

PAINEL I

CONJUNTURA ECONÔMICA

COMPOSIÇÃO DA MESA

Presidente

Carlos Roberto Azzoni, professor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – FEA/USP

Expositores

Dionísio Dias Carneiro, professor de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC/RJ

Juarez Rizzieri, diretor presidente da Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas da Universidade de São Paulo – FIPE/USP

Carlos Roberto Azzoni

Boa-tarde a todos. Nesses nossos encontros, temos debatido muito assuntos de longo prazo: problemas regionais estruturais, crescimento regional, desigualdade de renda; enfim, são problemas havidos como estruturais. Mas a estrutura é feita de uma sucessão de conjunturas. Já que queremos fazer uma grande caminhada – e toda grande caminhada tem que ter o primeiro passo, que depende muito das situações do momento – é fundamental que ouçamos os dois especialistas, inicialmente professor Dionísio e depois professor Juarez, sobre esse assunto. Nosso painel terá duração de 40 minutos, e após cada um dos expositores teremos tempo para perguntas da platéia.

Dionísio Dias Carneiro

Para falar da conjuntura brasileira atual, vou pedir a paciência dos senhores e recuar um pouco no tempo, para poder me dirigir a um problema concreto que, vejo, constitui o principal desafio da conjuntura econômica atual, que é precisamente superar inconsistências de política econômica, que se refletem, de alguma forma, no desequilíbrio interno, ou seja, de poupança, investimento, desequilíbrio fiscal; e no desequilíbrio externo, na fragilidade externa do País. O grande desafio da atual conjuntura é o País poder voltar a crescer, sem um agravamento dos fatores de instabilidade que caracterizaram o passado.

Meu roteiro é o seguinte: primeiro, vamos ver um pouco das experiências de crescimento e de instabilidade econômica do pós-guerra. Minha tese central é, simplesmente, que tivemos uma instabilidade crescente por trás da diminuição da taxa de crescimento que o País pôde conseguir. Em segundo lugar, que as inconsistências intertemporais manifestas na inflação e na fragilidade externa foram a expressão dessa instabilidade do crescimento brasileiro. Em terceiro lugar, vamos examinar, rapidamente, qual foi a consequência dessas manifestações em termos de inflação e fragilidade externa.

É que, depois da estabilização, uma aversão ao risco, de parte do governo, de parte dos investidores, impediu a solução de problemas na área de indexação, teve consequências na política de juros e impede ou dificulta a equação dos problemas de financiamento do setor público. Os desafios pós-desvalorização são, então, o nosso tema conjuntural propriamente. Vou examinar as consequências do quadro atual para a política econômica e falar um pouco sobre cenário.

Quando visualizamos a evolução das taxas de crescimento do produto brasileiro, desde 1948 ou 1949, até uma taxa estimada para 1999, ou seja, quando se olha do ponto de vista de um prazo mais longo do pós-guerra, observa-se, em primeiro lugar, que a tendência manifesta entre o final da década de quarenta e o final da década de sessenta (ou início da década de setenta), que poderia ser encarada como uma tendência de crescimento maior, na qual houve crescimento médio da ordem de 7,6% do produto, foi interrompida depois da crise do petróleo.

A crise do petróleo não só redundou em uma queda da taxa de crescimento do produto, como também provocou uma instabilidade muito grande desse crescimento; e essa instabilidade, na realidade, teve duas etapas. Uma imediatamente depois da crise, caracterizada pela idéia de que se tinha financiamento, de alguma forma, para permanecer no mesmo modelo, na mesma estrutura de crescimento que havia anteriormente; e que o problema era apenas superar a questão relativa aos fluxos internacionais de capital, que ficaram perturbados pela inflação e pelo aumento da taxa de juros no primeiro mundo. Foi essa a fase de acumulação do endividamento externo e da aceleração da taxa de inflação. Aqui ainda havia a ilusão de que um pouco mais de inflação poderia resolver aos poucos, ainda que temporariamente, o problema de crescimento.

No final da década de oitenta e início da década de noventa, ficou claro que essa instabilidade se revela, a longo prazo, com uma diminuição da taxa média de crescimento do PIB, de 7,6% para menos de 3% anuais, e por um aumento da variação desse crescimento, ou seja, do coeficiente de variação, da relação entre o desvio padrão desse crescimento e a média do crescimento; e, finalmente, que as questões relativas à estabilidade não seriam necessariamente antagônicas à questão relativa ao crescimento.

A segunda consequência dessa instabilidade foi o comportamento da inflação. Temos, então, as etapas da aceleração da inflação nos anos sessenta, depois entramos numa fase de inflação menor até o choque do petróleo, seguindo-se a aceleração da inflação novamente, vindo a aproximar-se de características hiperinflacionárias, até 1994.

O terceiro elemento dessa instabilidade diz respeito à taxa de câmbio real. Eu peguei o que considero o pior indicador da taxa de câmbio real nesse período, por todas as razões, que é a taxa de câmbio real deflacionada pelo Índice Geral de Preços da FGV e inflacionada pelo Índice de Preços ao Consumidor nos EUA, para olhar o que aconteceu com a taxa de câmbio, nesse período, também com essa visão de longo prazo.

O que aconteceu é que se tem, em primeiro lugar, uma mudança de regime cambial a partir de 1960, com indexação do câmbio virtual a partir de 1968; uma menor instabilidade da taxa de câmbio, situando-se num patamar irreal, de hoje, em torno de R\$ 1,50; uma taxa de câmbio mais instável, num período de alta inflação dos anos oitenta, que atinge píncaros, em dinheiro de hoje, de mais de R\$ 2,50, calculados por esse índice, e que na realidade sofre transformações muito rápidas, que são virtualmente um desafio para qualquer projeto na área de comércio exterior ou que venha a substituir importações.

O desafio de hoje, nesses termos, é conseguir fazer uma recuperação do câmbio. Mesmo em termos de índice menos favorável, a taxa de câmbio real estaria mais ou menos em torno de R\$ 1,30, nesse período de 94 a 96, e com um índice mais favorável estaria numa média de R\$ 1,20, mais ou menos. A taxa de câmbio média deste ano é alguma coisa como R\$ 1,75. Isso permite que comparemos não só os níveis reais de câmbio ao longo da história recente, mas também a grande oscilação no câmbio real, que tem implicações sobre projetos.

Em resumo, o que resulta dessa instabilidade? A moral da história é que a taxa de crescimento do PIB cai ao longo do tempo, nesse período; e a variabilidade do PIB é, em média, maior do que no período antes da crise do petróleo. O grande fracasso do programa de estabilização nesse período foi, exatamente, não conseguir reduzir a variabilidade do nível de atividade. E com o nível de atividade muito variável, grande parte dos benefícios que são associados à baixa inflação, para tomada de decisão sobre investimento e poupança, diminui; toda a racionalidade na alocação de poupança e a programação de investimento, seja de famílias, de fundos ou de instituições, fica prejudicada exatamente pela instabilidade da economia real.

O grande milagre brasileiro foi que praticamente se passou de uma taxa de inflação média, digamos, de 28% ao ano, entre 1948 e 1973, para uma taxa de inflação média de mais de 1.000% ao ano, entre 1986 e 1994, com praticamente o mesmo coeficiente de variação; ou seja, a taxa de inflação aumentou a sua variabilidade – portanto, sua dificuldade de previsão, que é o que interessa para a tomada de decisões intertemporais – com um aumento muito grande da variabilidade absoluta, mas muito pequeno da variabilidade relativa.

E o outro milagre é que caiu a taxa de inflação no período de 1995 em diante, baixando muito pouco o seu coeficiente de variação; ou seja, a previsibilidade da inflação em termos absolutos

melhorou muito – isso já é um benefício enorme para poupança e investimento –, mas a variabilidade relativa aumentou muito pouco.

O desafio que se tem pós-desvalorização é saber se é possível gerar crescimento sem aumentar o nível de instabilidade, porque nós conseguimos gerar maior estabilidade de preços sem reduzir de forma visível a instabilidade do setor real. O segundo grande problema é como garantir a eficiência, ou seja, que efetivamente se possa usufruir dos benefícios de ter uma economia com uma inflação menor – e que, portanto, pode enxergar melhor preços relativos e alocar melhor seus recursos –, sem que isso implique aumento da desigualdade, porque a desigualdade aumenta a tensão social, que causa o mesmo tipo de incerteza nos programas de poupança das famílias ou das empresas. E, finalmente, saber como se pode preservar a abertura econômica, sem aumentar a fragilidade resultante da exposição à economia internacional.

Esses são os problemas que se terá de solucionar, depois de resolvido o desafio de flexibilização da taxa de câmbio sem ter um surto inflacionário incontrollável. Quais são essas dificuldades da inflação futura? É claro que sem ter um programa de estabilização, sem ter uma estratégia de política monetária que consiga gerar inflação baixa, não se consegue substituir o sistema de fixação de câmbio, de administração de taxa de câmbio.

As dificuldades dessa inflação futura podem ser resumidas em quatro pontos. O primeiro é que a estratégia de metas não é capaz de garantir limite menor de juros a curto prazo; seu grande benefício é garantir um teto menor para os juros a prazo maior, mas não a curto prazo.

O segundo é manter a confiança no financiamento e superar interpretações como a que toma por base uma gradação de países do ponto de vista de risco de investimento direto, que foi o que despertou a idéia de que o Brasil poderia ter piorado em termos de risco, quando na realidade ele perdeu uma colocação para a Inglaterra, como segundo lugar na preferência dos investidores.

O terceiro é que a volatilidade financeira continua elevada, e quando isso ocorre o perigo de inflação continua. O quarto é que é preciso fazer mudanças na indústria de fundos de investimentos – mudanças começaram a ser feitas duas ou três semanas atrás –, como requisito da remonetização da economia. A volatilidade real não melhorou e temos como grande dificuldade imediata, hoje, um abuso do otimismo que foi gerado com o baixo nível de repasse, com a oscilação cambial depois de fevereiro.

Quais são, então, os fatores de instabilidade que a conjuntura aponta? Em primeiro lugar, permanecemos num clima de instabilidade fiscal. Essa é a causa interna talvez mais importante. E a razão do clima de instabilidade fiscal é a percepção de que toda a oportunidade para financiar o governo será usada para maior endividamento. Ou seja, não se tem uma percepção de mudança efetiva de regime fiscal.

