

pensando o Brasil



Repensando a Crise¹

CARLOS LUQUE (*)
SIMÃO SILBER (**)
ROBERTO ZAGHA (***)

Estamos no meio de um colapso econômico: crescimento zero em 2014, menos 3.8% em 2015, e menos 3.3% em 2016. Não há melhoria em vista. O FMI prevê crescimento de 0.5% em 2017 e 2% a partir de 2021. Estas são taxas extraordinariamente baixas para uma economia cuja renda *per capita* é apenas 12% da americana, com muito caminho pela frente para alcançar economias mais avançadas. Estas taxas de crescimento fazem com que somente em 2021 o PIB volte ao mesmo nível de 2014. Dado o aumento populacional, o brasileiro recuperará o nível de renda de 2014 em 2026. A dívida pública, 60% do PIB em 2014 e 78% em 2016, vai chegar a 93% do PIB em 2021. Um pesadelo.

O governo e muitos economistas veem no fisco a causa desta situação. Déficits altos colocam a dívida pública numa trajetória insustentável. Esta enfraquece a confiança essencial à inversão privada e ao crescimento econômico. A ambição da emenda do teto, aprovada recentemente, é de resolver tanto o problema do crescimento insustentável da dívida pública como o problema da falta de crescimento do PIB.

A realidade é mais sutil. Por várias razões a reforma constitucional não poderá cumprir suas promessas. O mais provável é que irá prolongar a falta de crescimento e piorar a crise. A emenda assume que contrações fiscais são expansionistas até mesmo numa recessão. Contrações fiscais reduzem as expectativas de tributação futura,

e assim aumentam os retornos esperados no futuro. Isto levaria os empresários a aumentar as inversões no presente. Mas não é realista esperar que empresários com capacidade ociosa estejam no futuro dispostos a aumentar ainda mais esta capacidade. Esta intuição fundamental da Teoria Keynesiana se revelou correta numa variedade de situações e contextos. E estudos recentes do FMI demonstraram que a teoria de contrações fiscais expansionistas não tem fundamento teórico ou empírico. Por último: estudos recentes (Eichengreen e outros) mostram que os casos nos quais a relação dívida/PIB se reduz através de superávits primários são excepcionalmente raros. A relação Dívida/PIB pode ser reduzida muito mais rapidamente através do crescimento econômico.

A segunda razão é que as iniciativas do governo nada fazem para reduzir fraquezas estruturais. Entre 1950-80 o PIB cresceu à taxa excepcional de 7.3% ao ano – uma das mais altas do mundo. Desde 1980 a renda *per capita* da Coreia aumentou 6 vezes; a da China, 17; a da Índia, 4; a da Indonésia, 3, enquanto a do Brasil aumentou apenas 44%. Este atraso é o resultado de fraquezas estruturais desenvolvidas desde 1980: investimento baixo, economia “desglobalizada” com importações e exportações caindo em relação ao PIB, e desindustrialização acelerada. A inversão na infraestrutura, 8% a 10% na China e na Índia, chega a apenas 2% no Brasil. Nada no programa do governo corrige estas tendências.

Terceiro, o fato de o país ter problemas fiscais não significa que a solução seja fiscal. Num artigo recente no *Jornal O Globo*, Edmar Bacha refere-se à magnitude dos desequilíbrios fiscais brasileiros. Apesar de preocupantes, um déficit primário de 2% do PIB, uma dívida pública bruta de 78% do PIB e uma dívida líquida de 45% do PIB (i.e., descontadas as reservas internacionais e os empréstimos dos bancos públicos, e.g. BNDES, ao setor privado) fazem do Brasil um país com desequilíbrios fiscais modestos. O tratado de Maastrich que guia as políticas fiscais europeias preconiza um déficit não maior do que 3% do PIB e uma dívida pública não maior do que 60% do PIB. A maioria dos países europeus tem dívidas públicas brutas e líquidas

bem maiores em relação ao PIB: Alemanha – 75% e 50%; França – 95% e 87%; Japão – 249% e 126%; Estados Unidos – 104% e 80% de seus respectivos totais. O déficit primário de 2% do PIB do Brasil poderia ser facilmente absorvido não fossem os juros sobre a dívida pública de 8% do PIB. Um déficit primário modesto em circunstâncias normais transforma-se num déficit de 10% do PIB. E, com o PIB em declínio, um problema solucionável transforma-se em crise.

