

## Balança comercial e fluxo de capitais

## Aspectos técnicos da política cambial\*

MARIO HENRIQUE SIMONSEN — Quero fazer dois comentários. Primeiro, na equação de arbitragem da taxa de juros, há um ponto que frequentemente não é notado, mas que é importante sublinhar: o prêmio de risco está fundamentalmente voltado para o que acontece com a conta corrente. Isso explica por que o país pode, num certo período, manter uma moeda supervalorizada, que leva a um déficit elevado em conta corrente, mas lá pelas tantas o déficit em conta corrente aumenta tanto, levando consigo o prêmio de risco, que a situação se inverte e a moeda do país tem de ser desvalorizada.

Minha preocupação fundamental no caso brasileiro é saber se a taxa de câmbio está compatível com um nível razoavelmente equilibrado da conta corrente, conforme as capacidades financeiras do país. No ano passado, eu considerava que a taxa de câmbio estava desequilibrada, tendo em vista o resultado da conta corrente. Estávamos ameaçados de ter uma conta corrente deficitária de 5 a 6% do PIB, o que obviamente

---

\* Painel realizado em 1-12-1995. Presidente da mesa: Gustavo Franco (diretor do Banco Central). Mediador: José George Teixeira Bezerra (diretor do Banco Fonte). Debatedores: Aloísio Pessoa de Araújo (diretor de ensino da EPGE/FGV); Mario Henrique Simonsen (ex-ministro da Fazenda e do Planejamento); Daniel Dantas (diretor do Banco Opportunity).

Nota: O professor Aloísio Pessoa de Araújo declarou-se impedido de rever os seus textos, razão pela qual estes não se encontram transcritos.

não parece ser sustentável no longo prazo, como mostra a recente crise do México.

Hoje acho que as projeções da conta corrente para os próximos 12 meses são algo em torno de 2% do PIB, US\$12 bilhões ou alguma coisa assim dessa ordem de grandeza, que são obviamente financiáveis por investimentos e capitais de longo prazo. Portanto, eu diria que as angústias que eu tinha há um ano para saber se a taxa de câmbio estava adequada, certamente hoje não tenho mais, devido ao ajuste macroeconômico, ao efeito da política monetária, às mudanças cambiais, e assim por diante. Talvez eu gostasse mais de bandas um pouco mais amplas do que aquelas que são praticadas hoje. Eu daria um pouco mais de flexibilidade à política cambial, mas reconheço que isso é um detalhe com uma tendência mais estética.

A segunda observação é basicamente sobre a possibilidade de o ajuste ter envolvido uma maior desvalorização cambial e menores taxas de juros. No meu entendimento, o que justifica hoje a manutenção da taxa de juros alta pelo Banco Central não é o desejo de ter uma taxa de câmbio supervalorizada, mas simplesmente a ausência do ajuste fiscal, que não foi feito e que não sei se vai ser feito. Eu sou meio cético quanto às possibilidades de ajuste de curto prazo. Eu já disse que as reformas são defensivas demais para se oporem à avalanche construtiva que foi a Constituição de 1988. Então, em vista disso, a previsão é que vamos ter de continuar com a taxa de juros alta nos próximos anos, o que obviamente atrapalha o crescimento econômico. Paciência. Como disse o Chico Lopes recentemente, 4 ou 3% de crescimento ao ano não é tão bom, mas de qualquer forma é melhor do que nada.

**DANIEL DANTAS** — Há um consenso evidente de que seria muito melhor se tivéssemos um ajuste fiscal. É imprescindível que ele ocorra, mas isso me lembra muito quando meu pai me dizia que, antes de ser rico com saúde, fui pobre doente. No mais, vamos discutir se é preferível ou não ter ajuste fiscal.

Entendo que seja desejo de todo mundo, inclusive do Banco Central, poder trabalhar com uma situação um pouco mais favorável. A variável de decisão é que medidas você pode tomar, e não que medidas você gostaria que pudessem existir. Dada esta dificuldade, o Banco Central vai precisar administrar uma situação para conseguir a estabilidade de preços.

Assim, foi necessária uma política de câmbio e de juros que não é a ideal de longo prazo. Ela é instável num prazo muito longo e é vulne-



rável num prazo muito curto. Ela é vulnerável porque depende da disponibilidade de capitais internacionais, e no momento não temos a garantia de que eles vão continuar existindo na mesma proporção.

A estabilidade depende de fatores externos. Neste aspecto, a taxa de juros é elevada para conseguir conter a demanda e garantir a estabilidade de preços, o que implica uma taxa de câmbio sobrevalorizada, ou seja, uma taxa de câmbio mais baixa do que a que havia no momento.

No meu entender, o Banco Central solucionou este compromisso através de mecanismos de substituição de entrada e de intervenção no mercado de câmbio, administrando normalmente a taxa de câmbio num nível mais alto do que o de equilíbrio de mercado, dada a taxa de juros, talvez num nível mais baixo do que seria desejável do ponto de vista da competitividade para o Brasil.

Se as bandas são mais largas ou mais estreitas, isso talvez seja um detalhe em relação à parte mais essencial: porque, de fato, na grande maioria dos dias, o câmbio se situa na parte inferior da banda. Isso significa que, no fundo, temos um câmbio semifixo com alguma flexibilidade, ou talvez até já se educando na direção do novo regime.

Meu entendimento é que a taxa de juros é uma das únicas alternativas para tentar segurar a demanda, na inexistência de um ajuste fiscal suficiente para um equilíbrio mais saudável. Isso me lembra a pergunta: "O que você acha de fazer 81 anos?" E a resposta: "Diante da alternativa, é ótimo". Acho que não está no cardápio do Banco Central escolher o ajuste fiscal, e estamos discutindo o que seria possível, não o que seria desejável.

Do ponto de vista do ajuste fiscal, acho que só tem sentido pagar taxas de juros elevadas até que se consiga o ajuste fiscal, se houver algum motivo para crer que o ajuste fiscal no futuro seja mais fácil do que no presente. Eu acredito que é muito pouco razoável supor que o Brasil vá ter governos mais qualificados do que este.

Eu acho até que o governo do próprio Fernando Henrique é um acidente do processo eleitoral. Em média, a esperança da qualidade do governo não é esta, é inferior. Então por que adiar o processo? Pode-se dizer que o próximo governo terá, em média, mais facilidade do que este em conduzir o ajuste fiscal. Se este governo terá no futuro mais condições de fazer ajuste fiscal que no momento, eu não sei. Não tenho elementos para analisar. Então, é possível que nem este nem o outro governo tenham condições.

Acho que as reformas deveriam estar acontecendo num ritmo mais rápido, mas não sei se a minha opinião é tão qualificada sobre o



assunto, porque há três elementos envolvidos no processo: o econômico, o administrativo e o político. Como tenho dislexia em relação à parte política, tenho esperança de que esteja havendo uma administração em etapas, em que o governo tenha cuidado primeiro de conseguir um grande desenvolvimento do ponto de vista constitucional, para fazer a reforma política, e que posteriormente esteja contemplando a reforma fiscal e a reforma do Estado. Se este for o caso, acho que não há inconsistência alguma.

De certa forma, acho que o plano surpreende a todos do ponto de vista do desempenho: de tão pouco que se sofreu para tanto ser obtido até aqui no momento.

**JOSÉ GEORGE TEIXEIRA BEZERRA** — Nós todos ouvimos aqui, no painel sobre aspectos técnicos da política monetária, o comentário do dr. Gustavo Franco, diretor do Banco Central, de que ele se diverte mais discutindo política monetária do que política cambial. Como ele já está no governo há algum tempo, acredito que já esteja calejado em fazer coisas que não o divertem tanto. Por isso, espero realmente ouvir seus comentários a esse respeito.

**GUSTAVO FRANCO** — Devo reconhecer que hoje é muito mais divertido falar sobre política cambial do que há um ano.

Minhas observações são breves e técnicas, respondendo a algumas observações do professor Aloísio Araújo e a outras levantadas pelo professor Simonsen, e tratando de algumas mencionadas no meu artigo de hoje na *Gazeta Mercantil*. É interessante notar que, em países com inflações maiores que a média da OCDE, onde o sistema de bandas é praticado, é comum que as bandas sejam periodicamente deslocadas segundo uma lógica de “caixotinhos superpostos”, como é o caso israelense, ou uma lógica de “corredores cambiários”, como no modelo chileno, que é uma espécie de banda com *crawling peg*, ou uma banda indexada.

Nossa experiência tem sido muito parecida com a idéia do caixotinho. O principal problema verificado é a transição, ou seja, a passagem de um caixotinho para outro. Aqui houve uma inovação que tornou esse problema muito menos difícil do que em outros países, que foi a introdução do “leilão de *spread*”. Este se revelou um instrumento tão poderoso para reduzir a volatilidade da taxa de câmbio dentro da banda que hoje funciona sozinho, tendo reduzido em 90% a ansiedade que existia quando de mudanças na banda. Isso já foi testado em várias ocasiões.

Acho que uma discussão mais interessante não é sobre a banda e essas coisas todas que vemos no noticiário, mas uma outra que fica, às vezes, relegada ao plano acadêmico e que é mais importante: a dos fun-

damentos do setor externo. Se olharmos para o setor externo, observaremos várias coisas que estão erradas e que devem ser modificadas.

Por exemplo, é errado um país perseguir a auto-suficiência como objetivo de política econômica. É mais do que errado, é uma besteira, mas permanece ainda viva. Isso nos levou a ter importações representando pouco mais de 4% do PIB. Não vejo razão alguma, em nenhum livro de economia que conheça, para um país aspirar à auto-suficiência como algo que faça sentido do ponto de vista econômico. No entanto, isso existia até pouco tempo atrás como objetivo de política econômica e ainda existe, por certo, na cabeça de muita gente teimosa.

Errada também é a concepção mercantilista de que superávit comercial é sinônimo de riqueza. Aliás, esse erro existe há pelo menos três séculos. É curioso que em 1982, 1983, quando o Brasil atingiu um megasuperávit, não foram poucos os que criticaram duramente o governo, ao dizerem que, na época, era inaceitável essa transferência líquida para o exterior, que o país não tinha vocação para ser exportador de capital, ter superávit desse tamanho etc.

