

**FÓRUM: BRASIL, 1995**

**ESTABILIDADE COM CRESCIMENTO:  
RESTRIÇÕES E POSSIBILIDADES**

Rio de Janeiro  
Novembro de 1994

# **FÓRUM: BRASIL, 1995**

## **ESTABILIDADE COM CRESCIMENTO: RESTRIÇÕES E POSSIBILIDADES**

Rio de Janeiro  
Novembro de 1994

Fórum Brasil, 1995 : estabilidade com  
crescimento :



30846

IPEA - BSB

# Sumário

**Transição demográfica e emprego**

**Manoel Augusto Costa**

**Estabilidade com crescimento: novos rumos  
Para as políticas monetárias e cambial**

**Carlos Von Doellinger**

**Política salarial, abertura comercial e risco de  
desindustrialização do emprego**

**Edward J. Amadeo**

**Os Cenários alternativos para 1995-98:  
Retomada ou prestação**

**Claudio R. Contador**

**FÓRUM: BRASIL, 1995**

**ESTABILIDADE COM CRESCIMENTO:  
RESTRICÇÕES E POSSIBILIDADES**

**Transição Demográfica e Emprego**

**Manoel Augusto Costa**

Rio de Janeiro  
Novembro de 1994

**ESTABILIDADE COM CRESCIMENTO:  
RESTRIÇÕES E POSSIBILIDADES**

**Transição Demográfica e Emprego**

**Manoel Augusto Costa**

# TRANSIÇÃO DEMOGRÁFICA E EMPREGO

Manoel A. Costa<sup>1</sup>

---

## I. INTRODUÇÃO

A dinâmica e a estrutura demográfica nacional vêm apresentando acentuadas modificações após a segunda metade da década de 40. Primeiro, pelo declínio acentuado da taxa bruta de mortalidade, após a segunda metade dos anos sessenta, e pelo início do declínio da fecundidade, que se acentuou com a passar dos anos e atingiu maior ímpeto nos anos 80.

Tendo em vista que as elites intelectuais e políticas sempre negligenciaram a questão demográfica, amplos segmentos até hoje não percebem essa evolução e, por isso mesmo, são incapazes ou não têm consciência (explícita) das necessidades de formular e adotar políticas sociais e públicas consentâneas com essa realidade em transformação, o que diminui o seu alcance e a sua eficácia.

O exemplo mais simples que se pode mencionar para ilustrar essa falta de consciência demográfica por parte das mencionadas elites reside no ar de surpresa com que encaram os problemas previdenciários provocados pelo envelhecimento da população. Se qualquer profissional envolvido na programação da previdência social no País tivesse observando qualquer projeção da população nacional teria tomado conhecimento dessa tendência de envelhecimento, por causa do contínuo declínio da mortalidade, que, ademais, foi acentuado entre 1945 e 1955.

---

<sup>1</sup> Demógrafo - Diretor do Centro de Estudos de Políticas de População e Desenvolvimento - O Segundo Brasil.

Este documento sumário tem por objetivo esclarecer alguns pontos dessa evolução e perspectivas futuras, procurando enfatizar sobretudo as questões relacionadas com a demanda de emprego condicionada à transformação demográfica em curso e prevista para os próximos 20 anos.

## II. UM POUCO DE HISTÓRIA

Conforme assinala em recente documento, a década de 80 pode ser caracterizada como o período de consolidação da transição demográfica nacional, que se iniciou em torno de 1965, e o decênio de menor ritmo de expansão populacional da história do Brasil desde a realização do primeiro censo em 1872. Ironicamente, essa década também será incluída na nossa história como a de menor desempenho econômico após iniciado o processo nacional de industrialização e modernização.

Imediatamente posterior ao término da segunda guerra mundial, ocorreu um declínio abrupto da taxa de mortalidade, configurando-se, pela rapidez, fenômeno inédito na história de qualquer nação. Como a natalidade se manteve praticamente estável em patamar elevado, o ritmo de crescimento vegetativo da população se elevou rapidamente e passou por um ápice de 3,0% anuais entre 1950/1960.

Durante os quinze anos subseqüentes, ocorreram modificações apenas moderadas nas taxas brutas de natalidade e mortalidade, resultando num ritmo de expansão demográfica lentamente em declínio mantendo-se, porem, em patamar elevado, configurando uma segunda etapa da dinâmica demográfica nacional. Esse período somado ao anterior totalizou 25 a 30 anos, quando o País foi cenário de um dos mais prolongados, rápidos e numerosos crescimentos populacionais que se tem conhecimento na história das sociedades. A população nacional foi acrescida de pouco mais de 100 milhões de pessoas a partir de 1940.

A partir da segunda metade dos anos 70 até pelo menos a metade dos anos 80, ocorreu declínio expressivo do ritmo de crescimento populacional. Como resultado do declínio também acentuado da fecundidade a taxa anual de crescimento populacional ficou em torno de 1,89% segundo nossas projeções, cujo resultado praticamente não diferiu do censo de 1991, e aponta para uma taxa de 1,43% entre 1990/2000 e de 1,21% para o primeiro decênio do século XXI.

A combinação entre acelerado ritmo de crescimento com população numerosa resultou em aumentos expressivos e crescentes do número de habitantes. Conseqüentemente, a população nacional praticamente triplicou entre 1940 e 1980, passando de 41 milhões para 120 milhões de habitantes, reproduzindo em pouco mais de 40 anos um aumento demográfico que demorara anteriormente 440 anos.

A evolução populacional segundo seus aumentos absolutos, configura um quadro relativamente distinto ao percebido sob a ótica da evolução da taxa de crescimento, que não pode ser negligenciado sob o risco de se perder de vista uma das principais dimensões do processo demográfico nacional.



**TABELA I**  
**POPULAÇÃO SEGUNDO ANOS, AUMENTOS DECENAIS, NÚMERO DE NASCIDOS**  
**E TAXAS DE CRESCIMENTO, NATALIDADE E MORTALIDADE**  
**SEGUNDO PERÍODOS**  
**1940-2010**

ANOS	POPULAÇÃO (milhões)	AUMENTO (milhões)	r (%)	b (o/oo)	m (o/oo)	NASCIDOS (milhões)
1940	41,2					
1950	51,9	10,7	2,39	44,4	20,9	20,6
1960	70,1	18,2	2,99	43,5	13,5	26,2
1970	93,1	23,0	2,89	40,8	12,6	33,0
1980	118,5	25,4	2,48	33,8	8,9	35,6
1990	*143,3	24,8	1,89	26,9	8,5	35,0
2000	*165,5	22,2	1,43	21,1	6,9	32,5
2010	*186,6	21,1	1,21	18,7	6,5	32,9

FONTES: IBGE, Censos e CEPPD - O Segundo Brasil.

r - taxa de crescimento geométrico médio anual.

b - taxa bruta anual de natalidade.

m - taxa bruta anual de mortalidade.

\*- dados projetados para o Brasil independente das projeções regionais in: COSTA, Manoel A. - Cenários Demográficos para o Brasil - apresentado no Fórum Nacional, 1990.

Nota: A partir do Censo de 1991, a população de 1990 seria da ordem de 144,8 milhões. Como a diferença para a nossa projeção é irrelevante, pelo menos para este trabalho, e não contamos ainda com informações censitárias para revê-la criteriosamente, decidimos não introduzir nenhum tipo de correção nas projeções.

Ao contrário do que ocorreu com a taxa de crescimento, o incremento decenal da população aumentou significativa e continuamente até 1980/1990. Enquanto entre 1940/1950, esse aumento foi de 10, milhões de pessoas, entre 1980/1990 a população nacional aumentou em 26,3 milhões, se for considerado o resultado do Censo de 144,8 milhões para 1990. Considerando a nossa projeção, esse aumento teria sido de 24,8 milhões de pessoas, apesar da expressiva diminuição da taxa de crescimento durante os anos 80. Projeta-se para o último decênio do século um aumento 10,4% menor, assim mesmo, correspondendo a um expressivo incremento de

22 milhões de pessoas, enquanto que para os primeiros dez anos do século XXI o aumento populacional de 21, milhões de pessoas.

Para melhor compreensão e percepção das implicações sócio-econômicas da dinâmica demográfica, importa saber o número de nascidos vivos e sua evolução, pois é para atender as demandas, necessidades e aspirações desse contingente que a sociedade e a Nação devem se programar e preparar.

Esse número foi continuamente crescente até o período de 1970/1980 (não há dados disponíveis para estimar o número real de nascidos entre 1980/1990. No entanto, pode-se admitir que foi levemente maior do que o previsto na nossa projeção), quando começa um declínio moderado em termos absolutos, com sinais de elevação durante a primeira década do século XXI, como reflexo da magnitude populacional da nação. Estima-se que esse número evoluiu de 20,6 milhões na década 1940/1950 até um máximo de 35,6 milhões entre 1970/1980, para situar-se em torno de 35,0 milhões nos dez anos seguintes. Entre 1990/2010 o número de nascidos segundo decênios será quase igual, totalizando para o vintênio 65,4 milhões de novas crianças.

Isto significa que, apesar das três etapas da taxa de crescimento demográfico após 1945, o número de nascidos passou por uma inflexão apenas moderada durante a segunda parte da década de 80, mantendo-se praticamente estável até o ano 2010. Assim, o efeito da redução do ritmo de crescimento demográfico é praticamente irrelevante na evolução das demandas absolutas por serviços para crianças e jovens durante o período, embora ocorra uma redução dessa pressão em termos relativos. Isto, no entanto, não deve confundir o analista na medida que a sociedade deve prestar serviços ao contingente de nascidos e não a sua taxa ou proporção em relação à população total.

### **III. A ESTRUTURA ETÁRIA DA POPULAÇÃO**

Como resultado da dinâmica das componentes vegetativas do crescimento demográfico nacional, a estrutura etária da população se caracterizou por uma elevada proporção de pessoas jovens. Apresentou alterações apenas moderadas até 1970, configurando o que se denomina de regime de quase-estabilidade. A partir de então, essa estrutura começou a se alterar mais significativamente para uma estrutura com uma crescente proporção de idosos, por causa da perda relativa ou proporcional do contingente de jovens em relação à população total.

Há de se notar, ao contrário do que muitos imaginam, que, apesar de haver forte alteração na estrutura etária relativa da população, o número de adultos com 65 anos e mais de idade em 2000 já está determinado pelos níveis passados da fecundidade e independe do que ocorreu com esse indicador após 1980. As simulações indicam que o número de pessoas nessa faixa etária aumentará de 4,7 milhões em 1980 para 8,4 milhões no início do século XXI. O número de jovens com menos de 15 anos de idade aumentará em 7,9% durante os 20 anos, ao passar de 45,4 milhões em 1980 para 49,0 milhões em 2000, e a população total terá um crescimento geométrico médio anual de 1,66% durante o mesmo período.

Estima-se que a proporção de pessoas com 65 anos ou mais de idade alcançará o valor de 6,3% da população total em 2010, porcentagem que, apesar de elevada segundo nossos padrões, ainda está distante dos 12,2% observados em países onde tanto a fecundidade como a mortalidade apresentam-se menores do que a brasileira, como nos Estados Unidos, e bem abaixo dos 23,9% previstos para a Suíça no mesmo censo.

Nesse ponto cabe distinguir claramente os conceitos de “envelhecimento demográfico da população” e de “envelhecimento das pessoas”. Enquanto o primeiro

constitui uma mudança na distribuição proporcional das pessoas segundo as idades com um aumento na parcela relativa de idosos (65 anos ou mais de idade), o envelhecimento das pessoas constitui o resultado do declínio da mortalidade e o conseqüente aumento da longevidade das pessoas.

Os dois processos podem ocorrer independentemente, e, ao contrário do que muitos erroneamente imaginam ou supõem, tanto o atual número de idosos, como aquele que se deve observar em 2020, independem do que ocorreu com a fecundidade após 1970. Isto é, o número crescente de idosos em ritmo mais acelerado do que o ritmo de crescimento da população total a partir de 2000 não ocorre como um milagre dos céus, mas de um acelerado crescimento do número de nascidos entre 1940-1980, isto é, o período reconhecido popularmente como aquele da explosão demográfica, que, diga-se de passagem, constituiu-se em um período demasiadamente longo segundo qualquer padrão histórico.

Como resultado das alterações na composição etária, os índices de dependência em relação ao contingente em idade produtiva declina continuamente, passando de 62,4 em 1990 para 47,2 no ano 2010. Isto resultará de uma combinação de uma rápida redução da dependência de jovens de 55,6 para 38,0 que mais do que compensará a elevação na dependência de idosos de 6,8 para 9,1 durante o mesmo período.

Em outras palavras, pode-se admitir que sob o ponto de vista eminentemente demográfico, os próximos 20 a 30 anos são, comparativamente aos anteriores, muito mais favoráveis ao desenvolvimento, se é que a redução da dependência pode ser entendida como sinônimo de aumento da capacidade de poupança da população produtiva. Claro que se forem adotadas políticas econômicas tão desastrosas quanto as observadas nos anos 80, essa vantagem teórica desaparecerá.