Finalmente, a emenda do teto acrescenta uma regra às já existentes com a admissão implícita de que as regras existentes não funcionaram. A partir de 1988, a Constituição Federal instituiu três instrumentos centrais de planejamento fiscal: Lei de Diretrizes Orçamentárias, Orçamentos Anuais e Planos Plurianuais, e a Lei de Responsabilidade Fiscal em 1999. Estes instrumentos de planejamento já são previstos pela Constituição. A emenda do teto coloca na Constituição o limite de gastos quando, se julgamos essa medida necessária, existem já os instrumentos previstos pela própria Constituição. Se não acreditarmos em Leis que a Constituição define como acreditar na própria Constituição?

Ao assumir que a origem dos problemas econômicos do Brasil é exclusivamente fiscal, o governo ignorou problemas estruturais graves. O país precisa muito mais do que contenção fiscal. Precisa de políticas econômicas que pos-

sam restaurar o crescimento da indústria e das exportações (uma taxa de câmbio real competitiva e estável, controles sobre fluxos de capital especulativos, redução de barreiras tarifárias), que reduzam o enorme déficit de infraestrutura (investimentos públicos em infraestrutura fora das metas fiscais, i.e. a “regra de ouro” de política fiscal adotada na Alemanha no passado), correção dos mecanismos inerciais de inflação (uma regra mais realista para a indexação de salários), e que façam do crescimento o objetivo central da política econômica (incluir o crescimento no mandato do Banco Central, reduzir gradualmente as taxas de juros, introduzir metas fiscais ajustadas ao ciclo econômico, eliminar o crédito subsidiado do BNDES e outros bancos públicos). É um programa complexo. Nada que não possa ser implementado por uma equipe de economistas esclarecidos como aquela que atuou no Brasil no Plano Real.

1 Artigo publicado anteriormente em *Valor Econômico*, 06/01/2017: <<http://www.valor.com.br/opiniaio/4827918/repensando-crise>>.

(*) *Professor da Faculdade de Economia e Administração da USP e presidente da Fipe.*
(E-mail: cluque@usp.br).

(**) *Professor da FEA-USP.*
(E-mail: sdsilber@usp.br).

(***) *Ex-Secretário da Comissão sobre o Crescimento e o Desenvolvimento e diretor para a Índia, do Banco Mundial.*
(E-mail: nzagha@gmail.com).

O Remédio se Tornou Doença

CARLOS LUQUE (*)
SIMÃO SILBER (**)
ROBERTO ZAGHA (***)

Entre 1950 e 1980, a renda *per capita* do brasileiro aumentou 400%. Nos 36 anos seguintes, o aumento foi de 44%. A economia brasileira passou de 30 anos de crescimento excepcional para 36 de crescimento medíocre. Paradoxalmente, nestes 36 anos, o Brasil desenvolveu uma das agriculturas mais produtivas do mundo, uma indústria aeronáutica competitiva internacionalmente e um setor petrolífero reconhecido pela sua sofisticação tecnológica. O país eliminou a fome, universalizou o ensino fundamental, criou um sistema de seguridade abrangente e modernizou suas instituições: um Banco Central independente, processos orçamentários transparentes e a Lei de Responsabilidade Fiscal. E nos anos 90, o Brasil resolveu dois problemas macroeconômicos extremos: endividamento externo insustentável e hiperinflação crônica.

Estes avanços foram insuficientes. De dinâmica e pujante, a economia brasileira tornou-se anêmica. Pior ainda é a mediocridade de suas perspectivas. Estudos recentes do FMI, do Banco Santander, de Bacha e Bonelli e do Banco Central

do Brasil concluem que a **capacidade** de crescimento da economia caiu a 2 por cento *per capita* ao ano. Esta é a taxa de crescimento de longo prazo da renda *per capita* nos países avançados. A implicação é que a renda *per capita* do brasileiro não só caiu de 16% da renda *per capita* do americano em 1980 a 12% em 2016, mas também que a renda *per capita* do brasileiro nunca alcançará os padrões de vida dos países avançados. Os sonhos modernizantes de Getúlio Vargas, de Kubitschek e outros líderes nacionais não serão realizados. Nas palavras de Edmar Bacha, nossa economia está enferma. Gravemente enferma. O que aconteceu?