No entanto, olhando o Brasil em julho de 1984, víamos um país onde a importação era 4,5% do PIB e havia um enorme superávit comercial. Esses não devem ser os fundamentos da inserção internacional do Brasil nos próximos anos, se é que queremos ter uma economia aberta e competitiva.

Fala-se muito das reformas. As reformas são lentas. O presidente Fernando Henrique Cardoso tem feito o melhor que pode para apressar o ritmo legislativo. No entanto, é interessante lembrar que uma reforma, talvez a mais importante de todas, já foi feita, e muito rapidamente: a abertura da economia. É muito fácil mostrar números. Em 1991, as importações mais exportações eram da ordem de US\$50 bilhões e, em 1996, vamos atingir US\$100 bilhões. Dobramos nosso intercâmbio comercial, e a maior parte desse movimento ocorreu no último ano. Os efeitos desse tipo de reforma na economia brasileira são avassaladores, uma vez que uma mudança profunda na estrutura de mercado e nas dinâmicas de competição da economia obviamente transforma radicalmente as condutas empresariais.

Quem compra revistas de negócios só vê matérias sobre qualidade, reengenharia, essas coisas. Isso reflete uma conduta empresarial totalmente diversa da anterior, e o resultado é uma alavancagem extraordinária da taxa de crescimento da produtividade, que, no setor industrial no Brasil, nos últimos cinco anos, subiu, enquanto a relativa aos cinco anos anteriores a 1991 caiu 1,4% ao mês (no meu artigo até está errado:



saiu publicado +1,4%, mas é -1,4%). De 1991 para 1995 a produtividade cresce 7,6% ao ano, ou seja, o Brasil está experimentando o gosto da transição para um modelo de crescimento voltado para fora.

Todas as mazelas geradas pelo modelo de substituição de importações aparecem quando da transição para um outro voltado para fora, alavancado pelo comércio exterior, que tem como substrato básico o alastramento da competição, de novas tecnologias de produção, de consumo ou de conduta empresarial. Tudo isso resulta em 7% ao ano de crescimento da produtividade.

Isso é da maior importância da perspectiva do longo prazo, da chamada agenda positiva que o Brasil deve ter, porque o fato de a produtividade crescer nesse nível, evidentemente, coloca o Brasil em outras bases.

Essencialmente, posso dizer qual é a âncora do Plano Real: não é a cambial nem a monetária. A verdadeira âncora está nos fundamentos e, ao menos no que toca o setor externo, a maior âncora do Real é a abertura. Entendo esse aparente paradoxo, numa economia fechada como a nossa, de que o que segurou o Plano Real foi a âncora cambial. A inserção externa mudou toda a química de formação de preços. A perspectiva do consumidor tem a ver com a abertura, e o câmbio é como uma expressão dessa transformação extraordinária que o país experimentou.

Tudo isso serve para dizer que se experimentou uma mudança de fundamentos extraordinária e, tendo os fundamentos se modificado desse jeito, é totalmente descabida essa conversa de defasagem cambial. É claro que a taxa de câmbio que era boa ou que era de "equilíbrio" há 10 anos, no auge da crise da dívida, só por um acidente faria sentido nos dias de hoje. Assim, a pergunta relevante é qual a taxa cambial de equilíbrio para um outro contexto, uma outra inserção internacional e um outro modo de viver entre o Brasil e o mundo exterior; um outro balanço de pagamentos.

Quando falamos pela primeira vez em déficit em conta corrente de 2% do PIB foi um escândalo, parecia uma heresia. Hoje estamos mais acostumados. Sabemos que todas as economias emergentes têm déficit em conta corrente na casa de 2-3% do PIB, com exceção de Taiwan. Alguns países, é claro, exageram a dose e passam por problemas. Em outros a dosagem é pequena e ainda se procura a dose exata. Déficit em conta corrente é o que se chama de poupança externa e pode permitir investimento doméstico maior do que poupança doméstica. Portanto é



bom, do ponto de vista do crescimento, se pudermos ter poupança externa, especialmente se conseguirmos fazê-lo sem nos fragilizar.

Se esse é o preço que se paga para dobrar as importações e introduzir competições, destruindo os distúrbios gerados pelos oligopólios, ótimo. O preço sai melhor do que de graça. Mudou tudo, e é nesse contexto que devemos olhar.

Comparo, no meu artigo, essa situação com a do profissional que, depois de muitos anos, compra um computador e tem seus hábitos modificados. Escrever à mão passa a ser sem graça. A produtividade pula para um patamar inteiramente diferente, tudo passa a ser diferente. A questão tem que ser colocada de outro modo. A resistência contra a proposta de abertura se manifesta na discussão sobre juros e câmbio, aparecendo argumentos dos mais variados, contra e a favor.

Um deles, que o professor Simonsen comentou, especialmente importante, é a idéia da dosagem, de mais câmbio, menos câmbio, mais juros, menos juros, e tem a ver com a tese de que a taxa de juros está alta. Não porque o governo goste, ou porque a situação fiscal não seja boa, mas porque o balanço de pagamentos está em crise e precisa dessa taxa de juros. Atribuo quase inteiramente a essa tese equivocada a resistência à abertura. Na cabeça de todo defensor da fechadura está a noção de que a abertura leva à crise cambial. Para esses, a liberdade de importar vai acabar com o mundo; o país vai ser assoberbado por produtos estrangeiros, o balanço de pagamentos vai entrar em crise e o Brasil em colapso. O que é, evidentemente, uma besteira. Hoje o Brasil já pode claramente olhar para o mundo exterior, ter um regime comercial civilizado, ter um nível de importações elevado, consistente com o nível de exportações, e isso não tem nada de errado. Errado é ter superávit comercial do jeito que tínhamos.

Há outra discussão, muito antiga, e que remonta ao professor Swan. É a aparente contradição, colocada pelo professor Pastore, entre *expenditure switching* e *expenditure reducing*. O argumento é que um desequilíbrio externo pode ser resolvido, seja através de redução do gasto público, seja através de mudança de preço relativo (taxa de câmbio).

Tipicamente, a desvalorização cambial faz parte da mentalidade heterodoxa que dominou este país tanto tempo e que tende a achar que mudança de preço relativo se faz facilmente sem custos: "desvalorização cambial é sopa, é só colocar o câmbio lá em cima que não acontece nada, não tem impacto na inflação e não tem impacto fiscal". Como se, para colocar a taxa de câmbio lá em cima, o Banco Central não tivesse de inter-

vir comprando dólar com dinheiro do contribuinte. O que se observa é que tivemos uma experiência recente de fazer o reequilíbrio externo através de *expenditure reducing*, ou seja, de redução da demanda agregada.

É claro que o ideal seria se a redução da demanda agregada fosse feita através de uma redução mais agressiva do gasto público, e saíssemos da situação de *crowding-out* que estamos agora. A redução do gasto público parece fácil nos modelos *IS-LM*, mas, na prática, cortar os gastos do governo é uma coisa mais complicada e mais demorada do que parece. É um processo que está em curso. Tento ser otimista a esse respeito. Acho que a própria atenção que os observadores e os analistas dedicam a esse problema facilitará a mobilização em torno do ajuste fiscal. Acho que 1996 será dominado por esse tema.

Por outro lado, passaram as ansiedades básicas com relação ao setor externo, muitos mitos foram derrubados, muitos foram superados: o mito do superávit, o mito da defasagem cambial. Acho que os ganhos foram extraordinários. Não tem volta. Falar novamente em auto-suficiência, em superávit em conta corrente são coisas que só fazem sentido se houver outro desastre internacional comparado ao de 1992. Nem um desastre como aquele impediu o Brasil de acumular reservas da ordem de quase US\$12 bilhões em 1995. Essa é uma das áreas onde o livro-texto de macroeconomia provou que serve para alguma coisa, ao contrário do que se dizia. Não foi preciso demonstrar na prática. Passadas as ansiedades, sobrou para 1996 o fundamental, a questão do ajuste fiscal.



## Política cambial e comércio exterior\*

**ROBERTO FENDT** — O tema deste painel é política cambial e comércio exterior, e temos uma pauta razoavelmente ampla. Minha intervenção se restringirá a algumas considerações relativas a dois dos quatro temas propostos para discussão pelo painel: primeiro, a situação da balança comercial este ano e seu relacionamento com o câmbio, tarifas e barreiras não-tarifárias; segundo, avaliar a redução do chamado custo Brasil como alternativa a uma política cambial mais agressiva.

Minha primeira observação diz respeito ao desempenho recente da balança comercial. Há uma percepção geral de que a balança comercial deteriorou-se de forma significativa, em decorrência do crescimento das importações de veículos. Há também uma percepção de que o comportamento das importações, a partir deste último trimestre, revelaria uma tendência de que os problemas experimentados este ano estariam a caminho de ser naturalmente sanados, dadas as medidas de política comercial aplicadas.

Observe-se, em primeiro lugar, na tabela 1, que as importações de veículos no ano de 1995 — dados de janeiro a setembro de 1995, comparados com os dados correspondentes do ano anterior — revelam um crescimento da ordem de 83%, comparado com um aumento das impor-

---

\* Painel realizado em 1-12-1995. Presidente da mesa: Gustavo Loyola (presidente do Banco Central). Mediador: Daniel Dantas (diretor do Banco Opportunity). Debatedores: Roberto Fendt (ex-diretor da Cacex); Affonso Celso Pastore (ex-presidente do Banco Central e professor da USP); Carlos Ivan Simonsen Leal (diretor-geral da EPGE/FGV).



tações totais de 79%. As importações de matérias-primas cresceram 74%, as de bens de capital, 90% (aí incluídas as de veículos, dada a classificação das mercadorias adotada pela tarifa aduaneira brasileira) e as de bens de consumo, 120%. Fica claro, pelo simples exame desses dados agregados, que o crescimento das importações globais não se deve exclusiva e extemporaneamente às importações de veículos, mas que toda a pauta de importações cresceu de forma acentuada ao longo do período em consideração. A única exceção, entre os grandes agregados, ficou por conta das importações de combustíveis (crescimento de 30% no período). Dado que as exportações cresceram mais lentamente (menos de 6% no período), a deterioração da balança comercial decorre, aritmeticamente, do crescimento *generalizado* das importações *vis-à-vis* o menor crescimento observado das exportações.