#### **IV. A QUESTÃO ESPACIAL E O EMPREGO**

Não cabe aprofundar neste breve documento as divergências demográficas sociais ou espaciais. No entanto, é necessário considerarmos que essas diferenças existem, isto é, que a transição demográfica não se dá homogeneamente por todo o espaço e tecido social e que, portanto, as implicações demográficas sobre a demanda de empregos nacional constitui uma média da situação observada segundo qualquer partição geográfica ou social.

Essa questão é abordada em trabalho apresentado e publicado no Fórum Nacional promovido pelo INAE. O mesmo pode ser dito com relação às migrações internas que, apesar de terem se arrefecido durante os últimos anos, até como resultado do declínio do crescimento populacional, e mudado algumas características, é sabido que parte expressiva de fluxo continuará ocorrendo, principalmente para as regiões metropolitanas.

Tendo em vista a importância desse processo na determinação das demandas de emprego, utilizamos os resultados para as regiões metropolitanas apresentados no documento mencionado, mesmo reconhecendo que algumas estimativas da população para 1990 diferem em alguma medida dos resultados do censo.

#### **V. IMPLICAÇÕES SOBRE O EMPREGO**

Seria uma temeridade fazer qualquer "previsão" a seu respeito para um futuro próximo, mas é oportuno efetuar alguns exercícios aritméticos para os próximos vinte anos para avaliar com alguma objetividade a influencia do processo demográfico sobre a demanda de emprego.

A seguir estima-se a PEA urbana e rural e a oferta demográfica de mão-de-obra. A PEA estimada resulta da hipótese simplista de que as taxas de participação da população no mercado de trabalho, observada em 1988, se manterão constantes durante o período. É fácil imaginar que essa hipótese subestimarà as reais necessidades de emprego se a integração feminina à força de trabalho continuar ascendente. No entanto, o exercício é útil por indicar a ordem de grandeza do processo e assinalar, sobretudo, suas diferenças entre as regiões e entre os contingentes urbanos e rurais.

A repartição da população nas categorias urbana e rural é indispensável para evitar a armadilha aritmética que resulta da sua obtenção a partir do "total" porque este método subestima o fenômeno real ao "anular aritmeticamente" as migrações rurais-urbanas.

Segundo os critérios anunciados, a população economicamente ativa nacional será constituída por 76 milhões de pessoas no ano 2000 e por 88 milhões em 2010, refletindo uma demanda de 15,1 milhões de empregos durante 1990-2000 e de 13,6 milhões durante a primeira década do século XXI, só por causa do crescimento demográfico, já que essas estimativas resultam da manutenção das taxas de participação na PEA e da taxa de desalento prevalecente em 1988<sup>2</sup>.

Em decorrência do processo de urbanização e das migrações rurais-urbanas, a totalidade dessa demanda ocorrerá no meio urbano porque a PEA rural decrescerá durante os vinte anos. Extrai-se que eventuais políticas de emprego deverão se voltar exclusivamente no meio urbano, se não houver pretensão de criar mecanismos para diminuição dos fluxos rurais-urbanos, pretensão que, ademais, parece nunca ter sido bem sucedida em nenhuma parte do mundo.

---

<sup>2</sup> Essas estimativas resultam da soma dos aumentos da PEA urbana e rural. O leitor é advertido de que a diminuição da PEA rural não deve ser considerada, porque esses empregos não se reverterem para a população urbana.

Mantido o mesmo quadro relativo de subempregados e desempregados, o número dos primeiros aumentará de 14,5 milhões em 1990 para 19,9 milhões em 2010 só por causa do crescimento demográfico, enquanto o número de desempregados poderá constituir um contingente numericamente crescente até atingir 3,3 milhões ao final da primeira década do século vindouro, se as condições do mercado de trabalho se mantiverem inalteradas durante o período.

A Tabela II apresenta o mesmo tipo de exercício para as nove regiões metropolitanas na presença e ausência das migrações, para avaliar o impacto do crescimento natural e do crescimento migratório sobre o setor durante o período.

**TABELA II**  
**POPULAÇÃO ECONOMICAMENTE ATIVA SEGUNDO REGIÕES METROPOLITANAS**  
**1990 - 2010**

RM	TAXA DE ATIVIDADE	1990	2000 c/m	2010 c/m	2000 s/m	2010 s/m
BE	52,6	617,8	921,8	1223,8	781,3	1032,4
FO	57,5	953,2	1312,0	1696,5	1143,0	1350,7
RE	49,2	1167,0	1536,4	1958,8	1396,0	1660,3
SA	57,2	1039,8	1448,8	1889,1	1341,2	1656,4
BH	58,4	1563,1	2141,1	2753,8	1941,9	2322,1
RJ	54,3	4611,9	5372,0	6089,2	5172,6	5665,0
SP	58,0	7748,7	10296,4	12872,4	9188,1	10497,8
CR	58,3	876,5	1153,2	1439,2	1059,9	1240,0
PA	59,4	1399,6	1835,2	2250,9	1649,7	1857,1
Total	56,4	19977,5	26016,9	32173,8	23676,7	27281,7

As migrações internas provocarão um aumento expressivo e cumulativo sobre a oferta da mão-de-obra nas nove regiões metropolitanas. Nessa circunstância, a força de trabalho aglutinada nessas regiões nos anos 2000 e 2010 será 9,8% maior do que a que resultaria na ausência das migrações no primeiro ano e 17,8% maior no segundo, respectivamente. Em termos práticos, significa que as migrações demandarão mais 4,9 milhões adicionais de empregos nessas áreas, que terão que gerar pelo menos 7,3 milhões de empregos durante o mesmo período só para fazer face ao crescimento natural dos seus residentes.

As simulações sugerem, portanto, que as migrações aumentarão expressivamente a pressão por emprego nas nove regiões metropolitanas, podendo agravar ainda mais as tensões e problemáticas sociais aí existentes. O número de subempregados poderá se elevar dos atuais 2,2 milhões para 3,7 milhões durante os vinte anos se persistirem os fluxos migratórios, enquanto que na sua ausência se elevará para 3,1 milhões, com São Paulo, Rio de Janeiro e Belo Horizonte aglutinando pouco mais da metade desse contingente.

O cenário previsível sugere que a geração de emprego constituirá um sério desafio durante os próximos vinte anos em decorrência da dinâmica demográfica e que as pressões nas áreas metropolitanas serão crescentes e numericamente dramáticas, principalmente se os fluxos migratórios não se direcionarem para outras áreas urbanas.

A magnitude demográfica dessa questão e a sua importância psicossocial é tão expressiva que, segundo qualquer critério de avaliação, o tema deverá merecer atenção política prioritária na medida que a redução da concentração da renda e da pobreza também devem partir, necessariamente, da solução dessa problemática.

Deve-se insistir que essas estimativas refletem a necessidade de geração de emprego para fazer face à demanda estritamente demográfica, e que já existe uma demanda reprimida e insatisfeita, expressa pelo subemprego e desemprego, que, na prática constituem o pano de fundo da pobreza. Isto é, o exercício mantém constante o quadro relativo de deformações atualmente existentes no mercado de trabalho, que, evidentemente, já é de crise, conforme todos os estudos disponíveis. Para que o quadro não se deteriore com um aumento explosivo do contingente de subempregados e desempregados, com impactos sobre o número de pobres, parece indispensável formular programas embasados no processo demográfico e adotar uma política



populacional. Neste caso específico, uma política de redistribuição da população, pois a demanda demográfica por emprego já está praticamente determinada para os próximos vinte anos.

## **VI. CONCLUSÕES**

A partir da análise do impacto demográfico sobre o setor de emprego emergem as seguintes conclusões:

1. a geração de emprego e, conseqüentemente, a questão da educação para qualificação da mão-de-obra constituirão os pontos-chave para a sociedade durante as duas próximas décadas, pois somente a partir da solução desses problemas se pode iniciar uma discussão concreta e prática sobre pobreza, distribuição da renda, qualidade de vida, etc;
2. as pressões por emprego ocorrerão, quase que exclusivamente, nas áreas urbanas e se pode admitir que dificilmente as tendências atuais de urbanização e aglutinação urbana serão interrompidas. Isto porque há indícios claros e indiscutíveis de que a sociedade tem psicológica e socialmente uma vocação urbana.
3. pode ser socialmente importante arrefecer a dinâmica demográfica e os fluxos migratórios para as áreas cujo padrão de vida já vem declinando nos últimos anos;
4. é extremamente simplório relegar a questão demográfica nacional e regional a um segundo plano somente porque a taxa de crescimento populacional está declinando.

## **BIBLIOGRAFIA**

IBGE, Censo Demográfico de 1991.

COSTA, Manoel A. - O Problema Demográfico Brasileiro: diagnóstico e perspectiva in: A Questão Social no Brasil. Fórum Nacional, Editora Nobel, Rio de Janeiro, 1991.

----- - O Problema Demográfico e as Migrações internas in: Estratégia Social e Desenvolvimento. Fórum Nacional, José Olympio, Rio de Janeiro, 1991.

**FÓRUM: BRASIL, 1995**

**ESTABILIDADE COM CRESCIMENTO:  
RESTRIÇÕES E POSSIBILIDADES**

**Estabilidade com Crescimento:  
Novos Rumos para as Políticas Monetária e Cambial**

**Carlos von Doellinger**

Rio de Janeiro  
Novembro de 1994

**ESTABILIDADE COM CRESCIMENTO:  
RESTRIÇÕES E POSSIBILIDADES**

**Estabilidade com Crescimento:  
Novos Rumos para as Políticas Monetária e Cambial**

**Carlos von Doellinger**

## ESTABILIDADE COM CRESCIMENTO: NOVOS RUMOS PARA AS POLITICAS MONETARIA E CAMBIAL

Carlos von Doellinger (\*)

As políticas monetária e cambial praticadas pelo governo não parecem consistentes com os objetivos de estabilidade almejados pelo plano de estabilização em curso, sobretudo após a introdução da nova moeda a partir de julho.

Mais que isso, parecem conflitantes com o objetivo de crescimento sustentado da economia.

Na verdade, não se trata apenas de inconsistências das políticas em si, e de seus conflitos internos, mas também da inadequação de procedimentos e práticas enraizadas de longa data, do Banco Central e do governo como um todo. Assim, sem que sejam feitas mudanças institucionais e de regras de procedimento, além de alterações na legislação referente ao plano de estabilização, torna-se problemático obter maior consistência dessas políticas, e mais ainda torna-las eficientes.

Com o objetivo de propor novos rumos e procedimentos, esse trabalho está organizado da seguinte forma. A seção 2 inicia a discussão a partir dos dispositivos legais que estabeleceram as regras da nova moeda, e a partir dessa discussão segue-se o roteiro para aprofundamento dos temas levantados. A seção 3 aborda a questão da remonetização da economia e suas consequências para as regras de procedimento da política monetária no Real. A seção 4 faz uma retrospectiva concisa da experiência de política monetária nos últimos 13 anos, evidenciando sua ineficácia em atingir o objetivo da estabilização dos preços. A seção 5 analisa o ponto fulcral dessa inoperância, qual seja a convivência com a moeda indexada ou "quase-moeda". Sua consequência é o caráter endógeno da oferta de moeda no Brasil e a passividade do Banco Central. A seção 6 aborda o mercado de câmbio e as relações do setor externo com a política monetária. Aí se situa talvez a maior inconsistência do plano de estabilização, qual seja o aparente conflito entre as políticas monetária e cambial. A seção 7 analisa a configuração do sistema financeiro, mostrando uma grande "disfunção" hoje existente, criada pela própria ineficácia da política monetária. Finalmente a seção 8 resume as recomendações de alterações institucionais nas normas e nos procedimentos do governo, em especial da autoridade monetária, e das regras de atuação das políticas visando aos objetivos propostos.

## 2. Inconsistências da política monetária no Real

A medida provisória do Real estabeleceu alguns procedimentos ditados pela prudência que pareciam necessários ou politicamente convenientes à época da implantação da nova moeda, mas que se revelaram inadequados no que se refere à eficácia da política monetária. Esses defeitos, alguns deles já reconhecidos publicamente pela própria equipe econômica do governo, precisam ser corrigidos, se possível ainda em 1994, eis que podem vir a comprometer o sucesso da política de estabilização. Em resumo, cabe citar :

i. O Art.4 definiu a política monetária através de tetos de emissão da base monetária. Nos dois trimestres de 1994 que se seguiram ao lançamento da nova moeda os valores fixados originalmente foram amplamente ultrapassados, e causaram o desgaste político da necessidade de reiteradas explicações e duas alterações de valores sem que tivessem contribuído para a eficácia do controle da emissão de moeda. Como se procura argumentar nesse trabalho, o Banco Central na verdade parece não dispor de controle efetivo sobre a base monetária, e nem mesmo sobre qualquer outro conceito de base monetária "ampliada". Esses agregados evoluíram, nos últimos meses, em função da demanda por moeda, que parece pouco conhecida pelas autoridades monetárias. Houve assim aumento da oferta para atender a essa demanda,

apesar da ausência dos fatores de expansão presentes nos últimos anos, como as necessidades de financiamento do setor público, dos fluxos decorrentes de operações com o setor externo ou dos refinanciamentos de liquidez às instituições financeiras.