Segundo, há dúvidas quanto ao novo regime de política monetária. Na realidade, acho que o governo teve muita sorte e muita habilidade em conseguir anunciar um regime de política monetária de metas inflacionárias, que é um regime que contempla, na sua essência, a preocupação com o excessivo nível de oscilação da atividade econômica. A dúvida não é quanto à eficácia do novo regime; é pelo fato de que o regime de política monetária já mudou três vezes, depois do Real. O Real começou com um regime de metas monetárias, com uma percepção de radicalismo fiscal; num segundo momento, em 1995, passou para metas monetárias flexíveis, com deslizamento cambial incerto, sem uma regra para o câmbio; e num terceiro, a partir de 1996, tivemos metas cambiais com frouxidão fiscal, com o aumento das necessidades de financiamento.

Quanto aos fatores externos de instabilidade, os mais importantes, evidentemente, são os choques que podem vir não só da Argentina como da percepção de risco de diminuição de atividade no comércio internacional, por conta de uma freada maior na economia americana.

A grande diferença do regime de política monetária de hoje e da forma que o governo pode contar para enfrentar a questão da instabilidade do nível de atividade pode ser resumida com base no que seja, talvez, o indicador mais importante de conjuntura, de nível de atividade de curto prazo, que se possa usar, que é o índice de produção industrial do IBGE, um indicador de produção física.

Tomamos o comportamento trimestral desse indicador da conjuntura, entre 1976 e 1999, filtrando esses dados para separar as oscilações de curtíssimo prazo das oscilações de prazo maior e resumindo-os num gráfico, numa forma de tendência oscilatória, separando o que pode ser tido como uma espécie de ciclo de médio prazo na economia.

O que é que a política monetária de curto prazo pode fazer? O que nós aprendemos em macroeconomia, a partir dos anos setenta, é que a política de curto prazo é muito impotente para reduzir essa oscilação média, que é uma oscilação mais ou menos de um ciclo de oito anos. A política macroeconômica de curto prazo não consegue mexer nessas oscilações. Elas têm raízes mais estruturais, em ciclo de investimento; têm raízes estruturais em tipo de formação de capital que se faz, em padrão de desenvolvimento regional, em ocupação de fronteira, em ciclo de comércio internacional, em preços, em fase de absorção de tecnologia, enfim, em uma série de coisas que não têm a ver com a condução de curto prazo.

O pior erro que se pode cometer numa política macroeconômica é tentar combater uma tendência de queda desse tipo com política de demanda mais folgada. O que é que acontece quando se faz isso? Não se consegue tirar a economia desse ciclo. Consegue é aumentar a oscilação da economia em cima dessa tendência cíclica. Essa é a idéia.

O que, então, a estratégia atual de política monetária tenta fazer? O que se pode é tentar reduzir a distância entre as oscilações de menor e de maior prazo. Na realidade, elas não são de caráter sazonal. Quem olhar o gráfico com essas oscilações pode dizer que isso parece ter um componente sazonal muito grande, mas se passarmos o mesmo filtro em duas linhas, uma em cima da outra, vemos que é pequena a diferença entre os dados dessazonalizados ou sem dessazonalizar. As oscilações estão associadas muito mais àquilo que se chama *stop and go* – são as freadas e os avanços, que são sempre temporários na economia.

E na realidade, no prazo mais curto, no período do Real, o que aconteceu com esse *stop and go* teve a ver com dois fenômenos: um, o que eu chamei de uma aversão ao risco do ponto de vista interno, que é o medo da volta da inflação toda vez que, efetivamente, se perdia controle sobre a necessidade de financiamento interno. Há diversas formas de visualizarmos as necessidades de financiamento externo da economia brasileira nesse período, entre janeiro de 1995 e maio de 1999. É o déficit em transações correntes, é o excesso de investimento sobre poupança, é o excesso de absorção sobre PIB, subtraindo-se dessa necessidade o que se consegue captar com investimento direto. Nesse período, houve surtos de crescimento acompanhados de aumentos do déficit em transações correntes, déficit externo, e da necessidade de financiamento. Depois da crise do México, o que é que aconteceu? Freou-se a economia, porque faltou financiamento; houve a crise bancária, reduziu-se a necessidade de financiamento, reduziu-se o déficit e reduziu-se também o crescimento, como uma grande onda de contração da economia.

Na segunda etapa, quando houve a primeira flexibilização do câmbio, a economia voltou a crescer e o déficit externo passou de 2% para 4% do produto; mas, na realidade, as necessidades de

financiamento já não cresceram tanto, porque houve um aporte de investimento direto que permitiu contemplar, pelo menos, uma trajetória de correção gradual do câmbio. Quando as necessidades de financiamento param de crescer (na realidade, começam a se reduzir), mesmo sem uma redução da necessidade total de poupança, significa uma trajetória da qual se pode ter esperança de durabilidade.

A partir de um determinado ponto, exatamente quando estourou a crise da Rússia, houve uma instabilização quanto à necessidade de financiamento. Havia outros fatores, no mundo, envolvidos nessa questão, sobre os quais não vou me deter; mas, na realidade, a própria receita de sucesso financeiro com a privatização da Telebrás permitiu que se prosseguisse numa trajetória de redução das necessidades de financiamento, mesmo quando o déficit externo estava crescendo.

A partir da crise deste ano, o que se tem que fazer, agora, é reverter. Estamos com um nível de déficit que já é incompatível mesmo com a necessidade de financiamento tendente para zero; ou seja, mesmo com a estratégia de política externa anunciada pelo governo em fevereiro, de zerar a necessidade de financiamento externo ao longo do tempo, limitando o déficit em transações correntes à possibilidade de absorção de capital de longo prazo. Essa estratégia faz sentido. Toda vez que se tem uma instabilização dessa necessidade de financiamento, o nível mínimo da taxa de juros tem que subir; e, na realidade, a esperança que se tem de poder efetivamente baixar a taxa de juros ao longo desse período é pelo fato de que mudou o padrão de financiamento. Se a necessidade de financiamento for zerada, independentemente do tamanho do déficit, então a taxa de juros fica liberada para ser manejada do ponto de vista das necessidades internas da economia, e não dirigida para o equilíbrio temporário do balanço de pagamentos. Esse é o ponto principal da minha exposição.

E quais são as conseqüências disso? A curtíssimo prazo, tem-se que manter de alguma forma um núcleo na política econômica que gere otimismo de negócio, porque otimismo de negócio é fundamental para se poder colher o fruto de uma menor instabilidade que se pretenda gerar no câmbio, nível de atividade e taxa de juros. Isso, evidentemente, sem uma recuperação da imagem política do presidente fica mais difícil. Na realidade, a combinação dessas duas coisas sugere o uso do financiamento disponível. Ou seja, na realidade, o País vai fazer uso do maior financiamento disponível que ele puder obter hoje.

Em segundo lugar, a aposta em que a taxa de juros depende do cenário interno – que é conseqüência da minha observação anterior – tem um conflito com a percepção externa de algumas instituições, de alguns bancos financiadores. Que percepção é essa? É a percepção de que quedas muito rápidas da taxa de juros podem gerar um rápido excesso de demanda na economia, de forma a instabilizar tanto a taxa de inflação como, hoje, a taxa de câmbio.

Em terceiro lugar, impor limites à queda de juros, limites que não sejam dados pela condução da política interna, pela estratégia de política monetária e, portanto, pela perspectiva de inflação, significaria mais uma vez adiar a recomposição do crédito; e a recomposição do crédito – recomposição da forma do sistema financeiro poder estender crédito às famílias, crédito às empresas – é fundamental, é o outro lado da recomposição monetária, é o outro lado de se poder usufruir dos benefícios da estabilidade. É a combinação de juros mais baixos, crédito ao setor privado maior (o setor privado não sendo esmagado pela necessidade de financiamento do governo), com expectativa de inflação baixa o suficiente para se poder estabilizar o câmbio e as variáveis essenciais para tomada de decisão.

Então, o cenário básico que surge dessa análise requer, em primeiro lugar, uma inflação não ascendente, que é o que resulta da estratégia de metas inflacionárias anunciadas pelo governo: uma meta para o índice de preços do IBGE em torno de 8% este ano, 6% para o ano que vem e 4% para daqui a dois anos. São metas factíveis? Sim. Certamente, para este ano, acho que pouca gente duvida; ou há um certo abuso do baixo repasse aos preços dos custos de matérias-primas importadas e de tarifas, que aconteceu nos primeiros meses do ano, quando o nível de atividade estava muito baixo.

Não quer dizer que isto seja uma característica estrutural da economia brasileira, hoje; quer dizer só que estávamos com uma recessão muito forte. E com um *gap* de produto, quer dizer, com um nível de utilização de capacidade baixa, é mais fácil impor ao comércio e à indústria uma absorção maior de aumento de custos, porque precisamos disputar mercado. Não significa que, num nível mais acelerado de atividades que esperamos para o segundo semestre, abusos em tarifas e aumento de impostos como mecanismos de aumentar receita, diante da impossibilidade de baixar a despesas, venham a apresentar o mesmo resultado em termos de inflação.

Então, eu acho que o déficit fiscal vai ser pior do que o governo espera, em termos de resultado primário do setor público. Pior do que a meta, mas não necessariamente com ruptura do regime. Quer dizer, o governo, mais uma vez, vai ter espaço; possivelmente vai se decepcionar lá para setembro ou outubro, quando o déficit deverá ser um pouco maior do que ele gostaria, mas isso não quer dizer uma ruptura do regime.

O segundo ponto do cenário básico é que o comércio mundial não vai ter retração, que poderia advir de uma sucessão de aumentos de juros nos Estados Unidos. Vai ter uma recuperação lenta, mas uma recuperação que está sendo ajudada pela boa surpresa desse primeiro semestre, que foi a recuperação da economia japonesa. O crescimento da economia japonesa no primeiro trimestre do ano, e aparentemente confirmado no segundo, superou as expectativas. Havia uma expectativa de queda do produto japonês em torno de 0,8 ou 0,9%, no primeiro trimestre, e o crescimento foi próximo de 1% positivo; para o segundo trimestre as previsões estão em torno de 2,7%, o que já implica aumento do crescimento esperado do Japão, este ano, de -1% para 1%.