Tabela 1  
**COMPORTAMENTO DAS IMPORTAÇÕES**

Discriminação	Jan./set. 1994 (US\$ milhões)	Jan./set. 1995 (US\$ milhões)	Crescimento (%)
Importações totais	21.018.429	37.623.468	79,1
Matérias-primas	771.824	1.323.764	74,0
Bens de consumo	2.313.772	5.226.765	125,9
Combustíveis	3.205.062	4.225.885	31,9
Bens de capital	7.781.771	14.762.054	89,7
Veículos	2.343.556	4.227.522	82,5

Fonte: Dados brutos do DTIC.

Sem entrar, por ora, na discussão das causas das diferenças nas taxas de crescimento das importações e das exportações, dificilmente se pode pensar no reequilíbrio da balança comercial através das soluções sugeridas no nosso programa, ou seja, pela imposição de tarifas mais elevadas ou de barreiras não-tarifárias, visando a setores específicos da pauta de importações. A adoção de práticas comerciais dessa natureza certamente terá impacto muito limitado e não contribuirá, de forma significativa, para a solução do problema.

Tabela 2a  
**COMPORTAMENTO DAS EXPORTAÇÕES**

Discriminação	Jan./set. 1994 (US\$ milhões)	Jan./set. 1995 (US\$ milhões)	Crescimento (%)
Exportações totais	32.282.915	34.178.206	5,87
Básicos	8.241.635	8.325.580	1,02
Semimanufaturados		6.503.706	30,25
Manufaturados	18.570.102	18.696.807	0,68

Fonte: Dados brutos do DTIC.

Tabela 2b  
**COMPORTAMENTO DAS EXPORTAÇÕES: PERCENTUAL  
DOS AGREGADOS SOBRE AS EXPORTAÇÕES TOTAIS**

Discriminação	Jan./set. 1994	Jan./set. 1995	Crescimento
Básicos	25,53	24,36	-4,58
Semimanufaturados	15,47	19,03	23,03
Manufaturados	57,52	54,70	-4,90

Fonte: Dados brutos do DTIC.

Do lado das exportações (tabelas 2a e b e 3a e b), o desempenho não é brilhante. Comparando-se o desempenho de janeiro a setembro de 1995 com o mesmo período de 1992, segundo ano da abertura comercial, observa-se que a taxa média de crescimento do *quantum* das exportações foi da ordem de 7,4%. Nos últimos dois anos anteriores a 1995 o *quantum* das exportações cresceu 14%.

Tabela 3a  
**ÍNDICES DE EXPORTAÇÃO**  
 (jan./set. 1992 = 100)

Período Jan./set.	Básicos		Semimanufaturados		Manufaturados		Total	
	Preço	Quantum	Preço	Quantum	Preço	Quantum	Preço	Quantum
1989	105	110	180	60	113	83	120	81
1990	97	106	150	59	119	72	118	77
1991	105	102	144	66	72	124	118	78
1992	100	100	100	100	100	100	100	100
1993	95	119	91	119	81	140	86	131
1994	104	126	101	131	91	134	95	131
1995	110	121	133	130	101	121	107	124

Fonte: Dados brutos do DTIC.

Tabela 3b  
**TAXAS DE CRESCIMENTO DAS EXPORTAÇÕES (%)**

Período jan./set.	Básico		Semimanufaturados		Manufaturados		Total	
	Preço	Quantum	Preço	Quantum	Preço	Quantum	Preço	Quantum
1995-92	3,23	6,56	9,97	9,14	0,33	6,56	2,28	7,43
1994-92	1,98	12,25	0,50	14,46	-4,61	15,76	-2,53	14,46
1995/94	5,77	-3,97	31,68	-0,76	10,99	-9,70	12,63	-5,34

Fonte: Dados brutos do DTIC.



De janeiro a setembro de 1995 a situação deteriorou-se de forma mais expressiva do que seria de se esperar, dado o crescimento do comércio mundial no período. Descontado do crescimento em valor da pauta de exportações o aumento de preços, da ordem de 13%, o índice de *quantum* revela um *decréscimo* de 5,3%. Vale dizer, estamos perdendo *market share*, em um cenário internacional muito positivo para o crescimento das exportações brasileiras. O problema reside, portanto, do lado da exportação.

Em decorrência da abertura comercial, as importações cresceram a uma taxa média anual de 50% no período 1992-95. Não se trata, portanto, de um problema específico de 1995, mas do período como um todo, revelando uma acomodação das importações ao nível de atividade doméstico. Dado que estas estiveram reprimidas por um longo tempo, seria de se esperar um rápido crescimento no período de transição ao novo equilíbrio, seguido de uma acomodação.

O que há de específico em 1995, do lado das importações — dados de janeiro a setembro, em relação ao mesmo período do ano anterior —, é o extraordinário crescimento destas em 99%, medidas em valor. Revela um crescimento que certamente tem a ver tanto com os preços relativos quanto com o crescimento da absorção doméstica. A pauta de importações brasileiras é extremamente concentrada em bens de capital e insumos, e pouco significativa no que diz respeito aos demais componentes. Chama a atenção, portanto, o fato de que, em um único ano, a participação dos bens de consumo no total das importações cresceu três pontos percentuais. Esse fato é revelador de que os preços desses produtos praticados no mercado interno, traduzidos pela taxa cambial e pelas margens de proteção, estavam desalinhados com respeito aos preços internacionais. As razões variam de setor a setor, mas têm certamente a ver com ausência de vantagens comparativas e práticas monopolísticas — validadas pela proteção — em muitos deles.

O que fazer diante desse quadro é a indagação relevante. O crescimento das importações decorre da combinação do aprofundamento da abertura comercial, utilizado parcialmente como suporte à estabilidade de preços, associado ao superaquecimento da economia no segundo semestre do ano passado e no primeiro semestre deste ano. As taxas de crescimento nos três últimos trimestres tornaram-se incompatíveis com o equilíbrio da balança comercial, independentemente da capacidade de financiamento desse déficit pelo ingresso líquido de capitais. Contribuiu também para o crescimento das importações o diferencial de taxas de

juros e prazos nos financiamentos internos, *vis-à-vis* as taxas e prazos praticados no mercado internacional, tornando a importação mais atraente em relação às compras no mercado interno.

Dada a inflexibilidade das taxas e dos prazos de financiamento, ditados pelo controle da demanda agregada interna, a solução óbvia é a desaceleração da taxa de crescimento da economia. Esta deverá ter efeitos sobre os dois lados da balança comercial, reduzindo as importações e induzindo o crescimento das exportações.

Tem-se argumentado com frequência que, se a política cambial não se tornar mais agressiva, é possível compensar, pelo menos parcialmente, essa situação reduzindo-se o chamado custo Brasil. Não há dúvida de que a redução do custo Brasil pode e deve afetar, a longo prazo, a eficiência da economia e, em decorrência, sua competitividade internacional. Sua redução depende exclusivamente de medidas de política econômica, liberalizando os mercados e introduzindo a competição no mercado interno. Esse aumento da competição reflete-se em maior bem-estar dos consumidores e maior eficiência produtiva, já que induz a realocação dos recursos escassos disponíveis para as atividades em que o país detém vantagens comparativas.

A curto prazo, contudo, seus efeitos são questionáveis sobre a balança comercial. Em primeiro lugar, porque nada se fez para reduzir seus componentes. Não se começou a discutir a reforma tributária, indispensável para eliminar os efeitos dos tributos incidentes sobre as exportações. Do desenho de um sistema tributário mais racional devem resultar meios e formas de desonerar as exportações, retirando as penalidades que sobre elas incidem hoje. O problema é mais agudo no que diz respeito às exportações de semimanufaturados e produtos primários, mas não é inexistente para as exportações de manufaturados. A introdução da CMF, para dar somente um exemplo, poderá onerar a atividade exportadora com um novo tributo não rebatível, tornando as exportações em 1996 ainda mais oneradas do que já são hoje.

Em segundo lugar, a questão portuária avançou muito pouco no que diz respeito à sua operacionalização. A lei básica foi proposta em 1990 e aprovada em 1992. Até agora muito pouco aconteceu em termos práticos, ou seja, os custos portuários permanecem os mesmos.

Terceiro, a deficiente infra-estrutura retira competitividade à atividade exportadora, em comparação a nossos concorrentes no mercado internacional. Somente uma expressiva aceleração do programa de privatização pode sanar esse custo. O progresso do programa de privatização,



contudo, não autoriza otimismo nesta área. O mesmo pode ser dito de todos os demais componentes do custo Brasil. A inevitável conclusão é que, a curto prazo, sua redução não é uma alternativa a qualquer política cambial.

Mencionei rapidamente a questão de uma política comercial específica para o setor automotivo, porque esta abre precedente sério para a condução da política comercial. É claro que, dada a tarifa consolidada na OMC, o governo brasileiro pode restabelecer a alíquota de importação desse item — que havia sido unilateralmente reduzida como forma de combater aumentos setoriais de preços — até o nível consolidado na OMC. O mesmo pode dar-se com respeito a todos os produtos em situação similar.

Dáí não decorre que seja legítimo recriar esquemas adotados no passado, visando a incentivar a produção doméstica, ao arrepio do disposto em acordos internacionais de que o país é signatário. Não somente se distorce a alocação de recursos, reduzindo a eficiência global da economia, abre-se também a possibilidade de que qualquer setor industrial brasileiro, que se sinta ameaçado pela concorrência externa, venha solicitar isonomia de tratamento similar ao conferido à indústria automotiva. Escalar as margens de proteção certamente não é a forma adequada de solução para os desequilíbrios transitórios da balança comercial.