Límites quantitativos de emissão de moeda são reconhecidamente ineficazes enquanto perdurar o período de ajuste do sistema econômico à nova moeda, no sentido de alcançar o coeficiente de liquidez desejado. E esse período, a julgar pela análise de planos de estabilização semelhantes em outros países da América Latina (1), pode se estender por vários anos. Não há como se conhecer com precisão, a priori, o coeficiente de liquidez desejado da economia, que dependeria de estimativas acuradas e confiáveis de demanda por moeda, inexistentes até o presente e que só seriam teoricamente obtidas algum tempo após o período de ajuste. Mas a experiência de grande número de países de moeda estável, como se mostrará mais à frente, sugere um amplo espectro de variação, muito dependente dos hábitos da população e dos agentes da economia. Assim, levantamos sérias dúvidas se tais estimativas de fato serão úteis em qualquer momento no futuro, ou seja, se a programação monetária no Brasil algum dia irá seguir as regras de quantificação da demanda por moeda e de ajuste da oferta às quantidades demandadas. Essa metodologia, aliás, está em desuso na maioria dos países. Isso nos remete ao item seguinte, que trata precisamente da programação monetária desejada para o real.

ii. O Art. 6 estabelece que o presidente do Banco Central submeterá ao Conselho Monetário Nacional uma programação monetária trimestral, que será encaminhada pelo Ministro da Fazenda à comissão de assuntos econômicos do Senado, para aprovação e posterior acompanhamento. Nessa programação deverão constar minimamente estimativas de faixas de variação dos principais agregados monetários compatíveis com os objetivos de estabilidade da moeda e análise da evolução da economia com as variáveis que justifiquem a programação proposta.

Essa determinação parte do pressuposto da capacidade de previsão "trimestral" da demanda por moeda condizente com a estabilidade dos preços e com desempenhos previstos da economia. Ora, se não conhecemos e dificilmente conheceremos a demanda por moeda, se temos dúvidas sobre a própria capacidade de controle da base monetária pelo Banco Central e se muito menos dispomos de controle sobre variáveis cruciais à determinação dessa demanda (por exemplo, as expectativas dos agentes da economia) como será possível cumprir esse dispositivo com um mínimo de seriedade?

De fato, como insistiremos em argumentar, uma característica dominante de nosso sistema monetário tem sido a sua endogeneidade, do que tem resultado sempre uma postura passiva da autoridade monetária. Isso porque sempre faltou controle sobre as contas ativas do Banco Central e do sistema financeiro, ou seja, sobre o crédito interno e sobre os ativos líquidos em moeda estrangeira. O crédito interno era influenciado principalmente pelas necessidades do setor público, enquanto os ativos líquidos externos pelos fluxos que resultavam de grandes flutuações das contas do balanço de pagamentos (2). Esses ativos parecem apresentar variações interdependentes, porque são ambos influenciados pelas taxas de juros reais, conquanto com relações de causalidade diversas. Consequentemente, a forma correta e eficaz de propor programação monetária deveria ser através do controle dessas e de outras operações ativas da autoridade monetária e do sistema financeiro. Esse controle dispensaria o onus e a ineficácia das taxas de juros reais como as praticadas no Brasil, além obviamente de eliminar os efeitos que esses encargos causam no próprio crescimento das operações ativas e portanto do passivo do sistema. Em outras palavras, passaríamos a ter política monetária através do controle da expansão do crédito interno e das reservas internacionais. Esse ponto nunca foi bem assimilado pelos mentores da política monetária no Brasil, sobretudo porque exige uma postura do Banco Central diferente da que cultivamos. Por isso, ao procurar sempre o controle da base monetária,

sem que houvesse assegurado o controle das operações ativas, a autoridade monetária, ou não atingia seus objetivos, ou apenas reprimia o crescimento do estoque de moeda às custas da expansão dos demais haveres financeiros, todos com liquidez próxima à da moeda. Propiciava assim a expansão da moeda indexada e com isso permitia acomodações dos estoques de haveres financeiros às elevações da renda nominal e consequentemente dos preços. Essa situação não mudou muito com o plano real. Ao final de outubro o governo decidiu impor restrições ao crédito, mas por linha de ação distinta da que sugerimos nesse trabalho.

É que ao propor controle sobre o crédito interno estamos nos referindo sobretudo ao crédito ao setor público. Como será mostrado na seção 7 o crédito ao setor privado sofreu uma forte contração nos últimos 14 anos, fenômeno bem conhecido como do "crowding out" do setor privado pelo setor público. Assim, um pressuposto fundamental ao sucesso do controle do ativo é a ausência de demanda por financiamento do setor público sobre o sistema financeiro, sobretudo sobre o Banco Central, ou seja, o equilíbrio pleno e efetivo das finanças públicas. E em relação ao ativo líquido externo, tratar-se-ia de reduzir o saldo de reservas internacionais, ou seja, gerar um fluxo negativo nessas aplicações do Banco Central.

As mudanças que julgamos necessárias na natureza e na forma de atuação do Banco Central, assim como na própria execução da política monetária, poderiam conferir maior eficiência e seletividade à política monetária. Por exemplo, permitiriam conciliar a demanda de liquidez e a estabilidade da moeda com o ajuste do sistema financeiro à demanda de crédito do setor privado produtivo, desde que hajam graus de liberdade adicionais pela obtenção de um fluxo de financiamento negativo ao setor público, via superávit primário do Tesouro, e pela redução das aplicações em moeda estrangeira. Esses pontos também serão desenvolvidos mais adiante, eis que se constituem em aspectos fundamentais à desejada compatibilização da política de estabilização com a manutenção do crescimento sustentado da economia. Um pressuposto básico para isso são mudanças importantes no relacionamento da autoridade monetária com o Tesouro e com o sistema financeiro, privado e estatal, além do equilíbrio fiscal. Esses aspectos também serão analisados mais adiante.

iii. O terceiro equívoco da medida provisória diz respeito à permanência de diversos dispositivos que dão margem à manutenção da indexação da economia. No que toca especificamente à política monetária, a indexação permanece na presença da "taxa referencial" de juros, na forma como foi instituída pelo plano Collor II. Com efeito, o parágrafo 5, do artigo 27, estabelece que a TR continuaria a ser usada nas operações realizadas nos mercados financeiros, de valores mobiliários, de seguros, de previdência privada e de futuros. Ou seja, as operações ativas do sistema financeiro permanecem indexadas, o que significa indexar os haveres financeiros. Ora, manter a indexação dos haveres financeiros, além da sua liquidez, significa ajudar a assegurar a evolução endógena da moeda indexada, como também procuraremos argumentar adiante. Nessas circunstâncias, ainda que se logre a redução da sua parcela mais importante, qual seja o saldo da dívida pública mobiliária federal em poder do mercado, que compõe o M2, a expansão dos demais haveres pode resultar em aumentos indesejados dos agregados monetários, em prejuízo da programação monetária. Isso ocorreu, por exemplo, nos primeiros meses de implantação do real, acarretando dificuldades ao próprio controle da base monetária. De resto, a consolidação da estabilidade é incompatível com a presença da indexação. E não apenas a financeira, como também a salarial, através das correções automáticas pelo IPC-r, e das receitas do governo, através da UFIR. Com a indexação, qualquer choque inflacionário eventual tende a se perpetuar.

Como se procurará argumentar, a indexação no sistema financeiro, junto ao pouco controle das operações ativas, tem sido os mecanismos fundamentais à acomodação da liquidez, em suas formas mais amplas, às pressões de custos, de demanda e de expectativas que lideram os mecanismos de elevação sustentada de preços. A sua manutenção é portanto incompatível com qualquer programa de estabilização.

iv. Finalmente, o último ponto diz respeito ao que deixou de ser estabelecido na medida provisória que criou o real. Ela foi omissa em relação à política cambial e, mais que isso, em relação ao sistema cambial que deveria vigorar a partir de então. De fato, junto com o equilíbrio fiscal, o câmbio poderia ser também um importante alicerce ao real, mas a maneira como o mercado de câmbio e o setor externo da economia vem sendo regulado e administrado o transformou em arma de dois gumes. A valorização atual da moeda é artificial, porque se faz em situação de demanda reprimida por divisas e em presença de um saldo de reservas internacionais que se transformou em "onus" ao plano, ao invés de ser seu principal trunfo. Além disso, cria um conflito grave entre a administração de curto prazo voltada à consolidação da estabilidade, com o objetivo de médio e longo prazos de ampliação da oferta através do aumento da capacidade produtiva da economia, tendo em vista a distorção de preços relativos que a valorização poderá acarretar.

Ao analisarmos esses pontos de inconsistência do plano estabelecemos também o roteiro que nos irá permitir aprofundar os tópicos que, a nosso juízo, poderiam nortear a reformulação dos procedimentos do Banco Central, especialmente em relação ao mercado de câmbio e ao setor externo da economia. Essa análise também poderia propiciar algumas alterações importantes na própria legislação que criou a nova moeda, especialmente no que concerne aos dispositivos referentes à indexação e à reformulação institucional da autoridade monetária no Brasil (3).

O objetivo é a proposição de instrumentos de ação mais eficazes que poderiam permitir não apenas a consolidação do processo de estabilização como, e principalmente, sua compatibilização com o crescimento sustentado.

A seção seguinte enfoca a questão do processo de remonetização em curso com a implantação da nova moeda, em consequência do sucesso inicial do plano em reduzir de forma significativa as taxas mensais de inflação. Como tem sido reconhecido pelas autoridades do governo, o processo de remonetização foi subestimado. Em nossa avaliação, não haveria nunca como estimá-lo, e muito menos controlá-lo, nas condições atuais da política monetária.

### 3. A remonetização da economia

A teoria nos ensina, e a prática dos últimos anos com os planos de estabilização já comprovou, que a rápida redução das taxas de inflação é sempre acompanhada por um processo igualmente rápido de aumento da demanda por moeda, em seus conceitos mais restritos. O mesmo não ocorre necessariamente com relação aos conceitos mais amplos de moeda. Ao se considerar a totalidade dos haveres financeiros (M4), por exemplo, nota-se maior estabilidade, só afetada com o bloqueio das aplicações financeiras em 1990, no plano Collor I.

Definindo-se a monetização da economia como a relação entre o estoque de moeda e o PIB, o quadro 1 mostra a evolução dos últimos quinze anos, e a aparente correlação inversa com as taxas de inflação.



Quadro 1  
 Coeficiente de monetização da economia brasileira, 1980/1994  
 (% em relação ao PIB)

Anos	M1	M4	Inflação(IGP-DI)
1980	9,3	20,9	110,2
81	7,7	25,4	95,2
82	6,5	25,9	99,7
83	5,1	24,7	211,0
84	3,6	23,8	223,0
85	3,5	27,9	235,1
86	7,7	31,0	65,0
87	4,2	27,0	415,8
88	2,4	25,6	1037,6
89	2,0	24,8	1782,9
90	3,3	15,6	1476,6
91	2,8	15,5	480,2
92	1,8	23,6	1158,0
93	1,3	23,7	2708,2
94*	1,3	22,4	-----

Fonte: PIB: IBGE

Haveres financeiros: Conjuntura Economica, FGV.

Elaboração: IPEA-Dipes/Gac.

\* Até 30 de junho.

Como se pode observar, a aceleração da inflação verificada entre 1980 e 1985 reduziu persistentemente o grau de monetização da economia, de 9,3% do PIB para 3,5%, mas manteve a proporção de M4 elevada. Em 1986, com o plano cruzado e a queda rápida da inflação, esse coeficiente mais que dobrou, aumentando também o de M4, mas o retorno da inflação, principalmente a partir de 1988, viria a reduzi-lo para 2% do PIB em 1989, conquanto a proporção de M4 tenha se mantido relativamente estável,

No bienio 1990/91, época dos planos Collor, a inflação novamente viria a cair temporariamente, verificando-se aumento da monetização, mas nessa oportunidade a proporção de M4 seria drasticamente reduzida pelo bloqueio dos haveres financeiros. De 1992 até junho de 1994 novamente se acelera a inflação, fazendo com que a relação entre moeda e PIB chegasse ao nível mais reduzido de nossa historia economica, só comparável a relações verificadas em experiencias de países em épocas de hiper-inflação.

Tendo em vista esse patamar anormalmente reduzido de demanda por moeda no Brasil, em seu conceito estrito, era de se esperar que a rápida redução da inflação, com a introdução do Real em julho, propiciasse também rápida remonetização. Ou seja, novamente se verificasse reação forte da demanda por moeda em resposta à estabilização dos preços. Até que proporção, e durante que periodo de ajuste? Essa questão pareceria fundamental à politica monetária a ser seguida a partir de então, nos termos em que foi instituida pela medida provisória do real, mas era virtualmente impossível uma resposta sensata. Simplesmente porque não parece existir qualquer avaliação confiável da configuração quantitativa da demanda por moeda no Brasil. E essa configuração depende crucialmente de expectativas, cada vez mais presentes e determinantes na vida economica. Nesse aspecto, a observação de planos similares em países

da América Latina e em Israel poderia sugerir um período de acomodação longo, de vários anos, mas em nenhum deles o grau de monetização da economia chegou a níveis tão reduzidos como no Brasil, ao lado da presença dominante dos demais haveres financeiros como substitutos da moeda.