Dada a importância da economia japonesa para a recuperação da Ásia, virtualmente todos os países asiáticos que estiveram envolvidos na crise de dois anos atrás estão em recuperação; certamente em recuperação mais rápida países como a Coreia e a Tailândia, que aplicaram medidas mais drásticas e sofreram mais rapidamente a recessão, e em recuperação mais lenta outros países; mas, de qualquer maneira, o bloco vai crescer. E a melhor notícia para o mundo e para nós é a possibilidade de recuperação de preços, de se entrar numa trajetória de preços de matérias-primas menos madrastra do que a que tivemos este ano.

Na realidade, parte da crise Argentina e parte da grande deterioração do balanço de pagamentos brasileiro e do Chile foi uma queda de preços de exportação muito violenta e muito

generalizada. Essa queda foi alimentada por um baixo nível de atividade de comércio, que foi, por sua vez, reforçado pela crise asiática dos dois últimos anos. Então, é um bom sinal, é uma boa notícia para nós, para a América Latina, que se tenha uma possibilidade de recuperação lenta, mesmo que se tenha algum pessimismo com preços de ativos dos Estados Unidos.

Um cenário otimista envolveria otimismo nessas duas frentes; quer dizer, o comércio internacional em recuperação surpreendentemente elevada e preservação do otimismo dos investidores em ações americanas com os preços de ativos, apesar das sucessivas elevações dos preços de ações americanas. A combinação desses dois fatores dá um cenário internacional muito favorável.

Um cenário moderado envolveria a possibilidade de não se acreditar muito que uma das duas coisas aconteça. E um cenário pessimista, do ponto de vista externo, seria uma combinação negativa das duas coisas: fracasso na recuperação asiática, que geraria um cenário muito ruim para preços de matérias-primas e uma dificuldade na resposta das exportações brasileiras; e qualquer ameaça de *crash* em preços de ativos, quer dizer, de queda violenta de preços de ativos.

E, finalmente, o terceiro aspecto desse cenário é que ainda vamos ter este ano uma volatilidade grande de juros e câmbio, porque estamos inaugurando um sistema de política monetária que, na realidade, como eu disse logo no início da apresentação, não promete um juro mais baixo imediatamente; ele é consistente com um piso mais baixo de taxa de juros, mas não promete uma volatilidade de juros menor imediatamente, porque a volatilidade de juros depende da inflação esperada; e a inflação esperada nesse regime vai depender agora da reação da economia a esse segundo aumento de preços, a essa segunda aceleração da inflação, que está acontecendo neste mês, e do desdobramento dela no contexto de uma economia mais aquecida (se vamos ter, por exemplo, uma decepção com as taxas de inflação de outubro ou novembro, quer dizer, se o retorno da taxa de inflação mensal de 1% para 0,5% não for tão rápido).

Para não enfocar problemas de índices específicos, olhando do ponto de vista mais global, de prazo maior, se pegarmos a média de 15 índices de preços da economia brasileira, tivemos inflação de 0,8% em dezembro, antes da estabilização, subiu para 3,5% em fevereiro e caiu para uma média negativa em maio de 0,3%. Esse é que é o sucesso da flutuação cambial: não ter gerado um impacto inflacionário muito grande. Em junho essa média sobe para 0,7% e, provavelmente, sobe em julho para mais de um. O problema é saber se isso se propaga ou não para uma volatilidade de juros e câmbio.

Há outro elemento também de curto prazo que aumenta a volatilidade do câmbio, que não tem nada a ver com a volatilidade de prazo maior do regime de câmbio flutuante. Se o Brasil vai ou não conseguir reduzir a volatilidade do seu setor real, ou seja, aquela instabilidade à qual me referi no início, essa instabilidade que já está se propagando e prolongando excessivamente na economia brasileira, com reflexo na sociedade brasileira, já faz anos; se o câmbio flutuante é capaz de absorver uma parte dessa incerteza e deixar o setor real com uma volatilidade muito menor, que permita o crescimento, a retomada de investimento – isto é uma questão em aberto. Hoje é uma matéria para apostas, para analogias e para doutrinas. É muito difícil se ter um debate a ponto de resolver esse problema. Economistas bem razoáveis, por vários pontos de vista, podem ter visões totalmente opostas nessa matéria.

Mas estou me referindo a uma outra volatilidade – a volatilidade de curto prazo, causada evidentemente pelo grande fator de risco, hoje, na economia brasileira de curtíssimo prazo, que é a situação pré-eleitoral na Argentina. A situação pré-eleitoral na Argentina está levando a um questionamento do regime de câmbio fixo.

Em 1995, na campanha de reeleição do presidente Menem, o programa de conversibilidade foi capaz de angariar apoio de todos os candidatos, porque dava inequívocos dividendos políticos; ou, pelo menos, pode-se dizer que ser contra a conversibilidade e a taxa de câmbio fixo naquela época era caminho certo para derrota política. Agora, já não estou tão certo de que estejamos diante do mesmo fenômeno. Isso gera questionamento sobre os fundamentos da política econômica argentina, que tende a se agravar à medida que se aproxima o calendário das eleições. Ou seja, o prêmio para a dissidência, o prêmio para outra idéia, o prêmio para alternativa de política cambial, para estratégia de estabilização ficou muito grande; e é claro que o sucesso do Brasil em flexibilizar, desse ponto de vista, também ajuda, tem impacto sobre o conteúdo político dessa opção de mudança.

Estou convencido de que uma desvalorização na Argentina não resolve os problemas. Isso não quer dizer que a Argentina não seja levada a desvalorizar. Os regimes cambiais entram em colapso não é quando a desvalorização resolve os problemas; é quando a sua manutenção não mantém a confiança. E como a confiança pode se desligar das soluções – o fato de se confiar num tipo de política não quer dizer que ela seja capaz de resolver os problemas estruturais que se tenha; o fato de se desconfiar de uma política também não quer dizer que ela não seja capaz de resolvê-los –, isso significa que podemos ficar diante de medidas muito drásticas, e a confiança na conversibilidade, a confiança na abertura argentina, a confiança na integração internacional no Mercosul e do Mercosul no resto do mundo podem ficar contaminadas por um problema dessa natureza, agora.

Então, essa é uma fonte efetiva de oscilação de câmbio de curto prazo, que não tem nada a ver com fundamentos, e que é um teste. Da mesma forma como nós passamos por um teste da desindexação e da flexibilidade de preços no Brasil, quando foi rompida a regra cambial, a crise Argentina pode forçar um teste para nossa flutuação, para o nosso regime cambial atual. E como estamos numa transição para essa maior independência em relação a fluxos – diminuimos a dependência com relação a fluxos de capital de curto prazo, 80% do capital que saiu entre agosto/setembro do ano passado e agora foi exatamente capital de curto prazo; quer dizer, o outro lado daquela diminuição da necessidade de financiamento é que os fundos de curto prazo praticamente já deixaram o País –, temos hoje um nível de reservas semelhante ao que tínhamos uns nove meses atrás, mas com um conteúdo de curto prazo completamente diferente. Isso, na realidade, é o lado positivo, a perspectiva de que possamos ter uma menor deterioração no horizonte, mesmo com uma flutuação maior do câmbio.

Quais são os riscos desse cenário? Acho que o principal a fazer é olhar para essa deterioração que está no horizonte de doze meses, porque a turbulência pode ser grande, e se perguntar se há espaço para fortalecimento do regime fiscal num período em que essa deterioração do ambiente externo pode se manifestar. Em segundo lugar, o risco de estabilização tem a ver com certo pessimismo em relação ao efeito da desvalorização sobre recuperação de exportações. Vendo experiências mundiais, hoje estou convencido do seguinte: se não tivesse havido desvalorização em janeiro, ela teria que estar sendo feita agora, por quebra nas relações de troca e pela instabilidade Argentina.

E o setor que mais vai se beneficiar da desvalorização, que vai responder de forma mais rápida e mais violenta à desvalorização, dado o seu horizonte, será a agricultura. Por quê? Embora eu não entenda nada de agricultura, uma coisa a economia nos ensina: é que a capacidade de se adaptar a preços relativos, de responder à oferta, tem a ver com a capacidade de ser flexível em tecnologia, em adaptar tecnologia; e o domínio da tecnologia agrícola foi feito nos últimos 20 ou 30 anos. Mudamos a natureza do aporte da absorção da tecnologia na agricultura; internacionalizamos,

de certa forma, o produto do setor agrícola ao longo dos últimos 30 anos, aproximadamente; e este setor agrícola, que produz um *tradeble*, que hoje está deprimido pela queda de preços, pela queda de relações de troca, é beneficiado de um lado pela desvalorização, do outro pela recuperação do comércio internacional, assim que voltarem os preços relativos. E, finalmente, a agricultura moderna é uma grande usuária de serviços. E são os serviços que estão se modernizando nessa etapa de crescimento.

Quanto à indústria, dado o tamanho, a importância do mercado interno brasileiro, a exportação industrial será sempre secundária, do ponto de vista da indústria como um todo. Não quer dizer que ela não seja importante. É importante diversificar a pauta. Mas num país com essas dimensões, com os tipos de demanda que se tem, a exportação industrial vai ser sempre secundária. Em alguns setores pode ser muito importante, pode dar competitividade, mas não vai ser a resposta da indústria como um todo.

O resultado disso é que se tem uma defasagem muito maior, em preço, em resposta das exportações a esse estímulo, mas eu não tenho dúvida que ela vem. É não acreditar em preços completamente achar que uma desvalorização de 40%, 50% não terá consequências sobre as exportações. Realmente, nós podemos inovar na história econômica mundial se acontecer isso. Muito obrigado.

Carlos Roberto Azzoni

Obrigado, professor Dionísio. Vamos passar a palavra ao professor Juarez Rizzieri.

Juarez Rizzieri

Quero agradecer a oportunidade de estar presente nesse evento importante para o Banco do Nordeste e para todos nós. É bem difícil fazer qualquer apresentação depois da brilhante exposição do professor Dionísio Carneiro, evidentemente rica em conteúdo e bastante lógica. Mas vou abordar alguns tópicos já também abordados pelo professor Dionísio, dando ênfase à questão das metas inflacionárias.