Isto não implica dizer que não deva o país, legitimamente, defender-se de práticas desleais de comércio de nossos parceiros comerciais. Os normativos da OMC, decorrentes dos resultados da Rodada do Uruguai, estabelecem o marco jurídico e os procedimentos para que tal se dê. Não há necessidade de qualquer esforço criativo interno que substitua o que o Brasil livremente pactuou naquela rodada.

**AFFONSO CELSO PASTORE** — Quero me ater a alguns comentários que não foram abordados anteriormente e deixar mais claras algumas coisas em relação ao comércio exterior. Primeiro, sobre essa questão de colocar ou não tarifas para equilibrar a balança do comércio: pela forma como entendo a lógica do programa de estabilização, não me parece que este tipo de estratégia possa ser feito livremente.

A rigor, a abertura da economia, a quantidade de bens *tradables* no total de bens e o controle da taxa de câmbio passam a ser fundamentais para segurar o nível de preços. O governo aqui está tolhido quanto a usar o instrumento de tarifas, e acho que é uma boa coisa, porque eu sempre aprendi que instrumento que é bom para alocação de recursos, que gera eficiência alocativa, deve ser usado para gerar eficiência alocativa, e não para resolver problemas de balanços de pagamentos. Esses problemas têm

de ser resolvidos com instrumentos que mexem diretamente com balança de pagamentos, que são ou política monetária fiscal, para reduzir ou elevar a absorção, ou então uma valorização ou desvalorização da taxa cambial.

No caso de automóveis que o Roberto levantou, foi feita uma subida de tarifas num certo reconhecimento de que a redução de tarifas que tinha sido colocada era insustentável. Quer dizer, importamos US\$5 bilhões de automóveis este ano.

O que estou entendendo é que, se a tarifa ficasse em 20%, provavelmente o país importaria mais do que US\$5 bilhões este ano. Eu me lembro que o Brasil quebrou quando importou US\$4 bilhões de petróleo. Infelizmente, no meu modo de ver, foi feito um erro de avaliação de achar que se podia abrir à vontade. Talvez naquele momento alguém achasse que o Brasil podia se financiar no mercado internacional, muito mais do que de fato podia. Eu me recordo que aquela redução de tarifa aconteceu antes do alerta mexicano. Quando o crescimento de importações era muito maior do que se imaginava, aconteceu esse problema mexicano e o governo teve de repensar as tarifas.

Essa ida e volta de tarifas é muito ruim. Só que o que está feito está feito e o que o governo deve ter na cabeça é que, se quiser usar um instrumento de tarifa daqui para frente para restringir mais balanços de pagamentos, ele perderá um elemento central da lógica da produção da estabilidade, que é justamente o grau de abertura da economia. O protecionismo a mais não me parece que seja uma alternativa para equilibrar a balança de pagamentos.

A tarifa vai ter de ser utilizada, as políticas de proteção têm de ser utilizadas muito mais para objetivos externos, ou seja, a velocidade da abertura, por outro lado, também ficou muito determinada pela velocidade na qual se quer estabilizar a economia. E aqui há o *trade-off*, quer dizer, para obter mais rapidamente a estabilidade nós tivemos de produzir este salto e dobrar as importações.

O governo só está apto a utilizar a âncora cambial. Estabilidade de câmbio e abertura da economia significam estabilidade de preços. Significam que não temos problemas na balança comercial. Acho que na lógica do plano lá atrás também estava a existência de um problema na balança comercial.

Meu segundo comentário diz respeito a três variáveis que frequentemente são trazidas à discussão: o câmbio, a produtividade e os juros. Vamos começar pelos juros. A taxa de câmbio no Brasil valorizou-se? Evidente que ela se valorizou. Pode haver controvérsia com relação



ao nível de valorização e a que efeitos essa valorização produziria sobre os saldos comerciais e sobre a conta corrente, que são efeitos muito diferentes. Isso depende do fato de haver absorção alta ou baixa.

A diferença disso foi a redução do nível de atividade, produzida pela política monetária contracionista. Não estou discutindo se o câmbio hoje está em equilíbrio e se ontem não estava, mesmo porque ele não se moveu, lá atrás ele não está em equilíbrio. Hoje, como disse o Mario Henrique Simonsen no painel anterior, o câmbio está em equilíbrio com uma taxa de juros lá em cima. Para o Aloísio Araújo, uma das formas de se descobrir o grau de desvalorização cambial é olhar para o diferencial da taxa de juros. Pelos seus cálculos, o diferencial das taxas de juros interna-externa, deduzido o risco Brasil, é um número por volta de 15%.

O Brasil sustenta esse déficit na conta corrente porque está com uma taxa de juros exageradamente alta. Há pessoas que acham que isso não é tão grave, porque a taxa de juros facilitou nosso programa, pois há um subsídio nas taxas de juros pagos pelos exportadores.

Que componentes de subsídio ao exportador faz um ACC (adiantamento de contrato de câmbio) ficar 90 dias com o dinheiro? Ele tem tudo direitinho, em dólar. Paga a correção cambial e juros em dólar — que são juros baratinhos. Aplica isso no mercado financeiro e ganha; ou então, não toma dinheiro do mercado doméstico e ganha o diferencial, o que é uma operação de arbitragem. Quer dizer, há o diferencial da taxa de juros pelo tempo que se ficou no ACC, isso gera uma desvalorização implícita da taxa de câmbio e, conseqüentemente, aumenta a oferta de exportação para a mesma taxa de câmbio. Se isso funciona do lado da exportação, funciona também do lado da importação. O importador também se financia: ele tem uma carta de crédito, vai pagar isso daqui a seis meses ou a um ano, traz o produto para o mercado interno, vende, recebe reais, aplica e ganha o diferencial.

Acontece que se fizermos uma estimativa do que há de crédito para importação e do que há de crédito para exportação, provavelmente há mais crédito para importação do que para exportação. Como há o flutuante e uma porção de formas de se fazerem essas operações, as estatísticas do Banco Central não conseguem extrair as informações corretamente. Mas há uma maneira que muitos de nós e várias pessoas do mercado financeiro usam. Somam-se as estatísticas de câmbio embarcado e câmbio contratado (câmbio embarcado é o câmbio físico, ou seja, a importação e a exportação como estão medidas na Cacex, e câmbio contratado são os fechamentos de câmbio informados pelo Sisbacen no balanço do final do dia).

Fazendo essa acumulação de 1991 até agora, há uns US\$30 bilhões de crédito no comércio exterior que devem ser capital de curto prazo, porque a natureza desse tipo de financiamento é abaixo de 360 dias, portanto não é nada. Devem estar lá em algum lugar e aparecem registrados em algum tipo de operação, mas é um tipo de material de curto prazo. Nesse total, algo como US\$4 bilhões ou US\$5 bilhões é crédito de importação a mais do que crédito de exportação.

Mesmo com toda precariedade que esse tipo de estimativa tem, ele revela que o crédito de importação é muito importante, provavelmente mais do que o crédito de exportação. Considerando que os prazos médios de financiamento de importação são maiores que os prazos médios de pré-financiamento de exportação, chega-se à conclusão de que o subsídio implícito da importação é maior do que o da exportação.

Meu terceiro comentário é sobre o crescimento de produtividade que está acontecendo na economia brasileira e que, no fundo, estaria resolvendo nossos problemas. Confesso que estou surpreso com várias estatísticas sobre produtividade. Pegamos dados de empregos e produtos da Fiesp, bem como indicadores da LBA sobre ciclos, trabalhando com séries temporais. E chegamos a uma das caracterizações do velho Robert Lucas. Os ciclos não são deterministas em economia, eles são caracterizados por co-movimentos entre as séries de estatísticas; quando há uma recessão, ela aparece em vários indicadores ao mesmo tempo; quando há uma recuperação, ela aparece em vários indicadores ao mesmo tempo; o que acontece é que há deslocamentos de fases em amplitudes diferentes. Às vezes o *turning point* de um setor é anterior ao de outro; na subida, o *turning point* é anterior ao de outro; a diferença entre o pico e o vale é diferente num e noutro setor, mas há os co-movimentos.

Um dos co-movimentos que temos de esperar é entre lucro e produto: na fase recessiva, caem os lucros; na fase produtiva, sobem os lucros. Há um co-movimento que não devemos esperar de jeito algum, que é o de taxa de salários e nível de empregos. Não sabemos se estamos nos deslocando ao longo da demanda ou da oferta, o que é uma velha controvérsia entre keynesianos, clássicos, neoclássicos, novos clássicos etc.

Mas há um co-movimento entre produção e emprego, ou pelo menos entre fluxos de serviços de mão-de-obra e produção, a não ser que haja substituições de fatores que sejam gigantescas. Esses co-movimentos no Brasil vêm historicamente nos dados de curto prazo, direitinho, até 1988, quando o dr. Ulisses foi lá e fez uma Constituição que introduz todos os direitos do homem grávido, os direitos a todo tipo de renda, haja ou não



recursos, e cria encargos gigantescos sobre o trabalho formal. O setor privado começa a demonstrar o teorema de *welfare*, quer dizer, o que são ações privadas, o que são reações privadas, o que é custo privado, o que é custo social. E sabemos que as empresas reagem aos custos privados, e não aos custos sociais: quem reage aos custos sociais é quem paga os custos sociais.

Se aumenta o custo privado de ter mão-de-obra formal, o que faz uma empresa? Contrata uma prestadora de serviços, e contrata aquela mão-de-obra da prestadora de serviços onde o encargo é menor, reduzindo o custo privado da mão-de-obra. Então, boa parte dessas táticas de reengenharia a que eu assisti são técnicas legítimas de baixar os custos privados que derivam da loucura do dr. Ulisses na Constituição de 1988. Se formos olhar quem está trabalhando dentro da indústria, no processo produtivo, verificamos que são as mesmas pessoas que trabalhavam antes, só não estão na folha da indústria, elas estão na folha de quem está prestando serviços para a indústria. Só que, quando calculamos a produtividade, com a maior cara-de-pau dividimos o produto da indústria pelo emprego da indústria, pelo pessoal que foi terceirizado.