O quadro 2 a seguir apresenta uma relação desses coeficientes para uma amostra de 10 países de moeda relativamente estável ( inflação anual abaixo de 10%), e para uma amostra de outros 10 com taxas anuais de inflação entre 10 e 30%. Como se poderá observar, nos países de moeda estável os coeficientes são mais elevados, mas a dispersão é enorme. Nos países com inflação, embora não comparáveis às verificadas entre nós nos últimos anos, há também muita dispersão, mas as relações são significativamente menores.

Quadro 2  
Coeficiente de monetização(M1/PIB), em países selecionados

Discriminação	Em % M1/PIB, em 1992
Países de moeda estável ( inflação anual inferior a 10%)	
Reino Unido	40,0
Espanha	31,0
Japão	29,3
Suiça	25,6
Holanda	23,9
França	23,5
Alemanha	22,9
Belgica	20,1(1990)
Estados Unidos	17,5
Canadá	15,7
Países com inflação anual entre 10 e 30% ao ano	
Africa do Sul	18,9(1990)
Colombia	12,2
Mexico	11,8
Indonésia	11,2
Paraguai	9,6
Uruguai	7,5
Bolivia	6,7(1991)
Chile	6,3
Argentina	5,6
Peru	5,1

Fonte: International Financial Statistics, FMI, maio de 1994.

Elaboração do autor.

A julgar por essas ilustrações da realidade recente de outras economias, se se considerasse as taxas mensais médias de inflação nos meses que se seguiram à introdução da nova moeda, a demanda por moeda no Brasil se elevaria rapidamente para uma proporção que

poderia atingir até 5% do PIB. E poderia atingir até mesmo o dobro dessa proporção, caso as expectativas evoluam no sentido da consolidação do processo de estabilização, o que é de fato o objetivo do governo e da sociedade. Nesse caso, estaríamos apenas retornando às proporções que existiam na economia brasileira no início da década de 80. Ora, mas isso corresponderia a quase quadruplicar o estoque de meios de pagamentos em poucos meses, e talvez até multiplicar por 10, se tudo desse certo. Significaria afirmar que quanto maior o sucesso do programa de estabilização, maior a demanda por moeda e portanto maior a dificuldade de cumprir qualquer meta de emissão por parte da autoridade monetária. Ou, em outras palavras, quanto maior o sucesso do plano, mais irrelevante e até mesmo inconveniente a decisão de estabelecer tetos de emissão de base monetária ou mesmo de qualquer outro conceito ampliado de moeda, ao menos enquanto perdurasse o processo de consolidação da nova moeda.

Essa questão nos remete à análise crítica da política monetária praticada no Brasil nos últimos quinze anos, e cujos resultados concretos foram no mínimo frustrantes, senão perversos. A insistência no controle da base monetária, através do instrumento das taxas de juros, parece ter produzido mais custos que benefícios, e no entanto continua-se insistindo no erro. A conclusão dessa análise, de fato, é que a política monetária nesse período, nas mais diferentes situações e de planos econômicos, nunca conseguiu atingir o objetivo de contribuir eficazmente para a estabilização.

#### 4. Breve retrospectiva da política monetária no Brasil: 1980/1993

O impacto da segunda crise do petróleo, deflagrada em meados de 1979, agravada pela crise financeira internacional, teve repercussões devastadoras sobre a economia brasileira. Acarretou desequilíbrios sem precedentes no balanço de pagamentos e a necessidade de duas maxi-desvalorizações do cruzeiro: a primeira em dezembro de 1979 e a segunda em fevereiro de 1983, no auge da crise da dívida.

Em 1980 já se delineava a crise cambial que teve seu momento de maior dramaticidade em setembro de 1982, com a moratória externa do México. Naquele ano nossas reservas de divisas se exauriram totalmente. Porém, o governo não se deu conta de imediato da gravidade do quadro. Ainda tentou preservar o crescimento praticando uma política monetária expansiva. Ao final de 1980, no entanto, o então ministro do Planejamento, Delfin Netto, deu uma guinada de cento e oitenta graus e iniciou a política monetária restritiva através da manipulação direta das taxas de juros pelo Banco Central, usando como instrumento as taxas de financiamento "overnight" no sistema financeiro, com lastro em títulos públicos federais.

A prática de juros reais com base nas taxas "overnight", com o objetivo de restringir a demanda global, estimular a poupança financeira e encarecer a formação de estoques foi logo em seguida referendada pelo Fundo Monetário Internacional e passou a constar das cartas de intenções enviadas pelo governo à organização. Mais que isso, passou a ser prática recorrente de política econômica a partir de então, nas mais diferentes situações e por pelo menos 10 dos 13 ministros da Fazenda que passaram pelo cargo entre 1981 e 1994(4), mesmo por aqueles que inicialmente a repudiaram. Na verdade, foi o único dispositivo daquelas sucessivas cartas de intenções que o governo sempre conseguiu cumprir rigorosamente, embora tenha sistematicamente falhado nas metas de controle do crédito interno e do déficit público.

Juros reais elevados, não raro atingindo níveis recordes em comparação ao resto do mundo, prevaleceram na maior parte dos últimos quatorze anos, excetuando-se apenas as épocas marcadas por práticas consideradas "não- ortodoxas" de política econômica, isto é, nos primeiros meses dos planos Cruzado, Bresser e Collor.

Essa prática permaneceu com a criação do plano real, e foi também a tônica das medidas restritivas adotadas no primeiro "pacote" de medidas corretivas adotadas após o lançamento da nova moeda, em final de outubro último. E isso, curiosamente, ocorrendo em momento que as próprias autoridades monetárias manifestavam sérias dúvidas quanto à eficácia do procedimento.

O quadro 3 a seguir registra um retrospecto das taxas de juros reais básicas de nossa economia.

Quadro 3  
Taxas de Juros Reais Acumuladas( overnight- titulos publicos federais)

Anos	% ao ano
1980	-30,0
81	5,1
82	6,4
83	8,9
84	10,5
85	11,0
86	4,8
87	-14,8
88	- 4,9
89	18,7
90	-4,8
91	6,7
92	30,2
93	8,1
94 *	24,0

Fonte: ANDIMA, Banco Central e Conjuntura Economica, Fundação Getulio Vargas.

Nota: Taxas de juros de titulos publicos deflacionadas segundo o criterio do indice IGP-DI "centrado", isto é, a média geométrica dos indices do mes de referencia e do mes posterior.

(\*) Projeção do autor.

Essa politica de juros também aniquilou com os demais instrumentos de politica monetária que até então eram mais frequentemente utilizados no Brasil, tais como os controles quantitativos de operações ativas do sistema financeiro, o redesconto de liquidez e até mesmo o "open market", ao menos em seu sentido convencional.

A politica do mercado aberto, que até então era feita em sua forma tradicional usando como lastro as Letras do Tesouro( LTN), transformou-se ao longo da década em instrumento de administração da dívida publica no mercado e em mecanismo de indução à prática de juros reais elevados, agravando o deficit publico e com isso reduzindo a própria eficácia da politica, porque aumentava a demanda de financiamento do governo.

Na verdade, o objetivo inicial desse tipo de politica era o reequilíbrio das contas do balanço de pagamentos e a recuperação das reservas internacionais. Essa meta sempre foi rapidamente alcançada. Já em 1984, por exemplo, o saldo da balança de bens e serviços, excetuando-se os itens financeiros, chegou a US\$ 11364 milhões, cobrindo inteiramente os encargos da dívida externa, e depois de ter atingido deficit de US\$ 2803 milhões em 1982. Em outras épocas ao longo da década, como ao final de 1986, ou em julho de 1989, os desequilíbrios voltaram parcialmente, embora nesses casos em decorrência dos planos "não - ortodoxos" de estabilização, mas sempre foram rapidamente revertidos. Nos ultimos tres anos de prática de juros reais elevados( 1992/94), foi possível alcançar saldo de reservas internacionais superior a quarenta bilhões de dolares, que permaneceram em elevação mesmo após o lançamento da nova moeda.

O fenomeno da escalada inflacionária , no entanto, que surgiu inicialmente na esteira da crise internacional, mostrou-se resistente à terapia dos juros altos. Salvo alguns periodos fugazes de trégua nos primeiros quatro ou cinco meses de vida de cada um dos planos de estabilização, a tendencia da inflação foi sempre ascendente. Passamos, como é sabido, de um patamar anual de 100% em 1980, para mais de 200% em 1983, 400% em 1987, até atingir a quase 2000% em

1989. Após um recuo breve para 500 % no período 1991/92, a inflação voltou a disparar, atingindo mais de 2700% em 1993.

Esses resultados deveriam ser suficientes para levar à forte suspeita de que a política monetária prevalecente ao longo de tantos anos tem sido no mínimo extremamente ineficaz, no que tange à meta de estabilização dos preços, conquanto tenha produzido resultados excepcionais no setor externo da economia.

Na verdade, mais que isso. Ao induzir crescimento permanente de ativos financeiros com características de moeda, a política tornou-se passiva, permitindo, juntamente com a indexação, a acomodação automática daqueles estoques aos níveis de preço e renda nominal da economia, enquanto o decréscimo da "caixa real" ( $M1/P$ ) era compensado por aumentos da velocidade-renda da moeda. Isso ocorria simultaneamente ao aumento do crédito ao setor público e de decréscimo ao setor privado, o conhecido fenômeno do "crowding-out". Além dessa acomodação automática, não se pode desprezar as pressões de custos decorrentes dos juros reais, que eram sempre propagadas automaticamente a todo o sistema pela indexação. Chegamos assim ao paradoxo de admitir que a política monetária não apenas foi inócua, apesar de seus altos custos sociais, como pode ter contribuído "involuntariamente" para a perpetuação do processo inflacionário e quiçá para o seu agravamento.

Com o lançamento do Real, a partir de julho, a manutenção preventiva de juros reais elevados trouxe um sério dilema para a política de estabilização. Dado o elevado diferencial existente entre juros internos e externos, permaneceram condições atrativas aos influxos de recursos externos, o que tem acarretado pressões latentes sobre a base monetária. Nessa situação, evitar sua expansão significa apreciar o câmbio, de forma não compatível com a taxa de paridade do poder de compra da moeda nacional em relação às moedas conversíveis. Isso pode acarretar desequilíbrios futuros e um potencial de elevação de custos caso se reverta o processo de valorização da moeda decorrente da política monetária.

É nesse ponto precisamente que a interligação entre essas políticas assume contornos distintos do passado. Muito diferentemente dos anos 80, não há qualquer crise no setor externo a ser debelada com juros elevados. O balanço de pagamentos há muitos anos é superavitário e a dívida externa foi totalmente equacionada. Na verdade a situação hoje é de "excessiva" acumulação de reservas internacionais, ao menos no que concerne à política monetária. E a questão relevante que se coloca é a de como usá-las de forma eficaz em benefício da consolidação do processo de estabilização e da retomada do crescimento sustentado. Nesse sentido, a direção lógica a ser seguida, admitindo-se a taxa de câmbio determinada pelas forças de mercado, é a da ampliação da demanda por divisas de forma a reduzir, ou tornar "negativa" sua pressão sobre o total das operações ativas do Banco Central. Essa maior demanda se faz sobretudo pelo aumento das importações, e aí temos o seu lado real. O aumento das importações amplia a oferta global e reduz as pressões de custos internos, em benefício da consolidação da estabilização dos preços e da retomada dos investimentos. Não estamos mais diante da necessidade de repressão da demanda global por necessidade de ajuste do balanço de pagamentos, e é precisamente esse o ponto que mais diferencia a situação presente da história da última década. Essa demanda por divisas poderá propiciar o ajuste do mercado de câmbio, evitando assim sobrevalorizações artificiais que possam acarretar no futuro prejuízo às correntes de comércio. E as pressões de custos desse ajuste seriam largamente compensadas pelo aumento da oferta através das importações. Para que tudo isso aconteça, no entanto, muito há ainda a ser mudado visando à eliminação das restrições às operações de câmbio e às dificuldades que se colocam à viabilização das importações, sobretudo no âmbito das restrições não-tarifárias. Numa visão mais ampliada, lógica e sistêmica, tratar-se-ia na verdade de introduzir um novo dispositivo no plano de estabilização- uma "âncora" realmente poderosa- que seria a plena liberdade de operação nos mercados de câmbio e a integração da economia brasileira aos mercados financeiros internacionais. Em outras palavras, caminhar para a conversibilidade da moeda nacional. Esse ponto é fundamental e será retomado mais adiante.

Além disso, é fundamental que se reconheça a natureza de elevações eventuais de preços para a adoção de medidas corretas, notadamente a diferenciação entre pressões de custo ou de demanda, ou as decorrentes de mudanças de expectativas. Utilizar indistintamente os mesmos instrumentos para processos diferentes pode contribuir para agravar o problema e aumentar os custos sociais, notadamente se permanece a insistência nos procedimentos inadequados dos últimos anos.