Não tive oportunidade de conversar com o Dionísio antes, mas alguma coisa nos levou ao mesmo aspecto, ao mesmo foco, que na verdade são essas inconsistências intertemporais que surgem em virtude de choques, que são incertos na economia. E aí vem a postura da política econômica: se ela é passiva ou se ela é uma política de intervenção, uma política ativa; e se ela consegue minimizar essas volatilidades que, em última instância, se refletem em flutuação do produto, de inflação, e isso aumenta, obviamente, o custo para a sociedade. Poderia dizer que a questão se resume a: como eliminar essas inconsistências intertemporais, com menor custo social.

O conflito mais clássico que nós temos na economia é o conflito entre inflação e desemprego, que, em última instância, é permanente; e a inflação é um sintoma de desequilíbrio provocado por algum tipo de choque, que se procura minimizar, já que ela é um componente do custo social. Custo social definido entre taxa de desemprego, produto perdido e taxa de inflação, com um custo para todos os cidadãos da sociedade.

As intervenções de política econômica podem ser classificadas em políticas ativas, que procuram minimizar esses choques e os custos sociais; e políticas passivas. Acredito muito pouco no sucesso dessa intervenção, vez que na política ativa ela opera com defasagens da economia, e

essas defasagens podem trazer muito mais oscilação, podem ser muito mais desestabilizadoras do que estabilizadoras. Mas, obviamente, os economistas estariam arruinados se fossem todos eles adeptos das políticas passivas; eles gostam de fazer experimentos na economia e usar as políticas ativas.

Dentro desse contexto de inconsistência clássica, efetivamente, no caso brasileiro, nós criamos sempre movimentos ciclotímicos entre nível de atividade e inflação, com características que às vezes divergem do padrão tradicional, em que a inflação sobe exatamente quando o desemprego vai abaixo do seu nível natural, que se situa próximo do chamado desemprego friccional na economia.

No Brasil, historicamente, pelo menos no período de 1986 para a frente, nós observamos que a inflação vai produzindo um nível de desemprego mais elevado, efetivamente porque ela desorganiza o sistema de produção; e a política monetária efetivamente passiva sanciona as expectativas dos agentes econômicos em relação à inflação esperada, de tal sorte que toda vez que se faz um plano para tentar estabilizar a economia, reduzir essas flutuações, minimizar esses custos, o plano derruba instantaneamente a inflação, em primeira instância, elimina o tal imposto inflacionário; isso leva a aumento de poder de compra, a taxa de desemprego cai; como não há uma sustentação na política econômica para manter o nível de inflação baixo, a inflação começa a subir; e rapidamente ela vai eliminando o emprego e o desemprego sobe.

Nesse sentido, veio o Plano Cruzado, depois veio o Plano Verão. O Plano Cruzado rapidamente derruba a inflação, instantaneamente melhora o nível de atividades, o sistema de preços funciona de maneira mais transparente, mas como não há sustentação volta a inflação e novamente o desemprego. Aí vem o Plano Verão, ele derruba a inflação, o desemprego cai, automaticamente nada mais acontece, a inflação volta, o desemprego volta.

O que nós observamos, efetivamente, é que esses planos tiveram soluções temporárias – todos nós sabemos disso –, por falta de uma política econômica consistente e sustentável, em virtude de administrar o conflito entre inflação e desemprego. Até quando assumiu o ex-presidente Sarney, havia nas declarações a postura de que o País não pagaria as inconsistências, as insustentabilidades intertemporais de dívida externa ou dívida interna com o desemprego do povo brasileiro. Então, a preferência era tipicamente sustentar o nível de atividade, qualquer que fosse o nível de inflação.

O fato é que o nível de inflação vai destruindo o funcionamento do mecanismo de preços, os choques de oferta vão sendo negativos e, com isso, vão-se produzindo inflação e desemprego simultaneamente, como tem sido típico na trajetória da economia brasileira.

Efetivamente, com o Plano Real, muda o regime de política cambial, o regime de política econômica; e aparentemente é sempre mais fácil tentar administrar o problema inflacionário, ou as variáveis nominais da economia, com política de câmbio do que com política monetária. Como há dificuldade de se ter uma política monetária ativa, dada a preferência pelo nível de atividade e gastos tanto do setor privado quanto do setor público (ou um ou outro, ou ambos, simultaneamente), não se consegue ter uma capacidade de controle da política monetária na direção exigida. Provavelmente isso exigiria um nível de desemprego politicamente insustentável. Daí, então, parte-se para a política cambial, como aconteceu em 1994, com uma efetiva preferência por tentar controlar a inflação através de um regime cambial de taxa de câmbio fixo. Com isso, perde-se a política monetária, já não se tem política fiscal, e aí, então, se o mundo for favorável, se não houver nenhum gargalo externo, nenhum problema externo, nenhum choque interno, poder-se-ia ter alguma perspectiva favorável.

O fato é que tivemos, nesse período, toda a política monetária voltada para absorver os choques externos que vieram ocorrendo ou para estar a serviço da insustentabilidade do crescimento da dívida externa. Não vou repetir, pois acho que é do conhecimento de todos, que simultaneamente havia a perspectiva de que, num primeiro instante, com a abertura da economia e com o câmbio fixado, seria possível trazer mais importações, isso inibiria qualquer aumento de preço interno e a competitividade externa forçaria as empresas nacionais a aumentarem a competitividade; poderíamos ter uma deflação competitiva, que era o modelo original, o modelo básico, e com isso então efetivamente a economia brasileira poderia alcançar um nível de competitividade internacional. Com isso, ela poderia exportar; com as exportações, ela poderia efetivamente não ter problema de necessidade de financiamento externo.

Infelizmente, isso não ocorreu porque, dados os financiamentos externos, a demanda interna se manteve aquecida, tanto para produto externo como para financiar o governo; os *no-tradeables* aumentaram os preços, a taxa de câmbio real perdeu, o Real se valorizou; e aí começa uma trajetória de inconsistência da política econômica, de tal sorte que os fluxos que o Dionísio já teve oportunidade de mostrar se mantiveram negativos ao longo do tempo; a dívida externa foi aumentando; e se observava, nesse momento, uma insustentabilidade da dívida externa. Em outras palavras, o déficit externo vai se acumulando, até por conta dos juros; houve entrada significativa de investimentos externos no País, não só de investimentos diretos, mas de portfólio também, e isso obviamente acabou aumentando as próprias reservas internas, que davam oportunidade ao governo de usar o financiamento interno, indiretamente.

O fato é que a dívida externa, tanto pública quanto privada – mais privada do que pública, porque era um grande convite captar recursos externos mais baratos e aplicar domesticamente –, cresce de forma significativa; as exportações crescem muito pouco; e o coeficiente básico, que é o coeficiente de exposição de risco, que começa a trazer maior volatilidade para câmbio e para a expectativa de inflação (se tiver desvalorização de câmbio, automaticamente é dívida), vai crescer de 2,17 para 2,31 e 2,48, chegando no período da turbulência próximo de 4,0, que é mais ou menos o limite internacional de financiamento externo em relação às exportações. A dívida externa é contraída em dólares, as exportações são uma forma de gerar dólar, então é como se as exportações fossem a securitização da dívida. Isto dá uma certa tranquilidade ao financiamento externo e às pressões de risco e, conseqüentemente, tem efeito sobre taxa de juros.

O que nós observamos é que o coeficiente de risco do Brasil foi-se deteriorando, aproximando-se de quatro, que é o limite mais ou menos internacional; isso colocou o Brasil efetivamente como a bola da vez, até porque o fenômeno da Rússia foi um fenômeno com moratória, o que agravou o fato. Essa inconsistência, era óbvio, tinha que vir através da mudança no regime cambial. Quando se faz mudança no regime cambial – quero explorar esse assunto, depois, de uma maneira mais formulada –, deixa-se a taxa de câmbio flutuando; significa que os choques externos serão absorvidos pela taxa de câmbio, e efetivamente pode-se ter a política monetária, se for uma política ativa, voltada para administrar os problemas e minimizar esses choques, que seria buscando conter a inflação e evitar um nível de desemprego mais elevado.

O drama do Brasil é que tínhamos não só uma inconsistência externa mas, simultaneamente, tínhamos também uma inconsistência intertemporal da dívida interna. Foram sucessivos déficits fiscais, desde a era Sarney, de tal sorte que, eliminando a era Collor, que foi uma situação um pouco atípica, volta no governo Fernando Henrique um déficit externo crescente. As necessidades de financiamento vão aumentando e o déficit, que estava em 4,5% do PIB, chega até a 7% ou 8%. Esse déficit passa também a pressionar a dívida interna, que sai de R\$ 150 bilhões, em termos de Reais

de dezembro de 1998, para R\$ 370 bilhões; ela sai, obviamente, de 20% do PIB e vai para quase 40% do PIB – praticamente dobra nesse período.

Todos os problemas que tivemos ao longo do tempo, em virtude de administrar a taxa de câmbio, acreditando que iríamos ter uma deflação competitiva, um país competitivo etc. tudo isso trouxe um processo de endividamento interno. Também problemas bancários que surgiram e as inadimplências foram administrados com dívida interna; saneamentos de estatais, para que pudessem ser privatizadas, feitos com dívida interna; na hora que a receita entra, ela virtualmente só paga juros; quer dizer, não tivemos realmente nada impedindo o crescimento da dívida interna. Se somarmos a dívida externa, a dívida total sai de 25% do PIB e vai para 50% do PIB.

O problema da dívida interna não é tanto a magnitude, mas se restringe à questão do prazo muito curto da dívida e também dos juros sobre a dívida, que é o problema de fluxo mais grave. Se nós observarmos o Brasil, com 50% de dívida interna, vezes o juro médio real, que tem sido historicamente de 20%, temos aí 8 ou 10% do PIB com pagamento de juros. Nos Estados Unidos, se a dívida for 60%, com 5% de juros, paga-se 3%; no Japão, nem se fala: a dívida é mais de 100%, a taxa de juros é de 1%. Não há ônus e não há nenhuma sombra de dúvida de que isso pode ser honrado, tanto os juros quanto a dívida. A dívida é intertemporalmente factível – não há nenhum risco de *default*, de quebra, de falência etc. Sabemos que governo não quebra, mas afeta as expectativas e afeta provavelmente a taxa de juros para defesa contra inflação etc.

O que é que eu queria transmitir? Que nós tínhamos um regime precário antes do Real. Com o Real, nós definimos um regime mais sólido, acreditando que se você não tiver controle da política fiscal é melhor também não ter controle da política monetária e deixar a coisa efetivamente em cima do câmbio. Não deu certo, então hoje nós estamos voltando à situação anterior.

