu em função da frustração de geração de caixa de diversos investimentos desenhados no primeiro governo Lula – quando o setor era a menina dos olhos do governo – e tinham no seu plano de negócios que a política de preços da gasolina contemplaria uma CIDE cheia e uma política realista de preços. A desastrada política de tentar baixar a taxa básica de juros na marra promoveu a redução da CIDE e o controle de preços da gasolina. O setor sucroalcooleiro quebrou.

Assim o investimento esgotou pois o modelo adotado a partir de 2009 de sustentação do investimento em diversos setores com forte intervenção estatal esgotou-se. Foi o esgotamento do modelo que produziu a *débâcle* do investimento. Evidentemente o dirigismo estatal tem fôlego curto principalmente quando os programas são mal desenhados, mal executados e a poupança pública é baixa.

A queda da demanda agregada foi agravada pela queda da produtividade que acompanha a economia desde 2011 em função da piora do regime de política econômica que ocorreu desde 2006. A má alocação de recursos fez o crescimento potencial da economia despencar.

Assim, os principais elementos que distinguem a desaceleração da economia brasileira da experiência vivida pelos nossos pares latino americanos, por exemplo, foram três: a lenta e continuada queda da produtividade desde 2011, em função do excessivo intervencionismo; a queda profunda do investimento que ocorre a partir do quarto trimestre de 2013, em função da incerteza que o risco de insolvência do setor público produz; e a forte queda do investimento fruto do esgotamento do modelo.

Além desta componente estrutural a depressão brasileira teve fortíssimo componente cíclico. O processo de desinflação foi e está sendo ainda muito custoso. O ponto de partida foi muito ruim. Estávamos com taxa de desemprego abaixo da taxa natural, o que indicava que conviveríamos alguns trimestres com desemprego aumentando sem que houvesse qualquer pressão desinflacionária. Havia represamento de preços administrados de pouco menos de 20% o que colocou em um ou dois anos 5 pp na inflação. Era necessário ajustar o câmbio em função do elevadíssimo déficit externo de 2014. Finalmente a inflação rodava a quase 6,5% ao ano nos últimos cinco anos. A inércia era alta e a credibilidade do banco central era baixa. O ponto de partida sugeria que o custo da desinflação seria enorme, como, de fato foi e está sendo.

Passo agora para o quarto item de nossa conversa de hoje. O ajuste fiscal estrutural. Para avançar é necessário entender a natureza do problema: o gasto público real, deflacionado pelo deflator do PIB, tem crescido 1,5 pp por ano acima do crescimento do PIB nos últimos 25 anos. Durante um tempo foi possível atacar esse problema por meio de aumento da carga tributária,

seja a carga tributária legal, seja aumentos de arrecadação acima do crescimento do PIB em função da formalização da mão de obra, fenômeno claramente não recorrente.

FIGURA: Evolução da receita da União deflacionada pelo IPCA

Taxas de Variação (% Preços constantes (IPCA))	1998 - 2010	2011 - 2014
RECEITA TOTAL	6,8	2,4
RECEITA LÍQUIDA RECORRENTE	6,3	2,8
DESPESA TOTAL	6,5	5,6
PIB (deflacionado pelo deflator do PIB)	3,2	2,2

Os dados da tabela apresentam a evolução da receita da União e da despesa primária deflacionada pelo IPCA – os resultados mudam e são melhores mas não alteram o diagnóstico, se empregarmos como deflator o deflator do PIB – para dos períodos 1998-2010 e 2011-2014. Os dados são eloquentes: a queda da receita que houve no segundo período é totalmente compatível com a desaceleração do PIB. A fonte do problema fiscal é uma estrutura de gastos que requer crescimento real, faça chuva ou faça sol, de 6% real ao ano (ou 4,5% deflacionado pelo deflator).

O ajuste fiscal estrutural terá duas etapas. Na primeira a aprovação de uma série de medidas que ajustem nosso estado de bem-estar social à realidade da economia e, portanto, criem as condições para que a operação normal da economia não requeira crescimento do gasto além do PIB. Várias medidas foram tomadas em 2015: ajustem na pensão por morte, no auxílio defeso, no abono salarial e no seguro desemprego. Em 2016 tivemos a aprovação da PEC do teto e em 2017, se tudo caminhar bem, a reforma da previdência. Ajustes ainda devem ser feitos no abono salarial e são necessárias medidas administrativas que reduzam as fraudes de programas com auxílio doença, aposentadoria por invalidez, auxílio defeso, entre outros.