Em reforço à argumentação de mudanças mais substantivas na política monetária, vale insistir um pouco mais na natureza da moeda indexada em nossa economia.

#### 5. A moeda indexada e seus efeitos na perpetuação da inflação

A conceituação mais estrita de quase-moeda engloba o saldo de M1 acrescido do saldo da dívida pública em circulação no mercado, dos depósitos especiais remunerados, e dos fundos de aplicação financeira (FAF). Esse conjunto compõe o conceito M2 de meios de pagamentos. A evolução desse saldo, contudo, tem sido muito dependente e condicionada pelo saldo da dívida pública federal, ( e mais recentemente, das dívidas estaduais e municipais), não apenas pela participação relativa desse haver financeiro no total de M2 como pela participação indireta dos títulos públicos nos fundos de aplicação financeira e pela influência do custo da dívida, ou seja, a taxa básica de juros da economia, na evolução dos saldos dos DER e das dívidas estaduais e municipais. Como se pode ver no quadro 4 abaixo, parece bem clara a correlação entre a relação dívida/PIB e M2/PIB, e entre M2 e M4, especialmente após 1987, com o fracasso do plano cruzado e o retorno às políticas de juros reais elevados.

Quadro 4  
Dívida pública e quase-moeda no Brasil  
( saldos em final do período em relação ao PIB).

Anos	Dívida/PIB	M2/PIB	M4/PIB
1980	4,2	13,5	20,9
81	5,2	12,9	25,4
82	6,5	13,0	25,9
83	5,9	11,0	24,7
84	6,1	9,7	23,8
85	9,8	13,3	27,9
86	9,2	16,9	31,0
87	10,1	13,6	27,0
88	11,4	13,1	25,6
89	15,2	14,5	24,8
90	2,9	8,6	15,6
91	2,7	8,2	15,5
92	7,9	11,4	23,6
93	7,7	11,3	23,7
Agosto 94	9,4	10,6	22,4

Fonte: Banco Central e IPEA.

Nota: PIB avaliado a preços de final do período.

A característica peculiar dessas "moedas indexadas" na economia brasileira é dada pela elevada liquidez, que engloba praticamente a totalidade dos haveres financeiros. Essa situação foi criada pelo uso abusivo da política de juros reais induzida pelas taxas dos títulos públicos federais, que acarretavam sempre maior demanda de financiamento do déficit público. Para a aceitação dessa demanda pelo sistema financeiro foi necessária a garantia de liquidez plena dos

titulos publicos pelo Banco Central. Em função dessa circunstancia e da própria aceleração da inflação, e para que não se criassem desequilíbrios entre as diversas modalidades de captação de recursos pelo sistema financeiro, a liquidez foi sendo gradativamente extendida aos demais haveres.

A garantia de liquidez foi assegurada através do compromisso de recompra diária pelo Banco Central, e a partir de então as operações de open-market passaram a se confundir com instrumento de suporte aos titulos no mercado e, por via de consequencia, à própria administração da dívida pública. Perdeu-se assim a eficácia do instrumento e da própria política de juros, visto que grande parte dos haveres financeiros, que se autoalimentam dos seus custos, adquiriram liquidez plena e tomaram o lugar da moeda tradicional. E através desse procedimento a autoridade monetária deixou de ser a "guardiã" da moeda para ser a administradora das reservas bancárias, passando assim a assumir uma postura passiva e até mesmo dependente do sistema financeiro.

Esse procedimento é de responsabilidade do Banco Central, mas os titulos são em sua maior parte de responsabilidade do Tesouro. Com isso introduziu-se uma nova e forte relação de interdependencia entre Tesouro e Banco Central, restabelecendo-se de certa forma a interpenetração reciproca entre as políticas monetária e fiscal que se supunha ter sido eliminada com o fim do antigo "orçamento monetário", em 1986 (5). Os custos da dívida, com os juros elevados, agravavam o deficit publico, que levavam o Tesouro a depender do Banco Central para viabilizar suas necessidades de financiamento. Este, por seu turno, dependia do Tesouro para a viabilização da política de juros. E ambas as instituições, finalmente, dependiam do mercado financeiro para viabilizar a administração da dívida publica e para referendar as medidas de restrição monetária. Em troca, o sistema financeiro passou a incorporar em proporções crescentes, em seu ativo, os papéis do setor publico, reduzindo de forma drástica as operações de crédito ao setor privado. Um círculo vicioso que se consolidou e que continua em funcionamento, em detrimento da eficácia de qualquer política monetária. E além disso criou "vested interests", visto que o sistema financeiro passou a se beneficiar de forma crescente do imposto inflacionário, assim como o próprio governo. Esse círculo vicioso é por muitos apontado como a maior dificuldade à eliminação efetiva da inflação no Brasil.

Vale ressaltar os ingredientes que reputamos fundamentais à perpetuação desse processo, e que portanto precisam ser corrigidos:

(i) a falta de determinação ou de autonomia do Banco Central para executar uma política de controle efetivo das operações ativas;

(ii) em função disso, um processo de interdependencia entre Tesouro e Banco Central, e entre este e o restante do sistema financeiro, inclusive de sua parcela estatal, incluindo bancos federais e estaduais;

(iii) diante dessas limitações, a atuação da autoridade monetária tem sido marcada pela tentativa de perseguir o controle dos agregados monetários mais básicos, porém com grande ineficiencia, pois a permanencia e mesmo a generalização da indexação, com a elevada liquidez dos haveres financeiros, combinada aos juros reais elevados, conferiu endogeneidade à oferta relevante de moeda, permitindo sempre a acomodação da liquidez às pressões inflacionárias ;

(iv) além de ineficiente, o uso abusivo de políticas de juros resultou em conflito entre as políticas monetária e cambial, em prejuízo da consolidação da estabilidade dos preços e da retomada sustentada do crescimento. Essa contradição é reforçada pelo anacronismo do mercado de cambio, que se mantém na mesma configuração institucional dos períodos de fortes restrições impostas pelo setor externo.

(v) finalmente, a retomada do crescimento e portanto a conciliação entre a consolidação da estabilidade e a ampliação da oferta também esbarra em uma grande disfunção do sistema financeiro resultante das práticas adotadas pela política monetária nos ultimos anos, qual seja a concentração crescente do crédito interno em operações com o setor publico e no aumento dos

saldos de reservas internacionais no Banco Central, tudo em detrimento do crédito ao setor privado e portanto do bom desempenho da economia.

Esses dois últimos pontos serão analisados a seguir.

## 6. Mercado de cambio e política cambial.

As estimativas mais recentes de taxa de cambio efetiva no Brasil, referentes ao mes de outubro ultimo, indicam numero indice abaixo de 60, tendo por base a média do ano de 1988(=100). De acordo com a própria metodologia daquele calculo, a economia brasileira teria que ter auferido um aumento de produtividade de pelo menos 40% em relação aos países que compoem a "cesta" de moedas utilizada nas comparações, nesses ultimos seis anos, para que se pudesse admitir que a taxa de cambio hoje vigente refletisse de fato a taxa de paridade de poder de compra da moeda nacional em relação às moedas daqueles países, todos do primeiro mundo. Ou que a base de comparação( ano de 1988), tenha sido inadequada(6).

Mas mesmo tomando épocas mais recentes como base às comparações, por exemplo janeiro de 1993, em que o indice foi de 86,1, ou janeiro de 1994, com 76,3, ou junho ultimo, com 72,9, ainda assim encontrar-se-iam valorizações da moeda nacional dificilmente compatíveis com possíveis aumentos de competitividade de nosso sistema produtivo. Significa dizer, em outras palavras, que a administração da taxa de cambio pelo BACEN não parece ter seguido a lógica da paridade do poder de compra (PPP), mas também não seguiu a lógica do mercado, mesmo após a suposta ausencia de interferencia direta da autoridade monetária a partir de março de 1990, tendo em vista as restrições remanescentes à demanda por moeda estrangeira.

Portanto, a formação da taxa de cambio fica determinada pelo maior demandante ou ofertante, qual seja o próprio Banco Central, que detém o monopólio de fato das operações cambiais. E ainda que esses mecanismos tenham sido supostamente delegados "ao mercado", a influencia da autoridade monetária continuou sendo decisiva, porque as restrições à compra de moeda, à movimentação de fundos em moedas estrangeiras por residentes no pais, às aplicações financeiras em moedas estrangeiras ou em mercados financeiros internacionais, seja pelo setor financeiro ou não financeiro, até mesmo às compras de simples viajantes, e às próprias importações, sujeitas a licenças prévias e a grande numero de restrições não-alfandegáreas e entraves burocráticos, tudo enfim continua caracterizando a moeda nacional como não conversível.

Nessas condições os efeitos das variáveis que influenciam a oferta ou a demanda por divisas são claramente assimétricos. Tome-se por exemplo a elevação das taxas de juros internas. Como se viu anteriormente, a política monetária de juros reais sempre foi eficaz em relação ao balanço de pagamentos, porque estimulava a oferta de divisas, enquanto a demanda sempre foi reprimida. Isso sempre permitiu rápida recuperação de reservas internacionais na autoridade monetária ao mesmo tempo em que a taxa de cambio era sustentada em níveis supostamente compatíveis com metas de saldos comerciais ou de balanço de pagamentos. Nos tres meses que se seguiram ao lançamento do real, o diferencial de taxas de juros internas e internacionais ampliou-se com a valorização da moeda, aumentando assim a oferta de divisas, e no entanto mantiveram-se praticamente inalteradas as restrições à demanda. Ou seja, permanecem as mesmas regras que se aplicavam a épocas em que a economia operava com severas restrições impostas pelo setor externo. E hoje, no entanto, a realidade é outra: o setor externo deveria ser um instrumento em auxilio à estabilização e à ampliação da oferta global. Através de importações voltadas à regularização do abastecimento e à viabilização de taxas mais elevadas de investimento.

A ausencia do Banco Central como principal comprador de moeda estrangeira, a partir de julho, desequilibrou o mercado e causou a valorização do real, aumentando o juro efetivo interno avaliado em moeda estrangeira. No entanto, como a demanda continuou reprimida, o



próprio efeito deflacionário dessa valorização ficou restrito. Por outro lado, em algum momento no futuro essa valorização irá atingir a capacidade competitiva da economia e afetar as exportações, visto ser óbvio que essa proporção pouco teve a ver com aumentos de produtividade da economia "vis-à-vis" economias de moedas estáveis. As exportações não foram afetadas nos primeiros meses do Real em decorrência dos próprios ganhos financeiros decorrentes dos diferenciais de taxas de juros. Aliás, não é por outro motivo que as operações de adiantamentos de contratos de câmbio de exportações passaram a constituir a principal fonte de ingressos de capitais externos nos meses que se seguiram à criação da nova moeda. Porém, é de se crer que as condições de equilíbrio no mercado terão que ser restabelecidas caso se almeje taxas de juros internas mais próximas dos níveis internacionais.

Vivemos hoje o paradoxo de ser a quinta economia com maior saldo de reservas internacionais, deter uma das maiores proporções desse saldo em relação ao PIB, segundo o FMI(7), e no entanto esses recursos, ao invés de se constituírem no instrumento mais poderoso à estabilização da moeda, continuam pressionando as aplicações ativas do Banco Central e por via de consequência os agregados monetários, obrigando inclusive a adoção de medidas compensatórias como as de restrição ao crédito ao setor privado.

Cabe nesse ponto uma breve apreciação dos planos de estabilização semelhantes ao nosso em outros países em desenvolvimento(8).

Em todos houve valorização real da taxa de câmbio, porém em proporção e ritmo bem menos acentuados. E mais importante, a valorização permitiu aumento significativo das importações e portanto da oferta global, e também transferência de recursos reais.

Na Argentina, por exemplo, o índice da taxa real efetiva após três anos do início de seu plano de conversibilidade estava em 74 (mes do plano=100), porém após uma inflação acumulada de 47%. No México, também após transcorrido o mesmo período, o índice era 73, mas a inflação acumulada foi de 109%. Houve desvalorização nominal de 33%. No Chile a taxa efetiva ficou em 81, mas a inflação acumulou 74% nos três anos. Finalmente, no caso do plano de Israel, registrou-se desvalorização de 10% na taxa nominal de câmbio, ao final do período de três anos, mas após a inflação ter acumulado 72%, portanto queda real de 37%.

Chama a atenção dessas experiências que a valorização foi se processando gradativamente, em decorrência da persistência da inflação, conquanto esta sempre a taxas declinantes. Em nenhum caso verificou-se valorização nominal. Porém o que mais diferencia de nossa experiência até o presente (novembro de 1994) é que a lenta apreciação permitiu a ampliação substancial da oferta global através da abertura da economia e das importações de bens e serviços, bem como transferências significativas de recursos reais, e não apenas de recursos financeiros. Ou seja, foram alcançados aportes significativos de poupança externa que se adicionaram aos recursos internos na viabilização de taxas mais elevadas de formação de capital em relação ao PIB.

O quadro abaixo resume a situação desses indicadores nos países mencionados, em comparação com estimativas para o Brasil em 1994.