Vejamos os dados agora de uma outra fonte, como o Senai ou as amostras domiciliares do Seade. O pesquisador do Seade vai ao domicílio, em vez de ir à indústria. A Fiesp vai à indústria, pergunta se há empregados, soma e coloca o resultado na amostra do índice de emprego. O Seade vai ao domicílio e pergunta: "O senhor está empregado? Quantas pessoas estão empregadas aí? Onde estão empregadas? Na indústria? Carteira assinada ou não?" Quando somamos o pessoal de carteira assinada e olhamos os co-movimentos entre o emprego de carteira assinada na indústria do Seade e os do pessoal da Fiesp, o co-movimento é perfeito.

Quando se olham os dados do Seade, o emprego total em um crescimento, o emprego da indústria cai a partir de 1988 e o dos demais setores cresce. A queda na indústria é relativamente à média, e o crescimento dos serviços é em relação à média. O que dá a noção clara de que uma boa parte de quem se supõe estar trabalhando no serviço, de fato está trabalhando na indústria. Por essa ótica, deve-se desconfiar que o crescimento de produtividade é menor do que se supõe.

Escrevi um artigo quando começou esta discussão sobre crescimento de produtividade. Minha impressão é que pelo menos não temos que usar o argumento de que isso não tem efeito maior, porque a produtividade cresceu. Aliás, pelo pouco de teoria do crescimento de que me recordo (faz tanto tempo que a gente não cresce!), no fundo esses ganhos de produtividade se dão com inovação tecnológica, aumento de capital

físico, com fatos que produzam alguma coisa que gere um aumento da produtividade total dos fatores, o que é uma coisa muito difícil de ser obtida com uma economia deprimida, recessão, volatilidade alta e grandes flutuações de produto.

Situações como esta são de incerteza. No fundo, não acredito que o setor privado seja tão ineficiente que tenha todos esses erros de alocação. No fundo, eu gostaria de pedir um pouco de humildade a respeito das estatísticas de produtividade, pois não podemos ser extraordinariamente conclusivos a respeito delas.

Outro comentário que tenho diz respeito aos problemas de saldos comerciais: há uma discussão sobre se existe ou não uma correlação entre saldo comercial e câmbio real. Se nós tomarmos como medida de câmbio real alguma coisa que se aproxime do preço relativo de *tradables* e *non-tradables* e aplicarmos técnicas que captem nos movimentos de baixa frequência, ou seja, movimentos de longo prazo e não as flutuações de curto prazo (flutuações de curto prazo são uma coisa um pouco mais complicada), vamos notar uma associação muito estreita entre os saldos comerciais e o nível do câmbio real. Essa associação vem fundamentalmente da resposta que a importação tem ao câmbio real. As exportações têm uma resposta menor do que a da importação, a elasticidade da importação à taxa real de câmbio é maior.

Deve haver explicações de que a capacidade de as exportações penetrarem no mercado exige custos relativamente altos, ao passo que as importações podem ou não ser feitas; logo, elas respondem com um pouco mais de velocidade. Há exceções. Em geral, quando o câmbio está desvalorizado, os saldos comerciais são positivos e as importações são relativamente mais baixas; quando o câmbio está valorizado, os saldos comerciais são negativos ou baixos e as importações são relativamente altas.

Há exceções quanto a esse comportamento. Em 1986 (exemplo de livro-texto), a uma expansão, a absorção ficava alta para uma paridade cambial que se movia pouco, e o saldo comercial derretia. A outra exceção foi o começo do Plano Real.

Existe correlação entre as duas coisas, mas acabamos de dizer agora que as exportações são insensíveis ao câmbio real. Eu disse que não consigo detectar com tanta visibilidade, nas séries temporais, a relação entre exportação e câmbio real, assim como entre importação e câmbio real.

Só queria complementar levantando algumas coisas. Está havendo um crescimento muito grande do comércio mundial. Por exemplo, as exportações argentina, mexicana e dos demais países latino-americanos



cresceram seguramente acima de 15%. Nós estamos mais ou menos com a metade da taxa, que está puxada para cima, neste nível de preços que o Roberto acabou de nos dar. Há uma situação de *commodities*, que é sensivelmente mais favorável do que a dos demais produtos. Ou seja, a impressão que eu tenho é que a economia está se reaquecendo um pouco (o presidente da República vai pedir ao seu time para que isto seja feito, porque, afinal de contas, ele não foi eleito para crescer 2% ao ano, durante quatro anos).

E se cruzarmos com uma conjuntura internacional menos favorável, teremos problemas. Mas são problemas reais, que não devem ser atabalhoadamente solucionados, mas devem ser enfrentados, e a minha impressão é que eles requerem tanta atenção quanto o problema fiscal.

**CARLOS IVAN SIMONSEN LEAL** — Existem algumas coisas que são importantes. Eu acho que o Plano Real começou com uma desindexação da economia.

No primeiro mês, a taxa de juros foi colocada na lua, pois não se sabia bem qual era o índice de inflação que se seguiria. Isso evidentemente causou uma sobrevalorização do câmbio naquele instante, e esta sobrevalorização deu margem a uma série de acontecimentos, alguns positivos, como a abertura da economia, que, junto com a sobrevalorização do câmbio, evitou que o excesso de demanda agregada causasse uma desinercialização da inflação.

De fato, o que aconteceu foi que a inflação caiu. Ao mesmo tempo que isso tudo acontecia, houve uma piora natural do nosso saldo comercial, o que, somado à crise mexicana, resultou numa quase crise em janeiro, fevereiro e março deste ano.

Estou fazendo um retrospecto crítico da mudança de regime de política cambial em 1995, portanto a começar pelo início do ano.

Tivemos o dr. Pérsio Arida anunciando um déficit comercial de US\$40 bilhões por mês, que de repente virou US\$1 bilhão.

Depois, veio a crise mexicana, houve uma série de dificuldades operacionais, e num único mês o Brasil perdeu alguns bilhões de dólares de reservas internacionais.

Depois disso, houve muita sorte e mudou a estrutura da taxa de juros dos EUA, ou seja, os juros de longo prazo baixaram e a situação do México se acalmou. Voltaram capitais para países emergentes, a pressão de saída de dólar diminuiu. Mas aí ficou clara uma coisa que já foi dita aqui: era preciso desaquecer a economia. Esse desaquecimento da econo-

mia, naquele ponto, talvez fosse visto como uma necessidade para fazer o câmbio andar.

A economia se desaqueceu e o câmbio andou um pouco. Se andou o suficiente ou não, isso foi matéria de bastante controvérsia aqui. Mas o fato é que, com a crise que começou com o Banespa, se estendeu para vários bancos pequenos e depois se alastrou para o Banco Econômico e o Nacional, o espaço para política monetária (único instrumento que havia) foi ficando cada vez mais restrito. Pelo menos, essa é uma impressão da qual não se pode fugir.

Ora, se não há política fiscal, se o espaço de política monetária é cada vez mais restrito, fica-se naquela situação em que se terá de operar a banda de câmbio, para empurrar de certa forma o problema para frente até que se consiga melhorar a situação. Mas, com isso, tem-se de apelar um pouco para a sorte, se não há política fiscal.

Sob vários aspectos, não tivemos um ano bafejado pela sorte. Em primeiro lugar, o preço das *commodities* esteve alto como nunca. Em segundo lugar, sobrevalorizamos nossa moeda, mas nós exportamos para vários países cujas moedas também se valorizaram frente ao dólar. Então, nossa competitividade não caiu tanto frente à Europa, frente ao Japão. Esta é uma coisa que as pessoas geralmente esquecem: não estamos com uma banda frente a uma cesta de moeda. Mais ainda, houve um movimento de taxa de juros que fez com que o juro de longo prazo caísse de 8% para algo em torno de 6%, achatando a diferença entre os juros de longo e curto prazos.

É importante entender o que isso provoca. Quem estava com instrumentos de renda fixa de longo prazo (numa linguagem americana, renda de debêntures), começa a não ver vantagens em ficar com este instrumento e começa a se deslocar para instrumentos de curto prazo. E um dos sintomas mais claros de que este movimento é verdadeiro, é que ele acaba causando um vazamento de dinheiro para coisas como renda variável. A bolsa de Nova York passou de 3.900 pontos (no final do ano passado) para 5.100. Da mesma forma, sobrou dinheiro para países emergentes.

Isso foi pouco enfatizado porque nós pagamos um prêmio de risco muito grande, devido a esse diferencial de taxa de juros. Além disso, há uma propensão externa para tomar mais riscos, porque nos EUA caiu o diferencial de taxa de juros entre curto e longo prazos. Não acredito que haja uma mudança de política monetária por parte do Banco Central americano no ano que antecede as eleições presidenciais, ou seja, a taxa de



redesconto deve-se manter mais ou menos onde está ou cair, o que seria favorável.

Também não há nada que indique uma pressão inflacionária lá, o que significa que a estrutura de taxa de juros deve-se manter como está.

Porém, se quiséssemos ser um pouco diabólicos, o que aconteceria se os bancos japoneses, que têm um custo de captação maior do que os outros, comesçassem, por causa disso, a vender títulos americanos de longo prazo? O preço desses títulos iria cair, a taxa de juros de longo prazo iria subir, quem sabe desse uma queda na bolsa de Nova York, e, com isso, os investidores começariam a pensar em países emergentes.

Eu diria mais ainda, completando a lista de tópicos: acredito também na total ineficácia de tentar dar subsídios à exportação via ACC e não acredito que o subsídio à importação seja tão grande. Discordo, por uma razão muito simples. A taxa de captação e a de aplicação são diferentes: quem exporta são empresas industriais que geralmente têm marcas já definidas e bom crédito; quem importa são empresas comerciais que possuem marcas ainda a estabelecer e cujo crédito não é o mesmo. Além disso, existe uma forte cunha fiscal no Brasil. Então, acho que subsidiamos de certa forma as exportações como o aço; temos uma taxa de câmbio implícita aí.

A importação tem outra taxa de câmbio, existe uma assimetria. Essas assimetrias são ruins, porque, da mesma forma que cotas, elas acabam induzindo a arbitragem, e isso só gera ineficiência alocativa. Acho que tarifas são instrumentos naturais para fazer alocação. Como disse o dr. Pastore, são para ser adotadas como instrumentos defensivos, do jeito que foram usadas este ano.