Quando essas iniciativas maturarem e quando a economia recuperar o crescimento mais forte, em 2018, descobriremos que o buraco fiscal deixou de ser cavado mas o buraco ainda é grande. Ele somente parou de aumentar. Penso dessa forma pois avalio que a elasticidade crescimento da receita é menor do que se imagina. Ela foi elevada na década passada em função do processo de formalização da mão de obra e não em função do processo de crescimento. Os modelos que estimam uma elevada elasticidade-atividade da demanda estimam uma correlação. A causa foi outra. Ou seja, o déficit primário estrutural é hoje maior do que o calculado pelas pessoas que não consideram o efeito da formalização da mão de obra sobre a arrecadação.

Teremos que passar, portanto, por uma nova rodada de aumento da carga tributária. Esta será a segunda etapa do ajuste fiscal estrutural. O atendimento da restrição orçamentária intertemporal requererá nova rodada de aumento de carga tributária.

O quinto ponto de nossa conversa hoje é a forma de gestão do câmbio e do risco país. Os economistas heterodoxos apreciam muito a forma como as economias asiáticas lidam com esse tema. Em geral são economias com conta de capital fechada – o processo de abertura da conta de capital ocorre quando atingem níveis elevados de desenvolvimento – que acumulam muitas reservas e controlam fortemente o câmbio.

Há um pequeno problema. As economias asiáticas poupam de 30% a 50% do PIB. Até hoje, o Japão, economia envelhecida, apresenta taxa de poupança superior à taxa de investimento em

2-3pp do PIB! O Japão gasta 10% do PIB com aposentadorias, para uma razão de dependência (população acima de 65 anos como fração da população em idade ativa) de 45%, ante o Brasil que gasta 13% para uma razão de dependência de 13%! Os economistas heterodoxos têm enorme dificuldade de entender as limitações que a escolha social impõe sobre o campo de escolha das políticas econômicas. Parte significativa dos erros de política econômica cometidos entre 2006 e 2014 deriva dessa incompreensão.

Se a poupança é baixa o custo de acumular reservas é elevado. Por outro lado, reservas elevadas, além do custo, tem um forte efeito negativo sobre o comportamento das empresas. Elevados níveis de reserva induz o setor privado a se expor mais do que o socialmente ótimo ao risco cambial pois há a percepção de que o setor público resgatará empresas que brincarem com o câmbio. Vimos este filme à larga após a crise de setembro de 2008. Diversas empresas assumiram riscos, totalmente incompatíveis com a sua atividade fim, sob a hipótese de que se algo desse errado o Tesouro os resgataria, aliás, com foi feito naquela oportunidade.

Sociedades que pouco poupam terão custo doméstico de capital mais elevado. O custo de capital será menor quanto maior for a capacidade de absorver poupança externa de forma segura. Como permitir que uma economia emergente de baixa poupança consiga absorver valores relativamente elevados de poupança externa sem correr risco de crise cambial? Este é o quebra cabeça que os formuladores da política macroeconômica adaptada às condições brasileiras têm que montar.

Uma alternativa foi a que perseguimos a partir de 2005: acumular expressivos estoques de reservas cambiais. A estratégia tem surtido efeito. Mesmo em momentos de muitas dificuldades temos convivido com risco país menores do que o que tivemos no passado. Assim, em princípio diria que nada devemos fazer. Carreguemos este caminhão de reservas, paguemos por ele, é o preço de nossos pecados passados.

Mas será que não podemos almejar mais? Lembremos, além de caras as reservas geram risco moral do setor privado. Ou seja, elas acabam, de quando em quando, gerando crises externas. Penso que há uma alternativa. Esta alternativa somente pode ser perseguida após resolvermos nossos problemas fiscais e ficar claro que solidez fiscal é um valor da sociedade. Que a sociedade está disposta a travar seu conflito distributivo sem tomar caminhos que desestabilize a solidez fiscal.

A Austrália tem convivido com déficits externos de 4,5% do PIB desde meados dos anos 80 e não enfrentou crises externas neste período. Não obstante não teve nenhum evento de crise externa até o momento. Como é possível?

A Austrália até meados dos anos 80 tinha a conta de capital fechada. Os juros internos eram maiores do que os juros internacionais e a taxa de poupança era uns 2 pp do PIB inferior do que a taxa de investimento. Na segunda metade dos anos 80 a Austrália decidiu liberalizar a conta de capital. O juro doméstico convergiu ao juro internacional e a taxa de poupança se reduziu. Consequentemente a déficit de transações que girava em torno de 2% do PIB elevou-se para 4,5% do PIB.