Quadro 5  
Indicadores do Setor Externo em Países Selecionados  
( em %)

Países(*)	Gráu de abertura comercial (1)	Poupança externa/PIB (2)
Argentina	8,1	3,7
Chile	28,9	2,1
Israel	44,8	0
Mexico	17,0	9,5
Brasil(1994)	6,2	0

Fonte: International Financial Statistics, FMI, julho de 1994.  
Elaboração do autor.

Notas:

(\*) Os dados referem-se a 1992, último ano com dados completos disponíveis, exceto para o Brasil, em que se adota estimativas com base em dados do IPEA.

(1) Relação entre o total de importações (FOB) de bens e serviços e o PIB.

(2) Relação entre o deficit em c/c do balanço de pagamentos e o PIB.

O grau de "abertura comercial" da economia brasileira continua muito reduzido, apesar das reduções de alíquotas do imposto de importação, em um processo que já dura quatro anos. Há certamente mais a ser feito para que o processo produtivo possa se beneficiar de forma mais efetiva da abertura ao exterior. Por esse indicador continuamos a ser uma economia "fechada", em termos relativos, e no entanto a comparação com os países bem sucedidos com seus planos de estabilização, como se depreende dos dados do quadro acima, sugere a importância do aumento da oferta interna através das importações.

No que concerne à contribuição da poupança externa ao aumento dos investimentos, o quadro não é muito distinto. Continuamos a perseguir o "equilíbrio" do balanço de pagamentos em conta corrente, o que não faz o menor sentido. Ao invés de utilizar o aporte de recursos financeiros externos no financiamento de um deficit em C/C de pelo menos 2% do PIB, o que permitiria aumentar a taxa de formação de capital fixo para algo próximo a 20% do PIB, continuamos a acumular reservas internacionais no Banco Central, ou apreciando a taxa de cambio de forma artificial. Com esses procedimentos, conforme já ressaltamos, ou inviabilizamos a política monetária ou acumulamos defasagem cambial para o futuro, com todos os inconvenientes conhecidos.

O saldo atual de reservas internacionais poderia financiar grande parte ou mesmo a totalidade do deficit em C/C, sem qualquer inconveniente para a solvencia ou a liquidez internacional do país. Na verdade, os atuais US\$ 43 bilhões de dólares de reservas custam caro ao país, precisamente a diferença entre os juros internos do passivo que as financiam e os juros internacionais; algo da ordem de mais de 50% ao ano! (9) E qual o benefício efetivo de se deter uma posição ativa dessa ordem no Banco Central? Não parece haver qualquer argumentação consistente que justifique tal custo diante das atuais circunstâncias do plano de estabilização e, talvez mais importante ainda, da necessidade imperiosa de utilizar ao máximo os recursos disponíveis em benefício da retomada sustentada do crescimento.

Nessas circunstâncias, e tendo em vista a própria lógica do plano de estabilização, o caminho a ser seguido é o da liberalização ampla do mercado de cambio e das importações. Poder-se-ia mesmo chegar ao ponto de tornar a moeda conversível, permitindo todos os tipos de operações de movimentação de fundos em moedas estrangeiras e aplicações financeiras, e liberando totalmente as posições dos bancos privados em divisas internacionais. Tudo isso resultaria em maior demanda por moeda estrangeira, normalizaria o mercado de cambio, reduziria o atual

conflito entre a política monetária e a cambial e permitiria uma natural convergência das taxas de juros internas para os níveis internacionais.

#### 7. As disfunções do sistema financeiro no Brasil (10)

O setor financeiro no Brasil não é causador da inflação embora possa ser acusado de contribuir para a sua perpetuação, ou, ao menos, para certa dificuldade à eliminação definitiva da alta de preços. Isso porque é o grande beneficiário do "imposto inflacionário", assim como o próprio governo. Além disso, conforme argumentamos anteriormente, as políticas monetárias pouco eficientes dos últimos anos, ao forçar a economia a operar com juros reais elevados, ao lado de taxas também elevadas de inflação, tem propiciado vantagens ainda mais exageradas aos bancos.

A participação média do setor no PIB, na década de 70, era de pouco mais de 6%, que corresponde à média hoje encontrada nos países de moeda estável. A elevação das taxas de inflação e de juros reais, ao longo dos anos 80, fez com que essa participação chegasse a alcançar 23,8% em 1989, ano em que se verificou a combinação mais perversa de inflação e juros reais em níveis recordes históricos. O quadro 6 abaixo mostra a estreita correlação entre taxas de inflação e participação do agregado "instituições financeiras" no PIB.

Quadro 6  
Setor financeiro: participação percentual no PIB e taxas anuais de inflação (IGP- DI)

Anos	% no PIB	IGP- DI
1986	8,4	65,0
87	16,2	415,8
88	16,7	1037,6
89	23,8	1782,9
90	17,7	1476,6
91	7,5	480,2
92	8,7	1158,0
93	8,6	2706,4

Fonte: Contas Nacionais do Brasil, IBGE, out. 1994.  
IBRE, Fundação Getulio Vargas.

A influência do imposto inflacionário e dos juros reais na elevação da rentabilidade dos bancos sempre foi de tal ordem que as instituições concentravam esforços na busca de recursos que eram colocados à disposição das tesourarias com vistas à maximização dos retornos de suas aplicações nos mercados financeiros. Isso explica a busca incessante de alternativas de prestação de serviços, para com isso beneficiarem-se do "floating" desses recursos, bem como a fuga de aplicações ativas que pudessem comprometer fundos ou diminuir a flexibilidade de suas realocações. Isso ocorreu, portanto, em claro prejuízo das operações de crédito ao setor privado, que perderam participação no "mix" das operações bancárias, principalmente em épocas de inflação ascendente ou de fortes elevações dos juros reais. É claro que os riscos associados ao crédito também se elevam consideravelmente nesses períodos.

Os títulos públicos se constituíram assim no lastro básico das aplicações financeiras, além de figurarem também como lastro às trocas de reservas bancárias e às operações dos mercados futuros e de risco. Diante da necessidade permanente de financiamento do déficit público e da rolagem da dívida pública mobiliária, os juros reais desses títulos eram sempre fixados pelo Banco Central de forma a gerar "spreads" atraentes, com elevada liquidez e risco mínimo. Essas circunstâncias, já mencionadas, produziram uma grande "disfunção" do setor e "desintermediação" financeira crescente. A lucratividade das instituições era sempre elevada e crescia com a inflação e os juros, ou seja, com a inoperância da política monetária praticada

durante tantos anos, porém a função econômica básica do setor, de intermediar recursos ao setor privado produtivo, sofreu redução significativa. O quadro 7 a seguir ilustra e resume essa conclusão, mostrando a redução do saldo do crédito ao setor privado em proporção do PIB.

Quadro 7  
Saldo do crédito ao setor privado em proporção do PIB

Anos	Saldo em 31/12 (1)	% do PIB (2)
1980	5524540	44,0
86	1407721	38,0
92	1202415	23,5
93	51013472	28,7

Fonte: Boletins Mensais do Banco Central, diversos números.  
Elaboração do autor.

Notas:

- (1) 1980: valor em Cr\$ milhões
- 86: " " Cz\$ milhões
- 92: " " Cr\$ milhões
- 93: " " CR\$ milhões

(2) Valores ajustados a preços de final de dezembro, de acordo com metodologia do Banco Central.

Como se depreende do quadro acima, a produção no Brasil tem sido feita com cada vez menos crédito por unidade de produto, ou de valor adicionado. É uma realidade que se supõe irá alterar com a perspectiva de estabilização da economia, eventual redução dos juros reais, redução da dívida pública e finalmente a desejada retomada do crescimento sustentado, pressupondo recuperação da demanda por crédito.

De fato, espera-se do setor financeiro o retorno às suas funções básicas de intermediador de recursos. Não ao financiamento do déficit público, e sim a atividades produtivas. Foi assim na década de 70, quando o crédito ao setor privado representava em média 45% do PIB, e é assim nos países de economia estável. Um levantamento da proporção do saldo do crédito ao setor privado no PIB de 20 países, incluindo-se aí não apenas países do primeiro mundo, resulta na proporção média de 61%, sendo que o percentual vigente atualmente no Brasil só é superior ao de Filipinas, Paquistão e Turquia, países com sistemas financeiros bem menos sofisticados que o nosso. Há países com relação superior a 100%, como é o caso do Japão e do Reino Unido, e outros no limiar desse percentual, como Alemanha e França. São países com centros financeiros internacionais importantes dentro de suas fronteiras. Mas há também aqueles como Malásia, Austrália, Tailândia, Espanha, Israel e Coreia, com relações entre 60 e 70%, ao lado da maioria dos países industrializados incluídos na amostra. Não há dúvida, portanto, que terá que ser esse o nosso caminho.

Quadro 8  
Saldo do credito ao setor privado/PNB - Países selecionados

Países	Relação em % (*)
Australia (1991)	68,6
Belgica (1990)	35,5
Canada (1991)	51,1
Chile(1990)	49,0
França (1990)	97,4
Alemanha (1991)	98,5
Indonesia(1990)	46,1
Israel(1990)	59,0
Japão(1991)	128,4
Corea(1990)	56,0
Malasia(1990)	72,1
Paquistão(1991)	22,9
Filipinas(1991)	18,0
Portugal(1990)	47,0
Africa do Sul(1990)	45,0
Espanha(1990)	62,9
Tailandia(1990)	68,7
Turquia(1990)	21,1
Reino Unido(1991)	115,0
USA(1991)	45,0
MEDIA DOS PAISES ACIMA	61,0

Fonte: International Financial Statistics, julho, 1994.

(\*) Nota: A relação é obtida pela divisão do saldo total das operações de crédito ao setor privado do sistema financeiro, na posição de final de dezembro, pelo Produto Nacional Bruto.

No que concerne à estrutura do passivo do sistema é de se esperar também alterações importantes. O aumento da demanda por moeda irá acarretar maior disponibilidade de recursos na forma de depósitos à vista, que constituem entre 65 a 70% dos meios de pagamentos no conceito M1. Porém, a tendência dos depósitos à prazo, depósitos de poupança e letras de câmbio é também de crescimento, em consequência do esperado aumento da poupança financeira caso ocorra a redução dos riscos nas aplicações a prazos mais longos. Já os fundos de curto prazo tenderiam nesse caso a desaparecer. Seja pela elevada tributação ou, principalmente, por seus custos administrativos em relação à remuneração. De fato, um dos melhores indicadores do sucesso permanente da estabilidade será precisamente o natural desaparecimento da demanda pela moeda indexada, acessada pelo público através dos fundos de investimentos de elevada liquidez.

Assim, um corolário importante dessas mudanças será a redução da demanda por títulos públicos. Esses papéis constituem a lastro básico da moeda indexada, daí se afirmar que o sucesso definitivo do programa de estabilização depende de forma crucial do equilíbrio das contas do governo, capaz inclusive de reduzir de forma significativa o saldo da dívida pública em circulação.

Todo esse processo, evidentemente, demandará um período de ajustamento. Também aqui pode-se invocar a experiência dos demais países com planos semelhantes, e verificar que a reestruturação do sistema financeiro demanda mais tempo que a estabilização em si. E existirão problemas específicos a serem enfrentados, como o ajuste da estrutura patrimonial e de custos das instituições, particularmente no que toca aos bancos estaduais. Todo o sistema se

consolidou com inflação e juros em níveis elevados, e nem sempre os ajustes à situação de estabilidade da moeda e juros mais reduzidos podem ser feitos ou chegarão a tempo de evitar grandes prejuízos. Esse custo social é inevitável e precisará ser enfrentado.

#### 8. As mudanças na política monetária e no Banco Central

Além das mudanças na legislação referidas na seção 2, há que se considerar em mais detalhes especialmente as alterações nos procedimentos e na forma de atuação da autoridade monetária.

O ponto de partida é a política de juros. Parece evidente pela análise da consistência e da retrospectiva dos últimos 14 anos, pelo menos, que os juros reais elevados induzidos recorrentemente pelo Banco Central não foram mais que um dos componentes do círculo vicioso em que se transformou a política monetária no Brasil. Política essa que sempre se mostrou eficaz em eliminar os desequilíbrios do setor externo, mas passiva em relação ao processo inflacionário. Portanto, não se pode esperar que possa dessa forma oferecer contribuição ao processo de estabilização em curso, a menos de mudanças fundamentais.

Nesse sentido, pelo menos enquanto se processasse ajustamento da liquidez do sistema econômico às novas condições, melhor seria que a programação monetária se orientasse por um controle mais efetivo das operações ativas do Banco Central e, se possível, do restante do sistema financeiro. Uma orientação desse tipo, que deveria constar explicitamente da legislação em lugar dos tetos de emissão da base monetária, promoveria um efeito favorável nas expectativas, acreditamos, e criaria condições para a recuperação dos instrumentos de política monetária convencional, no futuro. Com essa decisão seria possível também, em tese, conciliar o controle dos saldos globais das operações de crédito com a expansão desejada do crédito ao setor privado, em benefício do crescimento. Essa expansão seria programada de conformidade com metas de crescimento global e setorial da economia, de forma a elevar gradativamente a relação crédito por unidade de produto. Para tanto, obviamente, haveria uma programação de redução gradativa das aplicações em moeda estrangeira, e do crédito ao setor público, pela garantia de equilíbrio ou mesmo de superavit das contas consolidadas do governo federal. Em outras palavras, um grande reforço às políticas fiscal e do setor externo em benefício da estabilidade e do crescimento sustentado, com o abandono das metas de juros reais ou de controles quantitativos dos agregados monetários.