Acho que não funciona uma tarifa de exportação de quase 70%. Precisamos ter regras estáveis, temos de nos limitar aos acordos do Gatt. Sem isso, vamos ficar com aquela reputação de que não somos um país sério.

Finalmente, quanto ao último item, que é o da balança comercial e do balanço de serviços, eu diria que não tenho muita preocupação, pelo menos quanto a boa parte do ano de 1996. Se quisermos fazer um saldo, se não quisermos inflacionar, podemos abrir, no final de 1996/97, um grande déficit comercial. Aí acabamos perdendo as reservas, tendo de desvalorizar. Se a economia estiver aquecida, também vamos inflacionar. Voltamos, então, àquela equação: não inflacionamos apenas se a economia estiver em recessão.

Eu não acredito a mínima que se possa ganhar com produtividade. Primeiro, como o dr. Pastore disse muito bem, essas medidas de produtividade são duvidosas. Quem olhar para a produtividade do setor secundário (que é o que geralmente tenho olhado), vai ver que ela tem crescido muito. Há, ainda, uma nítida tendência de crescimento da produtividade do setor de serviços. Já a produtividade daqueles setores que não estão expostos à competição externa, que formam boa parte do índice de preços da nossa economia, não está crescendo muito.



---

## Aspectos macroeconômicos do fluxo de capitais\*

---

PAULO GUEDES — Um programa de estabilização consistente exige mudanças no regime macroeconômico: no regime fiscal, no monetário e no cambial.

As políticas monetária e cambial estão intrinsecamente ligadas, devido ao fluxo de capitais, o que é particularmente importante durante esta tentativa de mudança no regime macroeconômico.

Conceitualmente, toda a literatura sobre *optimum currency areas* sugere para o Brasil um regime de taxa de câmbio flexível. São diversos os fatores determinantes desta escolha teórica: o grau de abertura da economia, a dimensão “continental”, o grau de mobilidade de capitais, a mobilidade do fator trabalho, o grau de industrialização, a capacidade de resposta do setor agrícola à desvalorização real do câmbio etc. A economia tem uma estrutura semelhante à da economia norte-americana e bastante diferente da economia do Panamá, por exemplo, onde 90% dos bens e serviços transacionados são o que chamamos de *tradables* (internacionalmente comercializáveis). Se o grau de abertura é muito grande, é mais interessante manter o câmbio como âncora e deixar os ajustes ocorrerem através de uma política monetária endógena.

---

\* Painel realizado em 1-12-1995. Presidente da mesa: Gustavo Loyola (presidente do Banco Central). Mediador: Affonso Celso Pastore (ex-presidente do Banco Central e professor da USP). Debatedores: Daniel Dantas (diretor do Banco Opportunity); Renato Fragelli (professor da EPGE/FGV); Paulo Guedes (diretor do Banco Pactual).

O outro caso limite são economias de dimensão continental como o Brasil, EUA, Rússia, China e futuramente a União Européia, quando consolidar a moeda comum. O ideal é que a âncora seja monetária, produzida por um banco central independente como o Federal Reserve e o Bundesbank. Evidentemente, o trabalho de manter a estabilidade de preços é mais fácil se as contas públicas estão em ordem, mas, ainda que não estejam, também é possível garantir inflação baixa se o Banco Central estiver fazendo seu trabalho. Há exemplos clássicos, apesar de recentes, que validam este argumento.

Primeiro, a incorporação da Alemanha Oriental e a conversão de sua moeda e estrutura de preços (particularmente salários) ao marco, a uma paridade politicamente conveniente mas economicamente inadequada, produziram simultaneamente um tremendo choque de custos e um formidável choque fiscal na economia alemã. Mas o Bundesbank ficou firme, os juros explodiram, houve uma recessão grave, mas a inflação em dois ou três anos estava novamente subjugada.

Segundo, nos EUA do início dos anos 80, num conflito clássico entre o expansionismo da política fiscal de Reagan e a política monetária do Federal Reserve independente, sob o comando de Paul Volcker, tivemos novamente o mesmo resultado: uma forte queda na atividade econômica, mas a inflação foi mantida sob controle.

Nos dois episódios, tivemos a atuação de bancos centrais independentes atingindo a estabilização, em meio ao agravamento de desequilíbrios fiscais, sob um regime de taxas de câmbio.

Algum grau de sobrevalorização temporária da moeda, produzida pelo *policy mix* de moeda contracionista com déficit fiscal expansionista, esteve presente. Ao que sabemos, amplifica o impacto da política monetária, pois o influxo de capitais valoriza a moeda doméstica, amplia importações e reduz as exportações.

O argumento pela independência do Banco Central foi reforçado por estes dois episódios. A evidência empírica, também rica na história econômica brasileira recente, é a de que o mesmo déficit fiscal é compatível com um número indeterminado de possíveis taxas de inflação. Em síntese, dado um déficit fiscal, a taxa de inflação é indeterminada até que se defina o regime monetário. E o Banco Central independente foi a âncora que manteve a estabilização nos episódios supracitados.

Retornemos ao caso brasileiro. Na medida em que o Brasil é uma economia relativamente fechada, com *non-tradable goods and ser-*



*vices e non-tradable financial assets*, temos uma taxa de inflação e uma taxa de juros interna diferentes do resto do mundo, mesmo sob um *dirty floating* que simula um regime de câmbio fixo.

Aos que criticam o regime cambial atual como um *dirty floating* que teria produzido uma sobrevalorização do real, o Banco Central pode argumentar que sua atuação está, na verdade, atenuando o *overshooting* embutido no *policy mix* da moeda contracionista com déficit fiscal expansionista, como revela sua acumulação contínua de reservas. O Banco Central não controla o déficit, como nos exemplos dos EUA, da Alemanha e do Brasil, pois a responsabilidade de implementar as reformas constitucionais é do Congresso. O Banco Central pode também alegar que permitiu a “valorização” do câmbio no início do Plano Real para maximizar o impacto contracionista da política monetária, pois sustentar a paridade de 1 para 1 entre o real e o dólar implicaria a neutralização do controle monetário pela mobilidade de capital em busca da arbitragem dos juros. Pode alegar que a “valorização” só não foi maior porque criou um *interest equalization tax*, o IOF, para compensar o transitoriamente elevado diferencial de juros internos e externos, inerente à tentativa de estabilização.

Em um sentido ainda mais fundamental, o Banco Central pode alegar estar apenas administrando a transição de um regime de descontrole fiscal, política monetária passiva, preços e salários indexados, câmbio real fixo, fuga de capitais e baixas reservas internacionais para um regime de maior controle fiscal, política monetária ativa por um banco central independente, preços e salários livres, câmbio flexível e retomada de empréstimos e investimentos externos, acumulando transitoriamente reservas apenas para impedir que a “sobrevalorização” inerente à mudança de regime seja ainda maior!

A mudança de regime macroeconômico, em síntese, significaria uma nova taxa real de câmbio de equilíbrio, abaixo da anterior, o que implicaria a inexistência de qualquer “defasagem” ou “sobrevalorização” como alegado pelos críticos.

É evidente que, se houve um agravamento do desequilíbrio fiscal, a nova paridade pode revelar-se insustentável. O argumento da “aritmética monetarista” de Sargent ganharia força pela inconsistência intertemporal do Plano Real, e a desestabilização das expectativas e, posteriormente, do câmbio exponenciariam o efeito desestabilizador do descontrole monetário interno.

Minha avaliação, portanto, é a de que estamos sob o regime de câmbio transitório, uma transição do câmbio real fixo do passado para o regime de taxa flexível. As bandas de flutuação seriam progressivamente alargadas à medida que se consolide o programa.

Neste regime de transição, a defesa das bandas depende da avaliação do Banco Central quanto à natureza e à duração dos choques externos. A crise do México ilustra esta percepção. O Banco Central avaliou como distintas as situações do México e do Brasil, e conseqüentemente como transitória a duração do efeito tequila. O Banco Central defendeu e fez prevalecer sua percepção.

Se, em outra ocasião, a crise for percebida pelo Banco Central como sistêmica e de duração mais permanente, como os choques do petróleo nos anos 70 e a crise da dívida dos países emergentes nos anos 80, a reação deve ser o alargamento e não a defesa das bandas cambiais. Desequilíbrios “fundamentais” ou “permanentes” devem ser enfrentados por um regime de taxas flexíveis; o uso das reservas internacionais e a defesa das bandas devem-se limitar a choques transitórios.

RENATO FRAGELLI — Como a platéia deve ter percebido, existe uma coisa boa no debate econômico brasileiro atual: há muita convergência entre os economistas sobre o que deve ser feito. Eu comecei a estudar economia há 10 anos, quando terminei o curso de engenharia. Naquela época o dissenso entre as diferentes correntes de economistas era enorme. De um lado, os ortodoxos preconizavam o controle monetário-fiscal; de outro, os heterodoxos diziam qualquer coisa que não vem ao caso. Havia no debate econômico uma professora portuguesa — que depois, ao que parece, entrou para a política — que animava muito os debates com sua virulência. Sem dúvida, os debates eram muito mais divertidos.

Atualmente há um consenso quase enfadonho. Se vocês olharem para o nome deste seminário, verão que ele é sobre política monetária e política cambial, mas todo mundo que fala nesta mesa acha que o problema é, na realidade, fiscal. Se o problema fiscal for eliminado, o problema cambial será facilmente resolvido através de juros mais baixos. Com o ajuste fiscal, podem-se diminuir os juros sem se comprometer o combate à inflação pelo lado da demanda. Sem ajuste fiscal, os altos juros reais e a valorização cambial são os instrumentos que restam para se impedir a volta da inflação, pelo menos no médio prazo.

Então, acho que vale a pena lembrar a grande contribuição do Plano Real. O Plano Real desfez alguns mitos defendidos por muitos eco-



nomistas. O primeiro foi o mito de que numa economia relativamente fechada, como a brasileira, o papel da taxa de câmbio como sincronizador de preços é baixo. Muitos alegavam que, por este motivo, um programa de dolarização não funcionaria no Brasil. Acho que o Plano Real desmentiu isso. O impacto do controle do câmbio sobre os preços foi imenso.