Janet Yellen, presidente do Banco Central dos EUA e uma das economistas teóricas mais brilhantes de sua geração nos dá a resposta. Numa palestra em outubro de 2016, dedicada a questões macroeconômicas a serem pesquisadas levantadas pela crise de 2008, Yellen perguntou: "*Haverá circunstâncias nas quais mudanças na demanda agregada podem ter efeitos significativos e persistentes sobre a oferta agregada?*". A maioria dos economistas responderia: a oferta

agregada é determinada pelo estoque de capital e recursos humanos, fixos no curto prazo, portanto, independente da demanda agregada. A recuperação lenta das economias americana e europeia depois da crise de 2008 e a experiência da economia brasileira nos forçam a repensar esta resposta. Estudos da economia americana mostram que o crescimento de longo prazo se reduz com quedas, mesmo temporárias, da demanda agregada. Os economistas chamam este fenômeno de *histerese*. Como traumas cujos efeitos perduram por uma vida inteira, os sistemas socioeconômicos têm memória.

A intuição é simples: operários desempregados durante longos períodos perdem a competência adquirida durante anos de prática e serão menos produtivos no futuro. Austeridade fiscal para os programas de nutrição e escolaridade infantil terão efeitos por décadas. Pesquisas de economistas como James Heckman, prêmio Nobel de 2000, mostram que carências nutricionais e educacionais nos primeiros 3 anos de vida reduzem severamente a produtividade e oportunidades das crianças na idade adulta. O

engenheiro recém-formado que se torna taxista por falta de emprego vai perder seus conhecimentos técnicos. Capacidade ociosa leva empresas a reduzir seus investimentos e assim reduzir a capacidade de produção futura da economia. A apreciação e a instabilidade cambial fecham indústrias, até as altamente produtivas. A falta de investimentos em infraestrutura diminui o crescimento do estoque de capital e a capacidade futura da economia. Em suma, o modelo econômico no qual a produção cai quando a demanda cai, mas facilmente volta a subir quando a demanda retorna é um modelo, não realidade. Quedas persistentes da demanda destroem para sempre a capacidade produtiva da economia e afetam sua trajetória futura.

O controle da demanda agregada é um dos fundamentos de uma boa gestão da macroeconomia e frequentemente governos devem intervir para “*esfriar*” ou “*aquecer*” a economia. Estas intervenções são necessárias para reduzir a diferença entre o PIB potencial e o efetivo e manter a estabilidade da economia. Um PIB acima (abaixo) do potencial requer políticas fiscais e monetárias que reduzam (expandam) a demanda agregada. Estas políticas de estabilização são comuns nos países industrializados. Nos anos que seguiram a introdução do Plano Real, a contenção da

demanda agregada foi necessária para a transição de uma economia com inflação de 2.500% em 1993 para uma com inflação baixa.

Mas o Brasil parece ter ignorado que juros altíssimos, taxas de câmbio sobrevalorizadas e instáveis, e cortes nos gastos de infraestrutura são políticas de contenção de demanda que devem ser *temporárias*, 2-3 anos no máximo. Mantidas por mais tempo, mais de 15 anos agora, estas políticas acabam provocando contração da oferta agregada tanto no curto como no longo prazo. Não é só a geração presente que pagará o preço de políticas mal concebidas, mas também as gerações futuras.