O que é que eu identifiquei? É que nós temos um problema crítico de crise financeira e seria muito traumático, muito deslegante e muito pouco produtivo transformar o problema da crise brasileira numa crise estrito senso financeira. Na verdade, o que nós estamos observando é isso: o governo está usando todo o arsenal de política e de sinais para resgatar a credibilidade do credor externo e do credor interno, na esperança de que isso remova o risco extraordinário dos financiamentos; se os financiamentos forem intertemporalmente financiáveis, obviamente com juros mais baixos, dado que se resgatou a credibilidade, isso levaria automaticamente a se ter novamente um crescimento sustentado.

Sem remover riscos, não se anularia a perspectiva nem de uma hiperinflação, se tivesse que monetizar a dívida interna, nem o problema de ter que mudar o câmbio dramaticamente e trazer um choque externo para a inflação interna. Isso significaria que o esforço do primeiro instante seria de resgatar a credibilidade, reduzindo o risco do País, em virtude de essas dívidas terem que ser administradas com perspectivas de juros baixos.

Vou resumir rapidamente aqui o que seria a restrição macroeconômica fundamental, que está na origem de todas essas dificuldades que enfrentamos. O investimento é virtualmente financiado com livre poupança, e isto é a restrição orçamentária do setor privado; o gasto menos o tributo é a restrição orçamentária do governo, que é um outro parceiro da economia; e o resultado das transações correntes seria a restrição externa. Se houver um equilíbrio: exportação igual a importação, não entram nem saem recursos, automaticamente não é afetado o nível de poupança doméstica; esta pode ser insuficiente para financiar os investimentos domésticos, que seriam financiados ou por superávit do governo ou com superávit externo, não importa. O fato central é que essa identidade tem que ser estabelecida.

O que é que nós verificamos no caso do Brasil? Por opção de uma estratégia da abertura e de tentar não só controlar a inflação, mas acreditando que os déficits externos (primeiramente os déficits controlados da faixa de 2%) seriam financiados sem maiores dificuldades, sem ter que pressionar demais a taxa de câmbio, sem ter que pressionar excessivamente até a perspectiva de inflação, automaticamente então ele passa a ter um déficit externo; e um déficit é a maneira tradicional, a maneira competente de fazer um acréscimo na taxa de investimento doméstico. Quando se tem déficit externo, significa estar trazendo recursos de fora para dentro do Brasil. O Canadá fez isso durante cem anos e é um dos países mais ricos do mundo. O Japão fez isso durante décadas e continua a ser um país de sucesso. Quer dizer, o Brasil está na trilha internacional, como os tigres asiáticos andaram fazendo etc.

No Brasil, então, esse déficit passa a financiar a parcela do recurso da poupança doméstica, que passa a financiar o déficit interno. Então, o que nós tivemos no País, simultaneamente? O déficit interno do governo, que vende títulos internos, aumenta a dívida interna, pressiona efetivamente a taxa de juros e, com isso, o financiamento, através da dívida interna, já que o Real tinha um compromisso de austeridade monetária para sustentar a política cambial, para não termos inflação. E o financiamento do déficit do setor público, que se perdeu ao longo do tempo, acabou obviamente pressionando a dívida interna, razão por que a dívida interna faz aquela trajetória extraordinariamente explosiva.

Se a poupança doméstica financia o déficit do setor público, em Reais, obviamente o setor privado vai captar recursos externos. Com um déficit externo da ordem de 4%, tínhamos que ir para a mesa com menos 4% (menos o déficit externo), de forma que o setor privado financia o governo a 20% e vai captar lá fora mais barato, faz arbitragem das taxas; é um bom negócio, até que fique inviável e insustentável esse processo. Para resgatar a credibilidade na área externa, o País mexeu no câmbio. Significa que o câmbio é o sinal de que efetivamente vai haver perspectiva de exportação; vai-se gerar dólar e, automaticamente, o financiamento é sustentável por si só, vamos dizer.

Claro que a alta do câmbio cria uma expectativa de inflação – depois nós vamos discutir um pouquinho essa questão – e, simultaneamente, o nível de atividade baixa, porque a taxa de juros se mantém ainda elevada para contrair a demanda privada interna, isso para sobrar exportáveis, para poder jogar para fora de forma mais competitiva; automaticamente o nível de renda também se contrai e segura as importações e começa a haver equilíbrio externo, por retração das importações via queda de renda e por altas taxas de juros, pela desvalorização cambial, que faz os dois papéis: tanto estimularia as exportações como inibiria as importações.

Mudança do regime de política econômica, cambial em particular, é um sinal de que o País está resgatando a credibilidade, para que isso se refletisse numa perspectiva de menor necessidade de financiamento futuro, e isso o levaria a conseguir dólares a juros mais baixos e com isso, então, poderia continuar na trajetória de endividamento externo – talvez 2% do PIB, que é algo aparentemente factível, sem traumas de insustentabilidade intertemporal da dívida.

Do lado interno, é necessário dar o sinal também. Quando acreditamos ter feito acertos externos, de câmbio, queremos que voltem a crescer o vetor de demanda e o vetor externo de exportação. E para que o impacto cambial dos valores sobre câmbio também não gere inflação, temos que manter a absorção interna retraída. No setor privado, isso é feito via taxa de juros e no setor público faz-se via ajuste fiscal.

O ajuste fiscal teria um compromisso de cortes de pessoal, de previdência, custeios, investimentos; e nós observamos que um dos elementos fundamentais do déficit corrente é a

questão dos juros elevados. Porém, como se está resgatando a credibilidade exatamente para pagar juros, então o que se espera é que o sinal de resgate de credibilidade surja no corte desses componentes – pessoal, previdência e custeio. Não se deseja o corte de investimento, mas, se também for necessário, corta-se investimento.

São, de certa forma, os compromissos que o governo assinou com o FMI, para acabar com o sufoco em que estava, de instabilidade cambial, indicando uma instabilidade inflacionária, uma expectativa de inflação crescente. Então, o preço do acordo foi que se fizesse o ajuste interno, pois estaria aqui o foco fundamental de desequilíbrio macroeconômico. Obviamente, há uma polêmica enorme: se for feito o ajuste fiscal, quanto isso implicaria no ajuste externo? É sustentável a hipótese dos déficits gêmeos ou não? São demandas totalmente distintas ou não? São mercados distintos ou não? Mas essa é outra questão. O fato é que o governo dá um sinal de credibilidade tentando esses ajustes.

Claro que, junto com a questão dos fluxos, espera-se que a venda patrimonial, tanto de empresas públicas quanto de empresas privadas, possa reduzir a dívida externa e a dívida interna. Se não estamos conseguindo grande sucesso em reverter o sinal dos fluxos, pelo menos a venda de patrimônios dá sinal de que honramos compromissos e, assim, resgatamos a credibilidade. Isso seria então o que estaria se passando, numa visão mais agregada. É a linha em que estamos avançando.

É grave a situação do setor público, se observarmos algumas cifras: no Brasil, nos anos 70 a 79, gastávamos com pessoal 7,2% do PIB; no período de 80 a 87, esse gasto caiu para 6,7% e, depois da Constituição generosa, pulou para 12,5% do PIB, sendo 8,5% dos ativos e 4,0% dos inativos. A previdência consome hoje 5,4%. Custeio dá um salto extraordinariamente elevado, que são todas as contratações no setor público, os juros etc. O ideal, obviamente, seria fazer um ajuste e voltar o País para uma taxa de despesa que fosse compatível com 25% ou 26% do PIB.

Se olharmos uma relação entre renda *per capita* e carga tributária, dada a sua renda *per capita*, o Brasil não deveria estar muito distante de uma arrecadação na faixa aí dos 25% do PIB. Hoje nós estamos com trinta ou trinta e pouco, e gastamos praticamente 38%; a diferença é fundamentalmente o déficit. Essa situação toda coloca grandes dúvidas sobre a questão fiscal. Então, a inflação volta a ser ameaça. Primeiro, porque há uma suspeita grande. Se olharmos um gráfico de preços de *tradeables* e *no-tradeables* vamos ver que não houve ainda nenhuma mudança importante, apesar de termos tido uma variação cambial de 40 a 50% nos níveis de hoje. Se pensarmos no câmbio de 1,80 ou 1,85, pode dar até mais.

O fato é que os 50% de desvalorização cambial não tiveram ainda impactos manifestados no nível de inflação. Por mais que a economia tenha tido ganho de produtividade, redução de custo, até redução de margem, é provável que, se a demanda real aquecer um pouco no segundo semestre, as margens tentem se recuperar e tenhamos inflação maior nesse período.

Então, a expectativa de inflação tem uma pendência em relação à desvalorização do câmbio e teria também uma pendência em relação a esse "tarifaço", como o Dionísio já chamou a atenção, por conta desse aumento nos custos e no nível de atividade, se houver uma predisposição de estimulá-lo, não só porque se está voltando a substituir as importações, que era o ponto crítico dos resultados do desempenho da política econômica do governo, já que a inflação estaria sob controle. No dilema entre inflação e desemprego, a preferência seria pela inflação, e o desemprego estaria crescendo, tanto tecnologicamente como conjunturalmente.

De tal sorte que a idéia era que se fizessem os cortes nesse nível de custeio (pessoal e previdência), mesmo porque qualquer cálculo que se faça no País mostra que é perfeitamente previsível que a previdência deve estourar de forma dramática nos próximos anos; e se não for equacionada a questão, ela vai bater no déficit e vai gerar problema de financiamento; e se o financiamento for monetário, fatalmente a inflação virá, ou virão taxas de juros mais altas, se for um financiamento mobiliário.

No ângulo da inflação, existem essas pressões e vamos ver qual seria a postura do governo, a preferência do governo em relação à inflação ou desemprego. A questão do desemprego também tem um dado que considero interessante. Se observarmos um pouco os dados, como se fosse uma curva de Phillips, vemos que a trajetória do desemprego é suavemente crescente no período antes do Plano Real e a partir daí ela dá um salto e vai para um nível em torno de 7 a 8%; e é bem provável que, dependendo da preferência da política econômica, monetária em particular, voltada para a questão da inflação e desemprego, ela dê um passo mais elevado, principalmente se o componente for tecnológico e não estritamente conjuntural.