Outra coisa que o Plano Real desmente é a teoria moderna de macroeconomia segundo a qual a inflação hoje decorre da expectativa de monetização do déficit público futuro. O plano fez um ataque à inflação completamente pelo lado da oferta, sem qualquer ajuste fiscal e, no entanto, a inflação está baixa até hoje. Por quanto tempo, ninguém sabe.

O plano foi muito eficiente nesse ataque pelo lado da oferta, eliminando completamente a indexação. Alguma coisa semelhante foi feita em 1986. E aí surge aquela aflição: o que é que o Plano Real tem que o Plano Cruzado não tinha? Eu diria que a grande diferença é o setor externo. Naquela época, o setor externo era uma restrição importantíssima e hoje não é mais. Acabou a crise de endividamento externo. Os capitais hoje fluem para o Terceiro Mundo. O governo brasileiro soube fazer uso disso através da imensa acumulação de reservas financiadas com imposto inflacionário que antecedeu o lançamento do programa. Aí entrou-se no plano usando-se o mecanismo de sincronização dos salários através da URV, congelamento de tarifas e valorização cambial. Um ataque pelo lado da oferta fulminante, com resultados de curto prazo estupendos.

Obviamente era possível se prever — e o governo previu isso, aumentando os compulsórios sobre depósitos à vista desde o início do programa — que se teria um *boom* de consumo devido a vários efeitos. Primeiro, o fim do imposto inflacionário gera *boom* de consumo pelo aumento da renda disponível do setor privado. Segundo, o efeito renda da valorização cambial, que barateia os produtos importados e seu similares nacionais, aumentando o poder de compra das pessoas, também gera *boom*. Terceiro, o fim de incertezas sobre quanto se vai pagar numa prestação onde os valores nominais são constantes estimula o consumo. Quarto, a desconfiança inicial da população sobre a duração da valorização cambial tende a apressar a compra do automóvel estrangeiro e do eletrodoméstico num comportamento de “trem da alegria: compre logo antes que a festa acabe”.

Esse *boom* de consumo trouxe um desajuste externo, que tem sido controlado via câmbio valorizado, que por sua vez é controlado via

juros elevados. Não se podem baixar os juros hoje, porque esses juros elevadíssimos mantêm o câmbio no nível em que está, e é o câmbio que segura a volta da inflação. Então as pessoas dizem: "o preço de equilíbrio do câmbio é a taxa que está aí, tanto é que, quando o Banco Central sai do mercado de câmbio, o câmbio cai. Logo, o equilíbrio de mercado fica abaixo da taxa atual". Uma coisa é o câmbio de equilíbrio estar baixo devido a fatores estruturais; outra coisa é o equilíbrio estar baixo devido à manutenção de uma taxa de juros altíssima. É uma diferença muito grande.

E esses juros altíssimos já estão trazendo conseqüências nocivas. Conseqüência fiscal, como o Pastore mencionou: a dívida pública crescendo cada vez mais, a relação dívida pública sobre reservas crescendo cada vez mais. Como esses juros atraem capital de curto prazo, bota-se um IOF, para frear o capital financeiro, e o ACC, que é uma forma disfarçada de capital financeiro. Mesmo assim, o diferencial de juros é tão grande que o capital continua a vir, e o governo compra os dólares jogando títulos para não monetizar a entrada de divisas. Isso é uma tentativa de enxugar gelo que não tem limite e custa caríssimo ao contribuinte.

Daí surge a idéia que o Paulo Guedes mencionou e está mais apropriada ao tema deste painel, que é a de se ter uma banda cambial, à qual sou plenamente favorável. Temos hoje uma situação em que o risco do arbitrador que pega capital de curto prazo no exterior para aplicar internamente é muito baixo. É baixo porque todo mundo sabe que o Banco Central tem uma determinação de manter o câmbio abaixo de um determinado valor, vamos dizer, de R\$1 por dólar. É por isso que, apesar dos obstáculos à entrada de capitais, eles continuam a vir. O ganho do diferencial de juros supera o risco de se manter uma posição vendida em dólar.

Como muita gente já percebeu isso, a tendência é o aumento da posição vendida em dólares dos bancos brasileiros. E isso tem uma implicação importante para a saúde do sistema financeiro, no caso de uma eventual crise cambial. Não tenho idéia da magnitude, apenas uma conjectura de qual é a posição vendida do mercado financeiro em câmbio hoje. Talvez o Paulo Guedes ou o Daniel pudessem dar este número com uma avaliação muito melhor do que eu. Preferia que eles fizessem isso depois. Só quero lembrar que corre-se o risco de, no caso de crise cambial, se ter o Banco Central salvando os bancos de um colapso utilizando para isso recursos do contribuinte.

É bom lembrar que, no passado, toda vez que o Banco Central precisava dar uma súbita elevação na taxa de juros, ele antes recomprava



os títulos públicos em poder do mercado para impedir grandes prejuízos que pudessem abalar o sistema financeiro. Ele tinha de fazer isso para conseguir rolar a dívida pública naquele ambiente caótico. A alternativa era botar títulos prefixados pagando juros absolutamente impagáveis, e isso ele não queria fazer. Será que, quando ficar caracterizado que essa política monetária-cambial atual não é sustentável, o Banco Central vai, de novo, assumir o prejuízo avisando os bancos para reverterem as posições vendidas em câmbio antes da desvalorização? No Brasil, quem lucra para tomar a posição de risco na realidade corre pouco risco. Acho que a banda de câmbio é uma maneira de se contornar isso. O Banco Central poderia parar de fazer esta tentativa de enxugar gelo através de uma banda de câmbio que criasse mais risco nessa arbitragem. Esse risco faria com que a taxa de juros necessária para manter o equilíbrio econômico atual pudesse ser mais baixa, com custo fiscal bem menor.

Muitos afirmam que uma banda de câmbio larga levaria o câmbio a valorizar-se mais do que já está. Esta previsão baseia-se na constatação de que hoje a taxa de câmbio cai quando o Banco Central pára de comprar dólares. Se a banda larga fosse adotada, no entanto, não se teriam tantos arbitradores dispostos a correr o risco da posição vendida. Isto porque as entradas de dólares de hoje devem-se não apenas ao diferencial de juros, mas à certeza de que o Banco Central vende dólares caso a taxa suba. Se a banda adotada fosse larga, a venda potencial do Banco Central seria a um valor alto e o risco da operação não compensaria seu retorno.

O outro ponto que eu gostaria de mencionar eu tinha guardado para provocar um pouco a autoridade que estava presente aqui, mas que não está mais. O Gustavo Franco defendeu o déficit em transações correntes com o mecanismo de absorção de poupança externa. É através dele que vêm novas tecnologias para economia. Isso é bem conhecido, mas é importante lembrar que déficit em transação corrente é a contrapartida do excesso de investimento privado sobre poupança privada mais déficit público. Eu pergunto, então: o déficit em transações correntes que temos hoje é para financiar investimento ou déficit público e consumo? A resposta vocês sabem qual é. O déficit em transações correntes atual não é um déficit sadio como o Gustavo Franco dizia de manhã. É um déficit que é facilmente financiável porque hoje a situação externa é boa. Mas não vai ser amanhã, se nós continuarmos na desordem fiscal em que estamos. Este é outro quase consenso entre os economistas.

Aliás vale a pena lembrar aquela brincadeira: “Por que os economistas sempre estão discordando entre si? A resposta é: os economistas estão sempre em certo dissenso para não correrem o risco de estar todos errados ao mesmo tempo”. Atualmente a regra não vale, pois o consenso é grande. Se é um consenso que o ajuste fiscal é o grande problema brasileiro, por que, então, não se resolve este problema? Começo a achar que a explicação para isso sai do caminho da economia técnica e começa a entrar em outros terrenos onde nosso presidente certamente é mais capacitado do que nós, economistas, que são a sociologia, a história e até a psicologia, talvez.

Temos um sistema político onde o poder é dividido, que é o sistema presidencialista multipartidário. Esse sistema coloca sobre o Executivo a responsabilidade pelo combate à inflação, mas é o Legislativo que realmente tem o poder para fazer as grandes mudanças constitucionais que permitiriam o fim definitivo do processo inflacionário. Então, o que ocorre com isso? O Executivo se capitalizaria politicamente com o sucesso do combate à inflação. O ajuste fiscal seria uma glória para o Executivo, que capitalizaria os ganhos da estabilização. Mas o custo político de implantar o ajuste fiscal é do Legislativo. Então, o benefício está com um, mas o custo está com outro. O responsável é um, e o poderoso é o outro. E o equilíbrio disso, qual é? É um desajuste estrutural. Meu medo é que estejamos no momento aproveitando esta disponibilidade de capitais estrangeiros para ir adiando este embate inevitável que vai ter de ocorrer.

Então, eu me pergunto por que nós, economistas, que já estamos chegando a um consenso tão grande, não ajudamos a sociedade a entender os problemas econômicos. Será que a sociedade entendeu que a estabilidade atual é frágil? Que se não houver o ajuste fiscal ela será perdida? A comunicação das idéias está muito ruim. E isso é que me preocupa muito, porque vejo o governo federal extremamente incompetente nessa área.

Obviamente, foi uma falta de articulação política do governo dentro do Congresso deixar um indivíduo que nada conhece dos problemas de financiamento da previdência sair como relator do projeto de reforma. Eu soube ontem, conversando com um procurador do município que esteve recentemente no Supremo Tribunal Federal, que a maioria dos ministros do Supremo não tinha a menor idéia do que o governo federal iria propor no Congresso como mudanças constitucionais. E isso é sempre muito ruim porque, se as mudanças não forem simpáticas ao Supremo,



talvez não se transformem em realidade, mesmo que aprovadas. Há falta de articulação do governo.