O Brasil sempre foi o país do futuro. As políticas econômicas atuais, mecânicas e sem inspiração, asseguram que este futuro nunca virá. Para milhões de brasileiros isto significa uma tragédia silenciosa de desemprego, dificuldades financeiras e oportunidades perdidas. As políticas econômicas, as dos últimos 15 anos e as atuais, ignoram o enfraquecimento estrutural da economia (desindustrialização, desglobalização, descapitalização), tomam aumentos fortuitos dos preços internacionais de produtos agrícolas e matérias-primas como prova de boas políticas econômicas, celebram um investimento estrangeiro

imaginário, se regozijam de taxas de crescimento decepcionantes e, no passado recente, nos deram a entender que a situação fiscal estava sob controle quando o fato é que a dívida pública, de 78% em 2016, vai chegar a 93% do PIB em 2021 de acordo com o FMI. O Brasil precisa reencontrar a ambição que norteou seus 30 anos de crescimento excepcional. Acima de tudo, precisa reconhecer a realidade econômica atual, e repensar sua estratégia econômica com a clareza, a criatividade e a originalidade demonstradas durante o Plano Real.

1 Artigo publicado anteriormente em *Valor Econômico*, 17/03/2017: <<http://www.valor.com.br/opiniaio/4902754/o-remedio-se-tornou-doenca>>.

(*) Professor da Faculdade de Economia e Administração da USP e presidente da Fipe.

(E-mail: cluque@usp.br).

(**) Professor da FEA-USP.

(E-mail: sdsilber@usp.br).

(***) Ex-Secretário da Comissão sobre o Crescimento e o Desenvolvimento e diretor para a Índia, do Banco Mundial.

(E-mail: nzagha@gmail.com).

A Economia Brasileira Não Deve Parar

CARLOS LUQUE (*)
SIMÃO SILBER (**)
ROBERTO ZAGHA (***)

Após 30 anos de crescimento excepcional, a partir de 1980 a economia brasileira parou. Episódios de crescimento alto: 8% em 1985-86, ou 7.5% em 2010, foram efêmeros. O que o país perdeu a partir de 1980 foi a capacidade de *manter* taxas altas por décadas. Esta capacidade permitiu ao país quadruplicar sua renda *per capita* entre 1950 e 1980. Tivesse esta capacidade se mantido, a renda do brasileiro teria sido hoje metade da americana, em vez de 12%. Perder esta capacidade não foi acidente. Foi consequência de políticas que desindustrializaram, desglobalizaram e descapitalizaram o país.

Nos anos 80 e 90 o Brasil teve que lidar com uma dívida externa insustentável e episódios de hiperinflação. O longo prazo perdeu importância frente à necessidade de estabilizar a economia, somente conseguida em meados dos 90 por meio da reestruturação da dívida externa e do Plano Real. Em 1999, turbulências financeiras internacionais levaram o governo a introduzir o tripé da política macroeconômica que permanece até hoje: superávits primários, metas de inflação e taxas de câmbio flu-

tuantes, assim flexibilizando parâmetros rígidos do Plano Real. Um controle sofisticado da demanda agregada, o tripé nunca foi nem pretendeu ser uma estratégia de crescimento. Superávits primários reduzindo investimentos em infraestrutura, metas de inflação através de taxas de juros altíssimas e taxas de câmbio apreciadas e instáveis, instrumentos poderosos para estabilizar a economia no curto prazo, foram adotados como políticas permanentes. E assim prejudicaram a indústria e as exportações de manufaturados, reduziram a capacidade produtiva do país e acabaram contraindo a oferta agregada. Boas políticas econômicas não são boas para sempre; as más de hoje são as boas de ontem.

Uma estratégia de crescimento rápido e sustentado exige reformas. Propomos dez reformas urgentes, numeradas a seguir. O crescimento industrial orientado às exportações deve ser o alicerce de uma estratégia de crescimento acelerado de longo prazo. Os últimos anos são uma demonstração trágica do custo da dependência na demanda interna. O crescimento industrial orientado às exportações

requer (1) uma taxa de câmbio real competitiva e estável. Seria desejável começar com (1.a) uma taxa de câmbio suficientemente depreciada reduzindo assim o risco de perda de controle do câmbio e criando um seguro contra choques externos e (1.b) o compromisso do governo em manter a taxa competitiva em termos reais.

Este compromisso pode ser concretizado através de (2) uma expansão no mandato do Banco Central, agora exclusivamente anti-inflacionário, para incluir o crescimento econômico e emprego, como é o caso dos bancos centrais dos EUA, China e Índia. Este mandato fará com o que o Banco Central seja mais sensível ao nível da taxa de câmbio.