Esse controle das operações ativas no entanto acabaria conduzindo ao controle do passivo total do sistema; seja do passivo monetário ou não monetário, mas dando ampla liberdade às recomposições indispensáveis ao processo de ajuste do sistema às condições de estabilidade dos preços. Haveria assim maior espaço à formação das taxas de juros pelas forças da oferta e demanda de fundos financeiros e cresceria a intermediação. Nesse aspecto, uma providência aparentemente necessária seria a eliminação da "cunha fiscal" hoje existente nas aplicações financeiras do setor privado não-financeiro. Isso estimularia a poupança financeira e reduziria as taxas de juros simultaneamente. A tributação só permaneceria nas aplicações de curto prazo, que deixariam de ter remuneração real positiva.

No "money-market" a presença do Banco Central deveria ser reforçada pela maior influência das taxas de redesconto de liquidez. Para tanto, essas operações deveriam perder o caráter quase punitivo que tem atualmente. Seriam igualmente importantes as operações de "open-market", porém estas também deveriam sofrer alterações para maior eficácia em futuro próximo.

Deveriam voltar a se constituir em instrumento exclusivo de política monetária de "sintonia fina", sem qualquer relação com os imperativos de administração das dívidas públicas, tanto da federal como das estaduais e municipais.

A modificação fundamental nesse aspecto é a eliminação do mecanismo de "zeragem" automática das posições de tesouraria dos bancos através das reservas bancárias pela compra e venda de títulos federais e de papéis de emissão do Banco Central, que toma

sempre como referencia as taxas do "overnight" garantidas pelo Banco Central. As posições de tesouraria dos bancos seriam compensadas no mercado interbancário, ou através do redesconto de liquidez. Com isso cresceria a importancia desses mercados, e suas taxas de juros diárias passariam a figurar taxas básicas referenciais do mercado, juntamente com a taxa do papel do governo de maior liquidez

Essas taxas ocupariam posição de destaque como indicadores de custo do dinheiro, algo como uma taxa "prime" para a economia, mas não seriam indexadores porque não seguiriam qualquer regra automática de formação, como se faz hoje com a taxa referencial de juros (11). Seriam taxas de mercado diárias. Isso permitiria a eliminação da taxa referencial, que é um dos indexadores que permanecem na economia. A extinção da TR, por seu turno, criaria condições favoráveis à eliminação dos demais indexadores existentes, como o IPC-r para os salários e a UFIR para as receitas do governo. Como foi assinalado na seção 2, a indexação ainda presente constitui talvez a maior ameaça à consistencia do plano de estabilização, no curto prazo.

Para tudo isso funcionar, no entanto, é preciso simultaneamente quebrar o elo de ligação automática do Tesouro com o Banco Central. Os títulos da dívida pública passariam a ser lançados diretamente nos mercados financeiros pelo Tesouro, através de seus "dealers", e negociados às melhores taxas possíveis nos leilões de vendas finais. O Banco Central, por seu turno, só atuaria nas operações de mercado aberto para fins de política monetária, e portanto somente nos mercados secundários desses títulos. Suas posições ativas se limitariam às quantidades necessárias à operacionalização desse mercado.

O outro conjunto de mudanças estruturais refere-se às operações do setor externo. Como já mencionado, o sistema seria o mais livre possível, tanto no segmento de operações comerciais, como financeiras e em compras e vendas individuais, inclusive para aplicações financeiras no exterior. Essa liberalização criaria condições à ampliação da demanda por moeda estrangeira, permitindo melhor posicionamento da taxa de cambio. O regime da política cambial mais adequado seria, em tese, o de taxas flutuantes, que permite maior eficácia à política monetária, mas as flutuações poderiam, e deveriam, ficar restritas a determinadas faixas de variação, ou "bandas".

A liberdade cambial se completaria com uma ampla desregulamentação das operações, a começar pelas importações e exportações. Seriam eliminadas todas as restrições que não as tributárias. Com isso podere-se-ia ter um forte "choque de oferta" ao longo dos próximos meses que poderiam compensar em grande parte as pressões inflacionárias atuais, sobretudo as decorrentes de demanda. As demais restrições cambiais seriam também extintas, abrindo inclusive a liberdade de livre operação com contas em moedas estrangeiras por parte de importadores e exportadores.

Em síntese, uma ampla desregulamentação nos mercados de cambio e no setor externo da economia, acompanhado de um "pacote" de mudanças estruturais no âmbito do Banco Central e na política monetária, e de um conjunto de medidas voltadas ao equilíbrio fiscal e à redução da dívida pública, inclusive dos Estados; eis o conjunto de medidas que a nosso ver poderiam substituir o anacronismo da atual política de juros, reconhecidamente ineficaz.

#### Notas:

(\*) Economista, professor da SBI e consultor.

(1) Ver: Pires de Sosa, F.E.: Fixar ou não fixar, lições das experiencias recentes do uso da ancora cambial, in: Boletim de Conjuntura do IEI/UFRJ, out. 1994.

(2) As informações disponíveis mais recentes do balancete consolidado do Banco Central mostra a seguinte configuração esquemática;

Banco Central: Balancete Consolidado Resumido ( maio de 1994)  
(composição das contas em %)

Ativo		Passivo	
Credito ao setor privado	9,4	Passivo monetário e "quase-monetário"	
Instituições financeir.	1,3	Base monetária	4,0
Fundos e programas	8,1	Títulos do Bacen	23,1
Títulos públicos	36,3	Passivo c/ o setor privado	17,7
Haveres externos	54,3	Depos. de instit. financeiras	8,5
		Recurs. de fundos e program.	9,2
		Recursos do Tesouro	10,5
		Passivos externos	27,5
		Depósitos da dívida externa	19,5
		Outras obrigações externas	6,2
		Depósitos em moeda estrang.	1,7
		Recursos próprios	17,2
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>Total</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Boletim do Banco Central, julho de 1994.

Como se observa, nas contas ativas predominam haveres externos e títulos públicos, em ambos os casos muito superiores aos "fundings" respectivos. O inverso ocorre com as operações com o setor privado.

(3) Não se trata aqui da discussão da "autonomia" ou "independência" do Banco Central. As conclusões e recomendações contidas nesse trabalho são compatíveis com o atual quadro legal. Podem ser implementadas por disposições normativas e de procedimentos de política.

(4) Entre 1981 e 1984 a política monetária foi de responsabilidade de Delfin Netto e Ernane Galveas, que lançaram a meta de juros reais positivos em pelo menos 12% ao ano. Em 1985, até agosto, com Francisco Dornelles, essa orientação foi reafirmada. Entre setembro de 1985 e maio de 1986, em pleno plano cruzado, predominou o estilo "não ortodoxo", sob o comando de Dilson Funaro. No entanto, a partir de junho daquele ano, reorientou-se a ação no sentido de maior controle dos agregados monetários e com isso passou-se gradativamente a perseguir metas de juros reais. Foi assim até a queda de Funaro em abril de 1987, quando seu sucessor, Bresser Pereira, adotou novamente uma orientação não ortodoxa ao lançar o seu plano de estabilização. Argumentava Bresser que o desequilíbrio financeiro do governo federal, causa primária da ruína do cruzado, era originário precisamente dos elevados encargos financeiros gerados por juros reais elevados. Mas a meta de juros reais positivos, crescentes e elevados seria relançada a partir de dezembro daquele ano, após a queda de Bresser e a ascensão de Mailson da Nóbrega. Essa orientação seria mantida em 1988, com a finalidade de melhorar a situação do setor externo da economia, muito abalada com a moratória internacional de fevereiro de 1987, mas em nada ajudou ao combate à inflação. Em 1989, com o lançamento do Plano Verão, essa linha de ação seria reafirmada, ano em que paradoxalmente tivemos os níveis mais elevados de juros reais e taxas de inflação no limiar da hiper-inflação. No governo Collor, até abril de 1991, houve uma fase inicial de postura não ortodoxa, propiciada pelo bloqueio das aplicações financeiras e portanto redução significativa dos estoques de "quase-moedas" da economia. Mas novamente os fracassos dos planos Collor I e II traxeram de volta a mesma política de juros, com Marcílio Marques Moreira, até setembro de 1992 e a queda de Collor. Em 1993, após alguma redução das taxas de juros reais, a mesma postura seria retomada por Fernando Henrique Cardoso como Ministro da Fazenda, embora com menos ênfase e sob a justificativa de preparação para um novo plano de estabilização.



(5) A extinção formal do antigo orçamento monetário foi feita em janeiro de 1986, com a ampliação do escopo do orçamento da União e a criação da Secretaria do Tesouro Nacional. Os chamados encargos fiscais alocados ao Banco Central foram incorporados ao orçamento e o saldo acumulado dos débitos do Tesouro resultaram na emissão de uma série especial de títulos federais que ficaram em carteira no Banco Central.

(6) Isso não parece ter ocorrido. Entre 1986 e 1994 a economia brasileira acumulou queda do PIB de 2%, ou seja, queda de renda per - capita em mais de 5%, em contraste com o crescimento verificado no resto do mundo.

(7) Segundo o FMI, as mais elevadas posições de reservas internacionais no conceito de liquidez internacional ao final de 1993 eram:

Países	Reservas(US\$ milhões)
Japão	98524
Alemanha	77640
Espanha	41045
Singapura	39885
Brasil	32211

Fonte: International Financial Statistics, maio 1994, FMI.

(8) Ver: Pires de Sousa, op. cit.

(9) As reservas internacionais estão em sua quase totalidade aplicadas no Bank for International Settlements(BIS), na Suíça, cujas taxas de juros são as menores do mundo. Já as taxas de juros no Brasil estão em média em 53% ao ano( nominais em dolares, taxas anualizadas médias dos meses que se seguiram ao lançamento do real), além da desvalorização nominal do dolar frente ao real.

(10)Para análises mais detalhadas do tema, especialmente as mudanças no relacionamento do Banco Central com o Tesouro e com o mercado financeiro, consultar, do autor, Reordenação do Sistema Financeiro, in : Perspectivas da Economia Brasileira, Cap. 14, p.275, IPEA,1991 . Reforma Financeira e Dívida Pública, a Agenda de Política Econômica para 1994, in: Perspectivas da Economia Brasileira,1994, Cap. 3, p. 55, IPEA, dezembro ,1993 e Novos Rumos para o Sistema Financeiro, in: O Brasil do Fim do Século, Desafios e propostas para Ação Governamental, p.205, IPEA, novembro,1994.

(11) A concepção inicial da taxa referencial foi exatamente nesse sentido, quando lançada em março de 1991 no chamado plano Collor II. No entanto, o fracasso do plano, tres meses após, transformou-a em méro indexador financeiro.

**F**

**ESTABILIDADE  
COM**

**Ó**

**CRESCIMENTO:**

*Restrições e Possibilidades*

**DIA:** 29/11/94

**R**

**LOCAL:** Ed. BNDES, Av. República do  
Chile 100, 22º Andar  
Rio de Janeiro -RJ

**U**

**HORÁRIO:** 09:00 às 18:00 horas

**M**

**REALIZAÇÃO:**

**IPEA-Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**

**CENDEC-Centro de Treinamento para o Desenvolvimento  
Econômico e Social**

**APOIO:**

**BNDES-Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e  
Social**

---

# **FÓRUM: BRASIL, 1995**

## **ESTABILIDADE COM CRESCIMENTO: Restrições e Possibilidades**

**Data: 29 de novembro de 1994**

**Local: Ed. BNDES, Av. República do  
Chile 100, 22º Andar - Rio de Janeiro-RJ**

### **Realização:**

**IPEA**  
Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

**CENDEC**  
Centro de Treinamento para o Desenvolvimento Econômico  
e Social

### **Apoio:**

**BNDES**  
Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

Ao assumir o Governo, o novo Presidente da República encontrará o país com um nível de inflação baixo - sem que se tenha, contudo, alcançado a estabilidade - e com uma taxa de crescimento moderada - mas não necessariamente sustentável a médio e longo prazos. A longa recessão, por inibir a criação de empregos, e a insuficiência financeira do setor público, por causar a deterioração dos serviços e da infra-estrutura social, agravaram ainda mais as condições sociais, questão para a qual não há solução possível sem a retomada sustentada do desenvolvimento. A questão social, bem como a pressão que certamente será exercida pelo setor produtivo, tendem a estimular a tomada de decisões que favoreçam a imediata retomada do crescimento. Se, de um lado, a urgência da retomada do crescimento é evidente, de outro, são não menos evidentes as restrições que precisam ser vencidas para assegurar a sustentação do processo de crescimento. É possível a retomada imediata do crescimento ou isto impediria a conclusão do processo de estabilização, o que por sua vez, frustraria a intenção de sustentar o processo de crescimento?