O fato é que o desemprego é crescente e a inflação, apesar de sob controle, pode vir a crescer. Reunindo os dois num gráfico, o resultado é o desemprego subindo e a inflação sob controle. Para onde vamos? Qual é o sinal de resgate de credibilidade? Há uma crença que talvez o ajuste fiscal possa trazer algum alívio para as taxas de juros e estimular o crescimento econômico. Em relação à inflação, antes de entrar numa parte um pouco mais acadêmica, eu queria explorar as possibilidades que eu estaria enxergando. Tivemos o choque de câmbio, em primeira instância,

depois o “tarifaço” de impostos, todos os dados internacionais – Coréia, México – mostraram realmente uma bolha inflacionária e aí também ficamos perguntando sobre as tendências da inflação.

Evidentemente, a primeira perspectiva para a qual estamos caminhando seria mais ou menos a de que a inflação esperada não suscita uma reindexação, ela fica em níveis mais baixos; a inflação corrente também se estabilizaria em níveis baixos; e o desemprego seria alto, por conta desse custo de transição. Dado que a inflação se estabiliza, a volatilidade desaparece nos indicadores monetários todos e, automaticamente, teríamos chance de retomar um crescimento, de incentivar investimento, como já foi colocado pelo Dionísio. Essa trajetória seria a manutenção da moeda nacional em níveis sustentáveis.

A outra possibilidade seria se o ajuste fiscal em particular, no qual se deposita boa parte de toda a esperança, não se efetivar; se o governo ficar muito otimista e começar a achar que a inflação está sob controle e que não vai ter nenhuma pressão inflacionária; a expectativa do setor privado ficaria também moderada, influenciada por diversos fatores, até pela presença de um presidente do Banco Central pouco adepto da inflação, que valorizaria o controle da inflação. Ou seja: se não houver esse ajuste fiscal, se não houver controle na preferência pelo nível de atividade maior etc. automaticamente poderemos ter de volta a questão do financiamento da dívida pública e teríamos uma expectativa inflacionária crescente, desorganizando o nível de atividade, com desemprego também crescente e correndo o risco de ir para uma hiperinflação aberta, que redundaria provavelmente num modelo de *currency board*.

Este é um modelo limite, em que não se pode ter nem moeda, porque não se tem política fiscal; o País é incapaz de administrar a política monetária e é hora de atrelar-se a uma moeda forte estrangeira e ver o que é que acontece no processo. Claro que, assim, ficaríamos muito mais vulneráveis aos choques externos, como acontece com a Argentina; poderíamos perder competitividade ao longo do tempo, como aconteceu com Taiwan; enfim, teríamos sérios problemas futuramente. Porém, no curto prazo, talvez em uma década pelo menos, poderíamos estar com uma oportunidade. O *currency board* é uma possibilidade quando não há realmente nenhuma capacidade de administrar as políticas fiscais e monetárias.

Ou então podemos ir para o meio do caminho, que seria a trajetória histórica brasileira: o déficit público é financiado uma parte por moeda e uma parte por dívida pública; a inflação acelera, come uma parte da dívida, come gasto público; faz-se o ajuste fiscal e aí retomamos o processo outra vez, como tivemos em toda a era Sarney. Em outras palavras, esse processo traria de volta a reindexação, as expectativas de inflação seriam crescentes, a hiperinflação controlada através de planos sucessivos (dado que se estaria perdendo o controle, seriam feitos planos), fazendo tudo o que aconteceu antes do Real. E com isso iríamos na mesma trajetória da hiperinflação. Essa é uma trajetória insustentável.

Só tem uma trajetória efetivamente sustentável. Seria essa com o ajuste fiscal e com um compromisso com a política monetária.

Deixem-me explorar um pouquinho um assunto, mais para o pessoal da academia; não é nada novo, foi extraído do livro de Mankiw, de Macroeconomia, mas é uma coisa que nós deveríamos observar, para questionar o que são essas metas monetárias do governo e que compromisso elas têm com a inflação; se elas são uma política de regra e não uma política discricionária; se são uma política de regra, se elas se sustentam; ou se elas são, efetivamente, uma política discricionária, como eu acredito que seja.

Como eu dizia, as políticas discricionárias são política ativa (estou falando só a monetária, esqueçam a fiscal); as políticas monetárias são flexíveis e procuram controlar os efeitos dos choques tentando conciliar, politicamente, vários objetivos, um pouco de inflação com um pouco de desemprego, e aí vai-se fazendo o tempero satisfatório que possa garantir algum sucesso político, obviamente, e bons resultados econômicos, do ponto de vista de minimizar o custo social entre desemprego e inflação. A política ativa de regra admite que os processos políticos não são confiáveis e logo prefere metas fixas; de tal sorte que o governo estaria efetivamente compromissado com uma meta.

Observando o conflito entre inflação e desemprego – que no fundo sempre está imerso em toda a questão que nós estamos discutindo –, se tomarmos uma versão da curva de Phillips, em que a taxa de desemprego corrente é a taxa natural reduzida da diferença entre a inflação corrente e a inflação esperada, se a inflação corrente for maior do que a inflação esperada você cai numa chamada curva de Lucas, em que os empresários estariam dispostos a produzir mais do que o nível de pleno emprego, porque estariam com suas receitas crescentes. De tal sorte que a taxa de desemprego ficaria abaixo da taxa natural se a inflação corrente fosse menor do que a inflação esperada. O pessoal estaria se enganando, temporariamente. Isso cai numa curva de Lucas, como tive oportunidade de chamar, em que o nível de produção seria acima do pleno emprego, dado que o nível de inflação corrente seria maior.

O fator importante nesse conflito é a definição do que seria o custo social, que seria dado pela taxa de desemprego mais a taxa de inflação, com uma equação em que B seria o coeficiente de tolerância com inflação, ou a preferência de desemprego *versus* inflação. De tal sorte que o objetivo de toda a política econômica seria voltada para impedir a inflação, porque a inflação baixa resgataria toda a funcionalidade do sistema de preços, os mercados funcionariam bem, a eficiência seria estabelecida, os empresários, otimistas, produziriam mais, investiriam etc. E num ambiente de desemprego baixo, a tensão social seria baixa e, obviamente, o custo social seria menor.

A política de regra diz mais ou menos o seguinte. Primeira regra: o Banco Central fixa uma meta inflacionária e os agentes privados acreditam na meta inflacionária, de tal sorte que a inflação corrente é igual à inflação esperada, que seria igual à meta inflacionária. Se voltarmos àquela equação original, vamos ver que a diferença desaparece: não se consegue obviamente reduzir o desemprego, de tal sorte que o nível de desemprego ficaria no seu limite mínimo, sem pressão inflacionária, que seria o desemprego natural. Nessa nova equação, o custo social seria dado pelo desemprego natural mais a inflação estabelecida pelo Banco Central, que se confirmaria. Só que essa inflação, ou esse custo social, não é necessariamente o menor possível. Qual seria a regra ótima inflacionária, se estivéssemos na política de regras? Por que fixar em 8% e não em zero? Se os agentes econômicos acreditam que é zero, se ela for zero, efetivamente, o custo social é o mais baixo possível, seria dado apenas pelo desemprego, não teria inflação. Mas o Banco Central teria que estar compromissado com essa regra inflacionária.

Se a política for discricionária, os agentes econômicos formulam a expectativa de inflação, o Banco Central aceita e escolhe a inflação corrente, seguindo um índice de preços que ele aceita como medida da inflação. Se a expectativa do agente econômico e a taxa de inflação que o Banco

Central escolhe, que ele aceita como custo social, são determinadas automaticamente, a regra um diz que a taxa de desemprego vai ser dada pela taxa natural mais a diferença entre a inflação corrente que o Banco Central aceita e aquela que o agente econômico estaria imaginando. Neste caso, o custo social vai depender da taxa de inflação escolhida pelo Banco Central.

O que é que nós temos que demonstrar neste caso? Que se o Banco Central escolhe a taxa corrente de inflação e deixa a expectativa ser comandada pelo setor privado, se há uma mudança de câmbio o setor privado vai ver qual é a expectativa que ele tem de inflação e o Banco Central não estaria interferindo na formação dessa expectativa; apenas aceitaria uma determinada inflação por razões fiscais e uma inflação que seja suficiente para corroer os gastos públicos, aumentar a receita pública, reduzir o déficit público, como foi no passado. Seria um mecanismo inflacionário de financiar o governo talvez mais razoável do que o ajuste fiscal, que o governo poderia não estar conseguindo fazer, politicamente falando.

Agora, vou apelar definitivamente, mas espero não estar cometendo uma grande heresia. Digo que a regra ótima seria o seguinte: se o Banco Central se relaciona negativamente com inflação não esperada (quer dizer, quanto maior for a inflação não esperada, obviamente será menor o nível de desemprego e automaticamente menor o custo social) e se relaciona positivamente com inflação crescente (quer dizer, quanto maior a inflação, o custo social sobe, mas o Banco Central aceita porque ele quer uma inflação mais elevada), o que devemos fazer para encontrar a regra ótima? Tradicionalmente, dentro da Matemática, derivamos essa equação, igualamos a zero e chegamos à taxa de inflação corrente ótima. Ela é aquela que independe de quanto o setor privado fixar.

Então, esse é um problema que estaríamos vivendo; e o custo social seria dado pela taxa natural de inflação mais a inflação esperada. Se o Banco Central quiser o menor custo social, ele terá que ir pela regra. Se ele quiser uma inflação maior, ele vai ter que tolerar, obviamente, um custo social mais elevado. Essa escolha vai depender de quê? Do problema político também, porque quem nomeia o presidente do Banco Central é quem está realmente preocupado com a questão política entre o custo social da inflação e do desemprego.

De tal sorte que, neste caso, o que é que podemos dizer sobre as metas inflacionárias? Aparentemente, o que parece é que o governo fixou metas inflacionárias sem nenhum compromisso com inflação zero, porque isso seria totalmente rejeitado pelo setor privado, que tem uma expectativa de inflação positiva. Porém, uma inflação positiva porque ele tem um resquício cambial de custo, tem um resquício de tarifa que vem vindo aí e é preciso considerar, ainda, em quanto ele está disposto a promover a demanda e quanto ele estaria disposto a aceitar de inflação. Ele aceitaria mais inflação se houver menos controle da política fiscal; quanto mais distante ele estiver da política fiscal, quanto mais o Banco Central for vítima da política fiscal, na hora ele vai aceitar inflação; e quanto mais ele aceita inflação, efetivamente implica que mais frouxa poderá ser a política monetária.