Será necessário (3) reduzir a taxa de juros o que reduzirá idas e vindas de capital especulativo, causa de instabilidade da taxa de câmbio. Taxas de juros mais baixas trarão um alívio fiscal importante. Os juros são um item muito importante da despesa pública. Juros mais normais também permitirão (4) a eliminação gradual das linhas de crédito subsidiadas do BNDES e outros.

Mas será também necessário (5) tomar medidas diretas para limitar a entrada de capital especulativo. Como Delfim Netto nos lembrou numa coluna recente, o setor financeiro deve servir à economia real, não o contrário. A livre entrada de capital especulativo fez com que o Banco Central perdesse autonomia monetária e a taxa de câmbio se transformasse no preço de um ativo financeiro. O mundo financeiro pode absorver flutuações destrutivas da economia real.

Estas reformas permitirão melhor integração na economia mundial se complementadas por (6) um regime de importações mais transparente e aberto. Isso significa eliminar restrições quantitativas como exigências de conteúdo local, e reduzir tarifas de acordo com um programa pré-anunciado e gradual de maneira a chegar em 5-7 anos aos níveis de tarifas vigentes nos países mais abertos.

O Brasil precisa de infraestrutura. O programa de concessões é insuficiente em relação às necessidades. Na “regra de ouro” de finanças públicas impostos financiam gastos correntes enquanto a dívida pública financia gastos que beneficiarão as gerações futuras (que pagarão estas dívidas). (7) A adoção desta regra e taxas de juros internacionais baixas criariam a oportunidade de um endividamento público dedicado à infraestrutura, que deveria ficar fora das metas fiscais. O risco cambial associado ao endivi-

damento externo será reduzido por uma taxa de câmbio depreciada.

O país necessita corrigir a situação fiscal na base de avaliações técnicas de custo/benefício dos vários programas, não através da PEC241 que não entra no detalhe dos gastos. E, (8) introduzir metas fiscais ajustadas pelo ciclo econômico. Isto evitaria políticas fiscais contracionistas quando a economia está em recessão, o caso de hoje, e políticas fiscais expansionistas quando a economia já está em expansão.

As regras que determinam o salário mínimo estão divorciadas do comportamento da produtividade do trabalho. (9) Reduzir a inflação de custos requer alinhar os aumentos do salário mínimo real na base do aumento do PIB *per capita*, não do PIB como calculado atualmente. Ajustes do salário nominal podem ser feitos na base da meta de inflação, corrigidos a cada 2 ou 3 anos pela diferença entre a meta de inflação e a realizada. Isto reduzirá a inflação de custos e também a taxa de crescimento dos gastos da previdência, agora inflada por aumentos do salário mínimo em movimentos divorciados da realidade.

Estas nove medidas aumentarão a oferta agregada, mas é possível que no curto prazo também aumentem a taxa de inflação. Portanto, (10) um alargamento o durante os próximos 2 ou 3 anos da banda ao redor da meta de inflação per-

mitiria levar em conta a incerteza associada ao impacto de mudanças radicais.

Em março deste ano, o ministro Meirelles fez uma apresentação sobre a PEC241 e a reforma da Previdência, reiterando que estas reformas trarão o crescimento. A teoria e a experiência econômica contradizem esta convicção. O mais provável é que a economia brasileira continuará com taxas de crescimento medíocres e que a dívida pública em relação ao PIB continuará a aumentar. Esta dívida, 78% em 2016, vai chegar a 93% do PIB em 2021 de acordo com projeções do IMF. Uma nova abordagem é necessária.

1 Artigo publicado anteriormente em *Valor Econômico*, 11/04/2017: <<http://www.valor.com.br/opiniaio/4934124/economia-nao-deve-parar>>.

(*) *Professor da Faculdade de Economia e Administração da USP e presidente da Fipe.*
(E-mail: cluque@usp.br).

(**) *Professor da FEA-USP.*
(E-mail: sdsilber@usp.br).

(***) *Ex- Secretário da Comissão sobre o Crescimento e o Desenvolvimento e diretor para a Índia, do Banco Mundial.*
(E-mail: nzagha@gmail.com).