Outra coisa que o governo faz com muita frequência — e é até de uma incompetência completa — é dar tratamento desigual a estados e municípios. O que ganha um estado como o Ceará, que tem uma estabilidade fiscal? E o município do Rio de Janeiro, que tem-se esmerado em ter orçamento equilibrado? Nada de concreto. No entanto, dá-se dinheiro fácil para o estado de São Paulo, que pode, inclusive, pagar sua dívida junto ao seu banco com um aeroporto invendável. O governo federal estimula quem faz coisas erradas. Eu lembro que o meu avô, que foi criado em uma época em que o Brasil era diferente, me dizia assim: “Meu neto, se o malandro soubesse como é bom ser honesto, ele seria honesto por malandragem”. O governo federal faz exatamente o oposto. Ele beneficia o malandro. Mas isso não pode ir muito adiante. Existem pontos que são importantíssimos no Brasil e de explicação relativamente simples para o público.

Os problemas da previdência, por exemplo, são fáceis de se explicar para um leigo em economia. Eu citaria aqui rapidamente dois exemplos. Um dos problemas estruturais é o da aposentadoria por tempo de serviço. Todo mundo diz que ela é justificável no Brasil porque o trabalhador que começa a trabalhar muito cedo na enxada, quando chega a uma certa idade, não consegue trabalhar mais. Então, é socialmente justificável permitir que ele se aposente cedo. E isso é verdade na teoria. Só que o que acontece na prática é o seguinte: esse trabalhador que trabalha na enxada, em geral, não se aposenta por tempo de serviço porque ele não tem carteira assinada. Então, essa aposentadoria por tempo de serviço acaba sendo um privilégio para nós, classe média e média alta.

Outra coisa que se diz com frequência: a expectativa de vida ao nascer no Brasil é muito mais baixa do que no Primeiro Mundo, então tem de haver aposentadoria por tempo de serviço no Brasil. Realmente, a expectativa de vida ao nascer no Brasil é mais baixa do que no Primeiro Mundo, porque aqui ainda há muita mortalidade infantil. Se verificarmos a expectativa de sobrevida ao se aposentar aos 50 e poucos anos, entretanto, ela é mais ou menos igual para todos os países, independentemente do nível de renda. E a explicação é a seguinte: o rico consegue viver 20 anos após se aposentar porque tem acesso a uma boa medicina; já o pobre consegue, apesar de não ter acesso a uma boa medicina, porque o pobre que chegou aos 50 tem tanta saúde que vai até os 70!

São argumentos simplíssimos que o governo federal poderia usar para tentar fazer essas reformas todas passarem no Congresso. Mas a desarticulação é completa. Há 10 anos, quando comecei a estudar economia naquele ambiente muito mais divertido que hoje, havia um dissenso danado e o dissenso me deixava apavorado: se nem os economistas chegavam a uma conclusão, imagine o resto! Hoje nós temos um consenso, o que é um avanço. Mas os economistas ficam falando coisas complicadas numa sala fechada como esta, em vez de explicarem para a sociedade coisas muito simples.

**DANIEL DANTAS** — Há um mês e pouco, eu estava no Banco Central discutindo uma determinada situação com o diretor Cláudio Mauch, e ele me disse uma frase muito interessante: “Com um bom motor, até tijolo voa”. Eu tenho a impressão de que o Plano Real é exatamente o oposto. É um planador. Ele conseguiu voar sem motor algum.

A estabilidade de preços é conseguida sem qualquer das reformas estruturais. É evidente que isso fazia parte da engenharia política do plano, uma vez que os efeitos iam preceder suas causas e aquilo possibilitava a eleição do presente governo. Enfim, estava absolutamente justificado.

Antes do plano, o processo de acumulação de reservas no Brasil já havia começado. Provavelmente ele tem alguma origem lá no Plano Collor, quando houve um grande congelamento, um grande calote de ativos. Embora ele tenha anarquizado com a credibilidade do governo, ele melhorou o crédito de dívidas sob qualquer um dos parâmetros.

Daí por diante há um crescimento da dívida interna, como uma contrapartida do acúmulo de reservas, em que a reserva cresce e a dívida vai crescendo a uma taxa superior à taxa do déficit. E as reservas internacionais evidentemente cresceram logo depois do plano, motivadas pelo diferencial de juros.

É evidente que era preferível que essas reservas fossem acumuladas de forma diferente. As reservas do Brasil infelizmente são devidas num prazo curto. E também não estamos aqui para fazer grandes reflexões intelectuais para discutir se é melhor ser rico com saúde do que ser pobre doente.

Evidentemente, era melhor acumular essas reservas com superávit em conta corrente, com superávit fiscal. Em segundo plano, há a opção de endividamento de longo prazo, e a terceira alternativa, evidente, é com o diferencial de juros que o Brasil tem pago.



O acúmulo de reservas, embora tenha sido caro e freqüentemente criticado pelo diferencial de juros que o Brasil tem pago, serve pelo menos para um efeito psicológico. Parte da percepção de estabilidade que o Brasil tem, devido à visão externa de que se já há reservas, então deve-se estar bem. O que não é necessariamente uma realidade: se uma empresa com prejuízos tomar muito dinheiro emprestado e botá-lo em caixa, isso não faz com que ela fique bem. Mas se a percepção externa for melhor que a do governo, isso melhora a credibilidade e possibilita a volta do crédito. De repente, é uma política que a curto prazo pode passar a funcionar. Isso acaba criando um círculo vicioso: a presença de reservas induz a mais entrada de capital, e a entrada de capital faz com que a reserva cresça e permite ao governo algum tipo de carência, para que as medidas estruturais do plano possam ser retomadas.

A situação atual é evidentemente vulnerável. Em caso de algum choque externo, o governo vai ter de optar entre defender as reservas ou o nível de câmbio. Como o Paulo Guedes falou, a defesa mais adequada é a do nível de reservas. É óbvio que se pode sacrificar alguma coisa de reservas, mas em algum momento na frente é conveniente passar uma parte do ajuste para o câmbio.

No início do processo de estabilização, a impressão que se tem é que o nível de preços fica muito sensível ao nível de câmbio. Ele não tem parametrização. Está praticamente ancorado ao nível de inflação anterior. Inicialmente, qualquer variação do câmbio poderia implicar uma variação de 1 para 1 ou quase disso no nível de preço. Mas, à medida que o tempo vai passando e a estabilização vai-se consolidando, a transmissão de variação de preço vai ficando menor, o que significa que a vulnerabilidade é reduzida se o governo tiver de mexer um pouco com a taxa de câmbio, caso haja um ataque especulativo. Muito embora do outro lado venha o excesso de taxas de juros internas sobre as taxas de juros externas, fazendo com que o endividamento com cláusulas de conversão cambial vá crescendo, o que faz com que ao longo do tempo a vulnerabilidade cresça, eu diria que a vulnerabilidade é razoavelmente estável ao longo do tempo: ela é inconveniente, mas não é preocupante. Não há qualquer crise iminente que se vá materializar hoje, mas elas ocorrem. Benjamin Franklin disse que as únicas coisas certas na vida são a morte e os impostos. E eu acho que ele podia acrescentar a incerteza. Coisas que ninguém previu ocorreram.

Ninguém previa, no início da década de 70, a crise do petróleo de 1973, a de 1979, a crise do México de 1982, o *crash* da bolsa de 1987 e a guerra do Golfo. Depois, a nova crise do México. Quer dizer, essas intempéries ocorrem e a prudente e boa administração sugere que haja adequada margem de segurança para esses eventos. Como numa barragem, por exemplo, em que você prevê uma folga por conta de uma provável enchente: não que você esteja vendo uma enchente ali do lado da curva, mas elas ocorrem. É mais prudente trabalhar com margem de segurança do que não, e neste momento nosso nível de margem de segurança é abaixo do que eu gostaria que fosse.

O segundo ponto que gostaria de abordar é a capacidade de captação de recursos externos, porque ela é variável. Num momento, ela está ótima; em alguns outros momentos, não. A boa administração preferiria que se guardasse um pouco das vacas gordas, porque há épocas de vacas magras.

Não vejo qualquer sentido em financiar déficit de conta corrente para investimentos com captação de recursos de curto prazo. Evidentemente, se pode dizer: "Deixe o mercado funcionar, ele que empreste no prazo que decida". Acho que isso estaria absolutamente correto, desde que o sistema bancário fosse completamente independente do governo. Na prática, o sistema bancário e, principalmente, os bancos grandes acabam sendo uma exigibilidade intrínseca e oculta do Tesouro.

O México quebrou e o governo manteve superávit fiscal por todo o tempo. É imprudente o governo permitir que o sistema bancário quebre. A realidade é que não há preparo psicológico da autoridade monetária: "O sistema bancário que se arrume, porque nós vamos acomodar". Então, nesse aspecto, se a exigibilidade de capitais for de curto prazo, uma mudança de temperatura do mercado internacional acaba implicando choques internos, mesmo que essa exigibilidade não seja do governo, o que eu acho é que é importante. Se formos olhar a história do Brasil, grande parte dos erros — aliás, a totalidade dos erros de endividamento do Brasil — não foi no tamanho dos endividamentos, mas no descasamento. O financiamento da balança de pagamentos é por natureza um problema de longo prazo. Não há como gerar um superávit hoje, porque não há motivos para achar que haverá um superávit amanhã igual ao de hoje mais os juros e mais o necessário para cobrir a conta de amanhã.

Se na década de 70 o Brasil tivesse pago um pouco a mais do que pagou e tivesse um endividamento em um prazo mais longo, quando



ocorreu a crise do México não teríamos como não ter tido uma corrida contra o caixa. Acho que um ponto de reflexão, que teria valido a pena, é até que ponto se deveriam utilizar recursos de curto prazo para financiar dispêndios que não conseguem ser revestidos para investimentos que não tenham a mesma maturidade. Nesse ponto o Brasil é prudente: a captação que acumula reservas está casada.

Uma questão importante é se cabe ou não ao governo administrar a situação do sistema bancário. Acaba virando uma exigibilidade do governo. No meu entender, deveria haver regulamentação suficiente para evitar que esse tipo de exposição ocorra, ou algum tipo de atitude do governo na direção de não permitir os descasamentos de capitais de curto e longo prazos.