Esses movimentos ocorreram simultaneamente ao enfrentamento da América Latina da crise da dívida externa. Alguns economistas australianos quando viram os problemas de balanço de pagamento do país sugeriram que a Austrália estava caminhando na direção das economias

latino-americanas. Logo iriam experimentar crises de balanço de pagamentos. Houve um intenso debate. O argumento liberal alegava que déficit externo era uma relação contratual entre privados. Se as contas públicas estivessem em ordem, se ficasse claro que o câmbio era fluante e, portanto, que o risco cambial era privado, não havia problemas em haver déficit externo.

O consenso que se chegou é que é impossível haver crise cambial se: 1) o setor público for solvente; 2) se o câmbio for fluante; 3) se não houver descasamento de moeda no passivo externo líquido. Adicionalmente, se a conta de capital for aberta e o país atender a essas condições é muito difícil impedir que a moeda desse país passe a ser aceita como uma moeda conversível. Conversível no sentido de que haja mercados internacionais líquidos e profundos que emitam e transacionem títulos de dívida denominados em dólares australianos. E, de fato, a moeda australiana é conversível nesse sentido.

Assim, penso que resolvido o problema fiscal estrutural seria desejável que tentássemos buscar o modelo australiano: câmbio fluante, risco cambial é privado, maior abertura da conta de capital e tendência a internacionalização do real, e pequena posição de reservas. É esta a forma de gestão do câmbio em países de baixa taxa de poupança.

Com isso termino os pontos que creio sejam nosso aprendizado de política econômica no período posterior à estabilização da economia. Apesar das variedades de temas há um tema comum que perpassa os diversos assuntos tratados. Em muitos casos houve erros de política econômica pela incompreensão do formulador da política econômica da restrição que escolhas da sociedade exercem sobre o campo de escolha da política econômica. Este erro foi particularmente presente no período em que a formulação da política econômica ficou a cargo dos economistas heterodoxos, entre 2006 e 2014. Questão interessante é especular as razões que levam a escola de pensamento heterodoxa ter tanta dificuldade em entender as restrições às escolhas da formulação da política econômica dada pelas demais escolhas da sociedade. A resposta deve ter algum elemento de crença na capacidade da pressão política moldar a economia. Dito de outra forma, a incapacidade de perceber que o conteúdo positivo da economia enquanto campo do conhecimento é maior. É a crença na capacidade de construir mundo muitos diversos do que o que nos coube viver e que se houver vontade política suficiente o mundo diverso pode ser construído.

Entendo esta tendência ao pensamento mágico ou utópico dos economistas heterodoxos. Ela não é incomum aos extremos do espectro político, à esquerda e à direita. O que tenho mais dificuldade de entender é o esforço que a heterodoxia tem feito recorrentemente em contornar o Congresso Nacional. Boa parcela das ações da heterodoxia ao longo do período do petismo no governo foi criar formas de aumentar a despesa pública sem que os gastos passem por dentro do orçamento. O BNDES é o exemplo mais claro dessa tendência. As pedaladas fiscais constituem um exemplo extremo e criminoso dessa tendência da heterodoxia brasileira em tentar governar contornando o Congresso Nacional. A ideologia mediana do Congresso Nacional é de centro direita. Os economistas heterodoxos e os políticos petistas escolheram de certa forma passar por cima da política, visto a diferença ideológica entre o partido do titular do executivo nacional e a ideologia mediana do Congresso Nacional. Foi quando começamos a passar por cima da política na formulação da política econômica que começamos a cavar o buraco no qual nos metemos. Que fique claro: a política não é a fonte de nossos problemas. A

política entregou o ajuste fiscal de 1999. A política entregou o ajuste da economia em 2003. A fonte de nossos problemas foi principalmente os economistas heterodoxos não reconhecerem a natureza das restrições à formulação da política econômica e acreditarem no intervencionismo mofado adotado a partir de 2006.

A maior lição que fica para a formulação da política econômica no período posterior à estabilização é que não devemos nunca como profissionais de economia subscrever caminhos que contornem a política e, portanto, o eleitor. O estado democrático e de direito demanda que o formulador da política econômica sempre mantenha o cidadão totalmente ciente dos custos e benefícios das escolhas por ele formuladas e que sempre aposte na política como o instrumento de gestão de forma civilizada de nosso conflito distributivo. Caso contrário colheremos inflação, a pior forma de gestão do conflito distributivo depois da guerra civil.