Isso implicaria dizer que, aparentemente, no caso brasileiro, estamos lendo a situação de uma maneira que não deve corresponder efetivamente à realidade. Quando o Banco Central fixou a meta – primeiro, porque não tinha nenhuma outra alternativa –, ele disse o seguinte: “olha, eu fixei a meta, é como se controlasse a inflação; a inflação vai ser determinada, mas o índice efetivo de inflação pode ser totalmente controlado pelo governo”. Então o governo diria: “eu fixei a meta da inflação, ela vai se materializar nesse nível”. Esse nível é alguma coisa que aceita algum ajuste fiscal; além do ajuste, o autofinanciamento monetário do déficit; um déficit maior, como o Dionísio já chamou a atenção, e uma inflação um pouquinho maior para poder financiar inflacionariamente o déficit; e isso automaticamente leva a que as pessoas acreditem que efetivamente o limite do

descontrole fiscal estaria dado. Não vai ser um descontrole fiscal enorme, que vá exigir uma inflação muito maior do que essa que está aí.

Então, primeira leitura: parece ser saudável e lógica a coisa. O governo fixa a meta, está definido qual é o déficit fiscal que estaria aceitando, e quanto vai financiar com emissão de moeda. Obviamente que, se fosse regra, ele teria que fixar a inflação zero. Mas como já existe expectativa inflacionária formada pelo setor privado, o que é que o governo está fazendo? Na verdade ele está sinalizando uma política discricionária da política monetária.

Em outras palavras: o governo não tem nenhum compromisso com os 8% e não tem nenhum compromisso com o câmbio em qualquer nível. Obviamente, significaria dizer que o déficit pode sair para esse aumento de controle e a inflação pode crescer, não só para o financiamento do déficit, mas, em particular, para reativar o nível de atividade econômica, porque o custo social do desemprego, do ponto de vista não só social, como do ponto de vista político, ficaria “imanejável”.

Então, o problema todo é descobrir quem vai estar à frente do Banco Central; se ele vai ser pró-inflação, se ele tem um compromisso com a inflação, qualquer que seja o desemprego, ou se ele vai escutar as forças políticas que dizem que, se o setor privado não estiver reagindo, é melhor estimular os gastos públicos, para ter mais demanda, para ter uma economia mais aquecida e menos desemprego; se o setor privado não empregar, o setor público emprega; e não importa qual é o tamanho do déficit, porque ele será virtualmente financiado com inflação. Como a inflação efetiva deve superar a inflação esperada, a oferta não se retrairá na mesma magnitude que se poderia esperar. Isso levaria então, obviamente, a uma situação mais favorável. Muito obrigado.

Carlos Roberto Azzoni

Agora temos um tempo para perguntas da platéia. Se alguém quiser fazer perguntas, por favor se identifique.

Pablo Fainzilber, do Cedeplar

Eu teria primeiro uma pergunta para o professor Carneiro, relacionada com a parte de sua exposição em que ele falou sobre a zeragem das necessidades de financiamento externo: quais as perspectivas de que os fluxos de investimento direto que temos visto se mantenham? Aquilo é algo que deveremos continuar a ver, ou é algo transitório? Uma segunda pergunta refere-se a uma menção que o senhor fez sobre, digamos, o debate em aberto a respeito de que o câmbio flexível teria, em teoria, uma capacidade de absorver choques externos: como é que fica essa capacidade de absorver choques externos, se voltamos a ver um repasse maior de variações no câmbio aos preços, como o senhor mencionou que se pode esperar no segundo semestre, e se o Banco Central está comprometido com determinado nível de inflação? Então, veremos uma resposta dos juros aos choques externos, mesmo que de forma indireta, e talvez esse isolamento não venha a ser efetivado através do câmbio flexível, a menos que, como disse o professor Rizzieri, o compromisso do Banco Central com a inflação não seja um compromisso com uma inflação de tipo regra, e mais uma ratificação da inflação que o mercado está esperando. Obrigado.

Dionísio Dias Carneiro

Primeiro, sobre o financiamento externo: eu acho que a perspectiva de se zerar a necessidade de financiamento externo, este ano, talvez dê uma diferença de alguma coisa como US\$ 2 milhões ou US\$ 3 milhões, o que não é uma grande diferença; acho que está na margem de erro da projeção de investimento direto. Estávamos trabalhando com uma expectativa de US\$ 21 milhões, pode dar pouco mais, num cenário melhor (US\$ 25 milhões ou US\$ 26 milhões, não acredito que dê menos). E o saldo da balança comercial, no meu cenário mais básico, no cenário em que eu mais acredito, certamente será um pouco menor do que aquele em que o governo acredita. Não creio que haja problema, nem para este ano, nem para o ano que vem, fora esses desastres que estou vendo. O que estou dizendo, na realidade, é que mesmo a turbulência da Argentina não deve afetar isso de forma significativa.

A segunda pergunta é muito boa, porque me lembra o que eu pensei quando houve um debate lá no Banco Central sobre metas. Acho que você está pensando a mesma coisa que eu, quando ouvi a exposição do presidente do Banco Central argentino, dizendo que eles fazem política de metas. Para mim foi uma surpresa, não os tinha como adeptos de metas inflacionárias, e na realidade eles têm tido todo o tempo, porque eles têm uma banda – é uma coisa curiosa você ter uma banda inflacionária, e eles não são os únicos –, é uma banda cambial, que é uma banda esquisita porque, na realidade, é uma banda que tenta sustentar um piso, no qual todo mundo acredita. Parece que os empresários acreditam mais em sustentação do piso, do ponto de vista do Banco Central, de câmbio, e que na realidade eles usam a taxa de juros em última análise para sustentar aquela banda. Então, como é que isso é meta inflacionária? A resposta dele foi mais ou menos assim: “nós não estamos olhando para o câmbio, estamos olhando para a inflação. Como a inflação é importante para o câmbio, quando eu estou fazendo a política de juros para a inflação, se o câmbio sai do controle eu faço a mesma coisa”.

Bom, eu acho que há uma diferença a ser testada. A primeira diferença é o contraste, por exemplo, com o que aconteceu na Austrália. Lá era o mesmo problema: crise asiática, preço de exportação cai porque eles são grandes exportadores de matérias-primas para a Ásia, taxa de câmbio sobe, o que é que eles fazem com metas inflacionárias? Na realidade, eles subiram os juros antes da taxa de câmbio subir, e o Banco Central da Austrália foi acusado de estar gerando inflação. Como a inflação subiu logo depois que o câmbio subiu, disseram: “olha, a taxa de juros subiu, o Banco Central está provocando inflação”. A política de metas faz com que ele trabalhe com base na inflação esperada, não com base na inflação observada; então ele terminou baixando os juros antes que a inflação da Austrália caísse e aí a causalidade boba olha e diz: “baixou os juros a inflação caiu”.

Na realidade, há dois aspectos a considerar: um é a confiança no repasse. É claro que a grande diferença que está por trás disso é se o repasse de câmbio à inflação fica no nível que nós observamos no início deste ano, no primeiro semestre, ou no nível tradicional. Ele surpreendeu todos nós que fazemos projeções. E aí se revela uma fraqueza do regime de metas inflacionárias. A fraqueza é que é necessário ter uma boa estrutura de projeção de inflação. Essa é a primeira fragilidade e essa é a grande fragilidade nossa, porque nós tivemos um desempenho horrível na última vez que tivemos que fazer isso. Então, a resposta honesta é: não sabemos. O Banco Central não sabe tampouco, porque certamente estava operando com uma meta de inflação com repasse de custos a preços muito maior do que se deu na prática.

Este é um aspecto técnico de qual é o modelo de previsão adotado. Os ingleses foram muito enfáticos nisso. Aliás, o representante do Banco da Inglaterra, numa exposição brilhante, disse uma coisa muito interessante: “para mim, o maior investimento que se faz em meta inflacionária é ter

bons modelos de previsão”. Isso me leva, então, ao segundo aspecto e, aproveito, faço até um comentário sobre o que o Juarez falou. Primeiro, eu acho que, no regime de metas, temos que acreditar que é o Tesouro, é o Ministério da Fazenda, é o governo como um todo que fixa a meta, não o Banco Central. Se o Banco Central puder fixar meta, aí é outra coisa, a meta do Banco Central é zero. Por isso a essência do regime de metas é que não é o Banco Central que fixa a meta. O Banco Central recebe uma meta. Ele pode discutir etc. mas ele recebe uma meta. No caso da Austrália, da Nova Zelândia, houve um contrato entre o Banco Central e o governo (na realidade, com o parlamento, pois o regime é parlamentarista). Isso é importante: a meta tem que ser exógena ao Banco Central. Se não, você tem toda a razão: qualquer meta que não seja zero é sintoma de que se está querendo fazer discricionariedade.

Além de ter um bom sistema de previsão, a outra grande dificuldade de operação efetiva do regime de metas é o caráter de defasagem entre mudanças, digamos, na taxa de juros, que é um instrumento monetário. Diga-se de passagem que no regime de metas o instrumento monetário é apanágio do Banco Central, pois é ele que escolhe o instrumento, o procedimento; independência de instrumentos por parte do Banco Central é essencial no regime de metas. Mas para ter independência no uso de instrumento ele não pode fixar meta – acho que esse é o quebra-cabeças do Juarez. Se acreditarmos que foi o Banco Central quem fixou a meta, ele tem absoluta razão. Só que eu acho que não foi. Acho até que a meta do Armínio, por exemplo, seria uma meta menor. A meta é do governo. Aí sim: o governo talvez tenha se preocupado mais com a trajetória, ou seja, é mais importante ter uma expectativa de inflação e caminhar no sentido dessa expectativa, caminhar no sentido de ter política fiscal e monetária compatível com a meta para o próximo ano e para o seguinte, do que com a meta deste ano. Isso é mais importante do que qualquer coisa, inclusive porque, de fato, as expectativas deste ano estavam razoavelmente dadas. Esperemos.

O segundo ponto é que se não for intertemporal, se não tiver essas relações intertemporais, o modelo fica sendo resolvido todo ano; aí, na realidade, num ano pode ser cinco, no outro ano pode ser zero, no outro pode ser quinze, no outro pode ser zero. Aí não tem regime de metas coisa nenhuma. Dizem os especialistas que o melhor argumento que se tem para defender o regime de metas inflacionárias é que ninguém voltou atrás, ainda; e em todos os países que passaram do regime de metas monetárias para metas inflacionárias houve uma redução de volatilidade.

Você precisa acreditar no seguinte: o Banco Central é capaz de usar a sua liberdade para fazer aquilo a que ele se propõe. E um Banco Central com pouca credibilidade? Naquele evento a que me referi, o representante do Banco de Israel disse: “puxa, pior do que a minha era impossível. Nem o partido do governo acreditava”. Num regime parlamentar como o de Israel, com aquela dificuldade que eles têm, isso era muito grave. E, no fundo, o regime de metas salvou o Banco de Israel, desse ponto de vista. Então, eu acho que você tem uma saída pela história do regime de metas. Agora, a “prova do pudim” vai ser aquilo que eu disse no início: você foi capaz de gerar menor oscilação, menor volatilidade nas variáveis reais? Menor volatilidade inclusive nos juros? Pois também a volatilidade que nós tivemos no regime anterior foi uma coisa absurda.

Do auditório

Eu gostaria de ouvir um comentário dos expositores sobre o seguinte: no último relatório da C. Pastore e Associados, o professor Pastore e a Cristine apresentam uma análise muito interessante sobre possíveis razões pelas quais a meta foi estabelecida num patamar de 8%, aparentemente com folga. Isso acabou sendo objeto de crítica. No entanto, esse relatório do Pastore mostra que há claramente uma tendência para a taxa de inflação futura ficar acima do patamar que se pode depreender olhando à primeira vista a evolução recente. O relatório Pastore defende a meta de 8%. Mostra que ela não foi frouxa. Ela foi precavida, para que o novo regime não se impusesse uma tarefa extremamente difícil de ser cumprida.

Eu acho que isso é um detalhe importante a ser observado, já que um dos subprodutos do regime é a obtenção de credibilidade. Pelo menos, eu imagino que o estabelecimento de metas factíveis e depois o exercício de realizar as metas é um processo no qual se constrói a credibilidade; quer dizer, a credibilidade é meio como uma esfinge: a gente fala, fala, fala, mas não sabe exatamente o que é, como é, quais são os determinantes e como construí-la, como fomentá-la. Então, imagina-se que um dos requisitos seja estabelecer metas e cumpri-las. Eu gostaria de ouvir um pouco o comentário de vocês, não só quanto ao patamar dessas metas, sobre essa análise que foi feita nesse relatório do Pastore – como eventualmente outros podem ter feito –, mas também quanto

às razões pelas quais, é claro, o declínio da taxa de juros preventivamente acabou sendo menor do que o mercado esperava.

Dionísio Dias Carneiro

Primeiro, eu preferia que não houvesse intervalo; eu preferia uma meta pontual. Meta pontual nós sabemos que é para ser errada, ou seja, só se atinge por acaso. Eu acho que se devia ter meta do tipo mais dois, menos dois, algo assim. Segundo, sobre o ponto de que a meta está subindo, o Brasil não pode ter meta como os Estados Unidos. Imagine a gargalhada nacional que haveria se tirássemos só os alimentos e a energia e fôssemos fixar meta para isso. Se tirássemos as coisas de alta sazonalidade e as fortuitas, efetivamente, do nível de inflação, evidentemente eu acharia que a inflação, agora, está subindo mesmo. Essa inflação deve estar subindo agora inclusive por questões que o Juarez mencionou; quer dizer, há defasagens na própria absorção dos aumentos de custos anteriores e temos aumento de nível de atividade que, agora, permite recomposição de margem. Ninguém vai achar que as margens que sobraram para os supermercados no auge da briga por espaço, por fatia de mercado, são margens de equilíbrio de longo prazo.

O último ponto, sobre credibilidade, e outra vez o problema da meta. Não é que a credibilidade do Banco Central seja estabelecida no confronto da meta com sua ação. Na realidade, a credibilidade do Banco Central é a capacidade de cumprir o que o governo determinou, desse ponto de vista. Isso é que dá a longo prazo um armistício nesse conflito entre política monetária e o resto – armistício esse que foi estabelecido no Brasil à custa do endividamento público.

Como o Banco Central financia o governo indiretamente, então a forma de acabar com o conflito entre política monetária e vontade de gastar é, na realidade, o Banco Central ser o gestor da dívida pública, de tal maneira que sempre abre espaço para o governo se financiar quando precisa. Fez isso em 95, fez isso em 98. Então, eu acho que temos é que sair dessa.

Para sair dessa sem um conflito maior, os políticos de qualquer partido, quem quer que seja o governo depois, devem acreditar no seguinte: se o governo tiver preferência por uma inflação de 10%, a missão do Banco Central é fazer os 10% acontecerem. O governo explicita a meta. Um ponto interessante do regime é que obriga o governo a dizer, de fato, qual a sua preferência, desse ponto de vista. Ou seja: o governo diz qual o custo social em que quer incorrer para construir o que acha importante. Basicamente é isso.

Juarez Rizzieri

Essa questão do lucro da inflação é razoavelmente problemática até no conteúdo da sua concepção. Evidente que o sinal é para cima, porque se no núcleo ficarem os *tradebles* (os *tradebles* foram os que supostamente foram encolhidos demais e têm conteúdo de importados enorme) então, fatalmente, o que está dentro já dá a direção de que ela vai para cima mesmo, não tenha nenhuma dúvida.

E volta a questão para a qual o Dionísio já chamou atenção: é a credibilidade em administrar a questão dos – não vou chamar de expurgos, que é uma palavra muito forte – mas desses componentes muito voláteis do índice. Tirar os alimentos *in natura*, que têm uma volatilidade enorme (nossa alface, por exemplo, ainda não transita como nos Estados Unidos, aquela alface mais durinha, que vai nos trens frigorificados do país inteiro e não tem problema). Então eu acho que é muito difícil. Mesmo com o tratamento de sazonalidade e todos os outros aspectos que se pudesse tratar nos índices, as nossas séries históricas trazem dificuldades estatísticas de tal ordem que dão padrões sazonais absurdos.

Também tem outro detalhe: é preciso ter convicção de que inflação só vai ocorrer se houver emissão de moeda. Mudança do preço relativo, para se sustentar ou não, depende do compromisso que se tem com o nível de emprego ou com outra coisa; quer dizer, choques de oferta ocorrem efetivamente, mas se não quisermos ter inflação, teremos que fazer um ajuste em termos de setores. Acho difícil operar esse conceito do núcleo da inflação como instrumento; é melhor ter a meta mesmo, que envolve toda a orientação da política macroeconômica.

Éverton, do Banco do Nordeste

Eu queria fazer uma pergunta para o professor Juarez e uma para o professor Dionísio. Professor Juarez, por que as exportações não cresceram tanto após a desvalorização? Qual o cenário das exportações no curto prazo e o que o senhor acha que o governo poderia fazer para estimular essas exportações? Para o professor Dionísio, eu queria perguntar se a crise recente da Argentina tem fôlego e em que grau ela pode afetar os demais países da América Latina, particularmente o Brasil.

Juarez Rizzieri

Realmente, foi uma grande surpresa, uma mudança de preços relativos dessa ordem, 40 ou 50%, não dar um sinal pleno; era alguma coisa que perturbaria muito a cabeça dos economistas. Primeiro, é que em alguns segmentos nos quais o Brasil era importante, que é uma boa parte de *commodities*, na hora em que houve essa desvalorização o pessoal sentiu que o Brasil ia se voltar para fora, então caiu o preço em dólar e nós acabamos exportando mais em quantidade e menos em valor. Então, quando somamos em dólar dá menos, apesar de termos exportado mais, boa parte de *commodities*.

Segundo, houve a queda da renda em nível internacional; quer dizer, no nível mundial o PIB está crescendo metade do que estava crescendo em períodos anteriores. Então, efetivamente também se teve essa resistência. Depois tivemos, num primeiro momento, também o problema das linhas de crédito, que tinham sido removidas e já não são mais, a meu ver, a grande restrição.

Mas exportação não é só crédito e não é só preço relativo também; exportação é um produto que você tem que construir. Aliás, o Gustavo Franco escreveu um artigo muito interessante sobre o assunto, publicado em jornal esses dias. Não é só câmbio que impôs preços relativos. É um produto que precisa ser muito trabalhado. Você tem que qualificar muito o produto, enfiar nele muito valor agregado, e hoje em dia você exporta o que você importa também. E, finalmente, eu acho que a demanda interna reagiu e o produtor provavelmente achou mais interessante vender no mercado interno do que no mercado externo.

Dionísio Dias Carneiro

Claro que a crise argentina tem fôlego. Como eu disse, não é um problema de desvalorização cambial na Argentina; de fato, é sustentar um regime de abertura de conversibilidade. Tem fôlego e certamente vai estar conosco até novembro, até se resolver o problema das eleições. A única coisa que pode impedir um tumulto daqui para lá, e que certamente atinge todo o mundo, é recorrer ao fundo. Não vejo outra alternativa. O problema é que, em véspera de eleições, com visões conflitantes sobre política, uma ajuda externa é completamente diferente, é quase uma intervenção no resultado da eleição. Então, isso é um problema político complicado.

E não se fazem essas intervenções com precisão cirúrgica; o grau de controle que se tem sobre elas é mais ou menos como luva de box. E demora quinze dias ou três semanas para fazer funcionar a intervenção; e aí já mudou completamente o resultado: já teve quebra generalizada, muda resultado de eleição, aí tem tumultos muito maiores. Então, acho que estamos em terreno perigoso e vamos ficar nele durante algum tempo. Simplesmente porque sou cético em relação à capacidade de Washington (o Fundo e o governo americano) agir tão rápido quanto seria necessário. Se agir, ótimo; aí se consegue prevenir um resultado desastroso. Agir, no fundo, significa ter US\$ 30 bilhões, US\$ 20 bilhões de crédito.

Carlos Roberto Azzoni

Acho que já esgotamos o tema. Queria agradecer aos dois expositores as suas brilhantes exposições, agradecer a todos, agradecer ao Banco e à Anpec o convite para presidir essa mesa; e encerrar os trabalhos desejando boa noite a todos. Muito obrigado.