— r a

**IPEA**

**Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**

SBS - Ed. BNDES - 11º Andar

Brasília-DF

**CENDEC**

**Centro de Treinamento para o Desenvolvimento**

**Econômico e Social**

Versão Preliminar  
Não citar

## **Política Salarial, Abertura Comercial e Risco de Desindustrialização do Emprego**

Edward J. Amadeo

### **1. Política salarial e inflação no Plano Real**

No que se segue faz-se algumas simulações da trajetória da inflação a partir de julho de 1994 a fim de avaliar o impacto da política salarial no desempenho do plano Real.

#### **Hipóteses**

Os exercícios que se seguem são **simulações** baseadas em algumas hipóteses, a saber:

- Ausência de "choques" de qualquer natureza a partir de outubro. Sendo assim, a inflação (medida pelo IPC-R) a partir do mês de simulação passa a ser inteiramente *endógena*. Por "endógena" entende-se que depende apenas do movimento dos salários e do comportamento das empresas face a variações dos salários.

- Supõe-se, em particular, que o câmbio permanecerá fixo no mês de simulação e não haverá aumento significativo de produtividade do trabalho.

- As empresas operam com *margem de lucros fixa* o que significa que repassam o aumento de custos aos preços.

- Supõe-se que a folha salarial corresponda a 30% dos custos diretos das empresas. Na indústria, é razoável supor que o peso da folha esteja em torno de 15%. Já no setor terciário esteja em torno de 50% a 60%. Logo, na média, pode-se supor que 30% a 40% seja uma aproximação razoável.

- Existem 12 "firmas" na economia, todas com o mesmo peso no índice de preços, e a data base de cada uma destas empresas corresponde a um mês do ano. Assim, a Firma 1 tem data base em julho, a Firma 2 tem data base em agosto e assim por diante até que a Firma 12 tem data base em junho.

- Faz-se uma *hipótese de simetria* entre as empresas: em todas elas, o

peso da folha é o mesmo (30%), o peso dos bens importados que dependem do câmbio é 10%, e o restante dos custos diretos (60%) são distribuídos uniformemente entre os "insumos" gerados pelas demais empresas na economia. Logo, supõe-se que a cesta de insumos de todas as empresas é o mesmo.

- A política salarial do Real prevê reposição do IPC-R acumulado na data base de cada categoria profissional até julho de 1995. Supomos entretanto que a partir de agosto de 1995 as empresas manteriam a prática de *reposição anual* da inflação nas datas base.

Estas hipóteses supõem que as firmas são simétricas em todos os sentidos. Na realidade elas não são simétricas e o fato de não serem tornará o perfil temporal da inflação observada e demais variáveis diferente do perfil resultante das simulações. Entretanto, o efeito "médio" não será muito diferente.

É óbvio também que a inflação observada diferirá da inflação simulada por dois motivos pelo menos. Primeiro, haverá choques positivos e negativos tais como comportamentos imprevisíveis de preços de serviços e aluguéis e de safras, mudança dos preços internacionais, etc. Segundo, é possível que ocorra ganhos de produtividade do trabalho ou movimentos das margens de lucros --em reação ao comportamento da demanda doméstica e à concorrência internacional.

## **Simulações**

Com base nestas hipóteses, o exercício examinado é o efeito da política salarial sobre a inflação mensal e a inflação acumulada desde julho de 1994. A figura 1 simula o comportamento da inflação mensal até outubro de 1996 segundo três hipóteses. A primeira hipótese toma por base a inflação observada em julho-agosto e supõe que as empresas seguirão a política salarial. Neste caso, observa-se uma leve aceleração da inflação mensal --chegando a 1.7% em julho de 1995-- e tendência a estacionar em torno de 0.7%. Como se vê na figura 2, com base na mesma hipótese, a inflação acumulada até junho de 1995 chega a 25% e a até dezembro de 1995 chega a 32%.

Nota-se portanto que a política salarial implica uma rigidez à baixa da inflação --rigidez que dificilmente se compatibiliza com a fixação da taxa de câmbio nominal. Note-se que, sem considerar a apreciação nominal do câmbio, o crescimento dos salários de acordo com a política salarial levaria ao um crescimento da relação salário/câmbio entre julho de 94 e julho de 1995 superior a 25%. Até o fim de 1995, o crescimento seria da ordem de 45%.

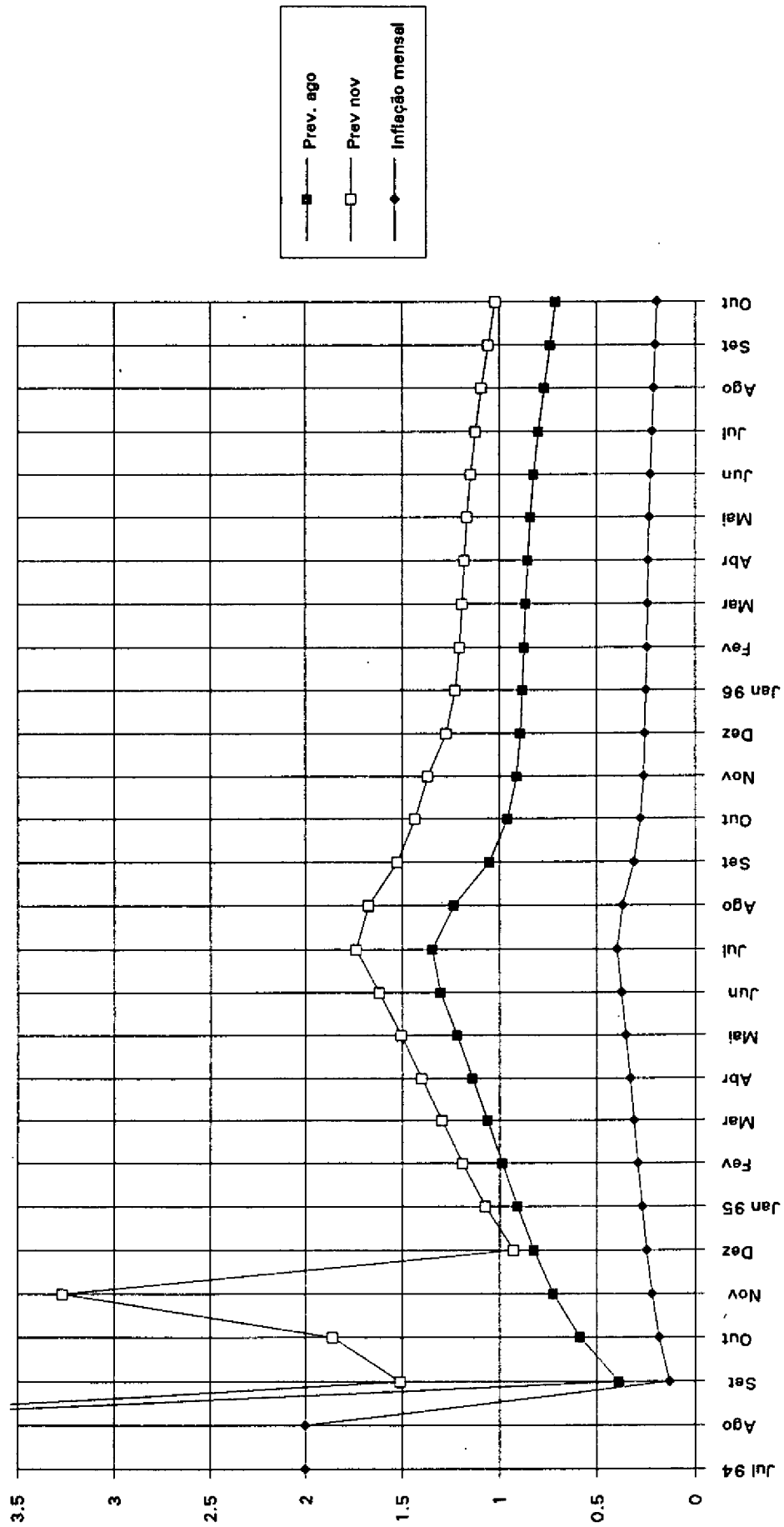
Nestas condições, seria preciso portanto um crescimento significativo da produtividade do trabalho ou redução das margens de lucros para que a inflação apresentasse uma trajetória mais moderada e compatível com a fixação do câmbio.

É importante notar que o que torna crítica a relação entre a política salarial e a política cambial do plano Real é a inflação dos dois primeiros meses

(julho e agosto). Com inflação de 2% nos meses de julho, agosto e setembro, a política salarial não se chocaria com a política cambial, tornando o esforço de estabilização mais viável. Como se vê na figura 1, com câmbio fixo, a inflação mensal atingiria pouco menos que 0.5% em julho de 95 e declinaria a partir de então. A inflação acumulada entre julho de 1994 e junho de 1995 chegaria não mais que 8% em junho de 1995. Esta é uma prova inequívoca de que o principal foco de pressão sobre o plano Real está no passado, isto é, na aceleração da inflação em junho de 1994 que apareceu nos índices de julho e agosto.

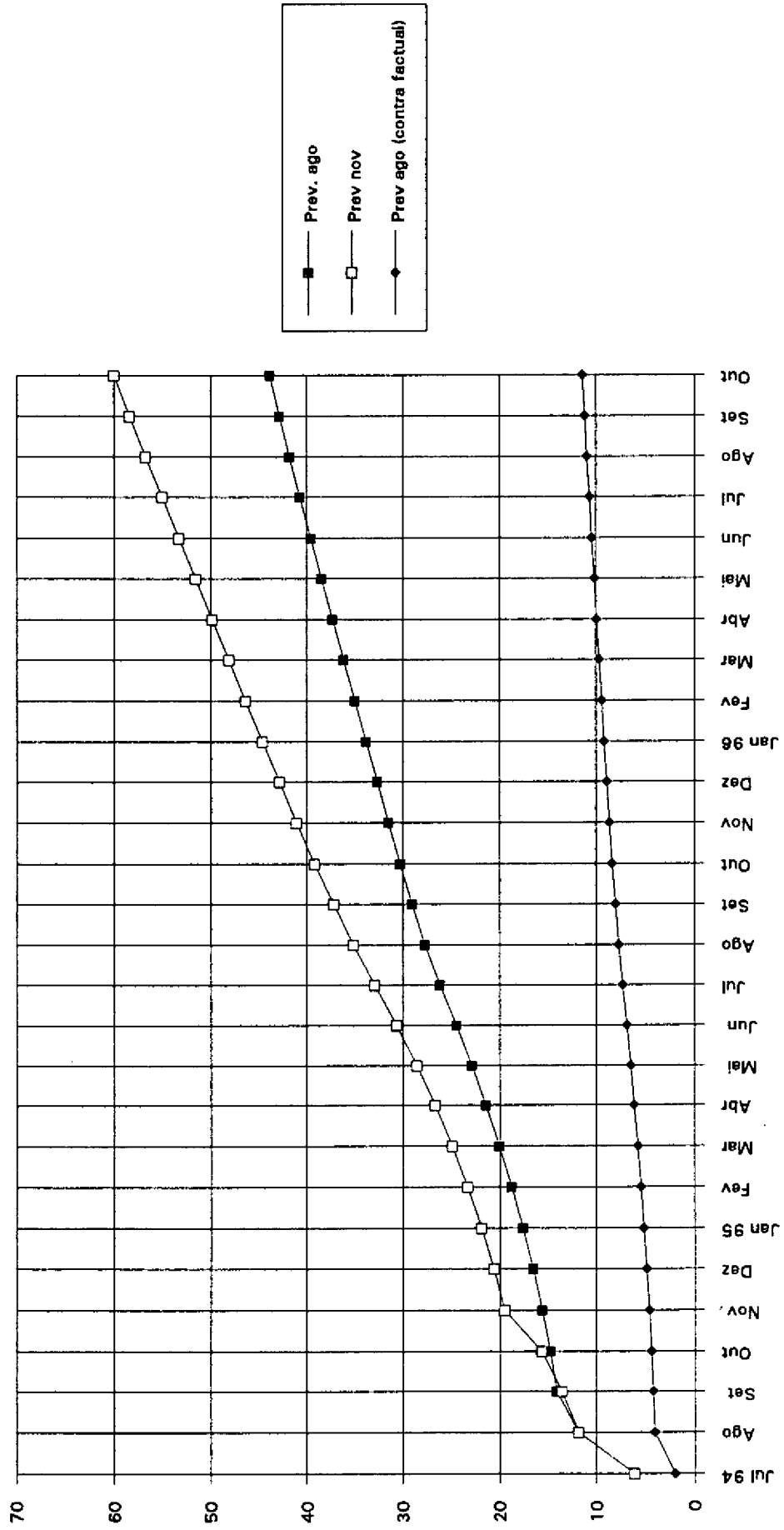
Pode-se também simular o efeito da política salarial tomando por base a inflação observada entre julho e novembro. Neste caso, a inflação mensal atingiria seu ponto máximo (1.74%) em julho de 95, declinando depois. A inflação acumulada desde julho de 94 chegaria a 30% em junho de 95 e 42% em dezembro.

**Inflação mensal observada e simulada**

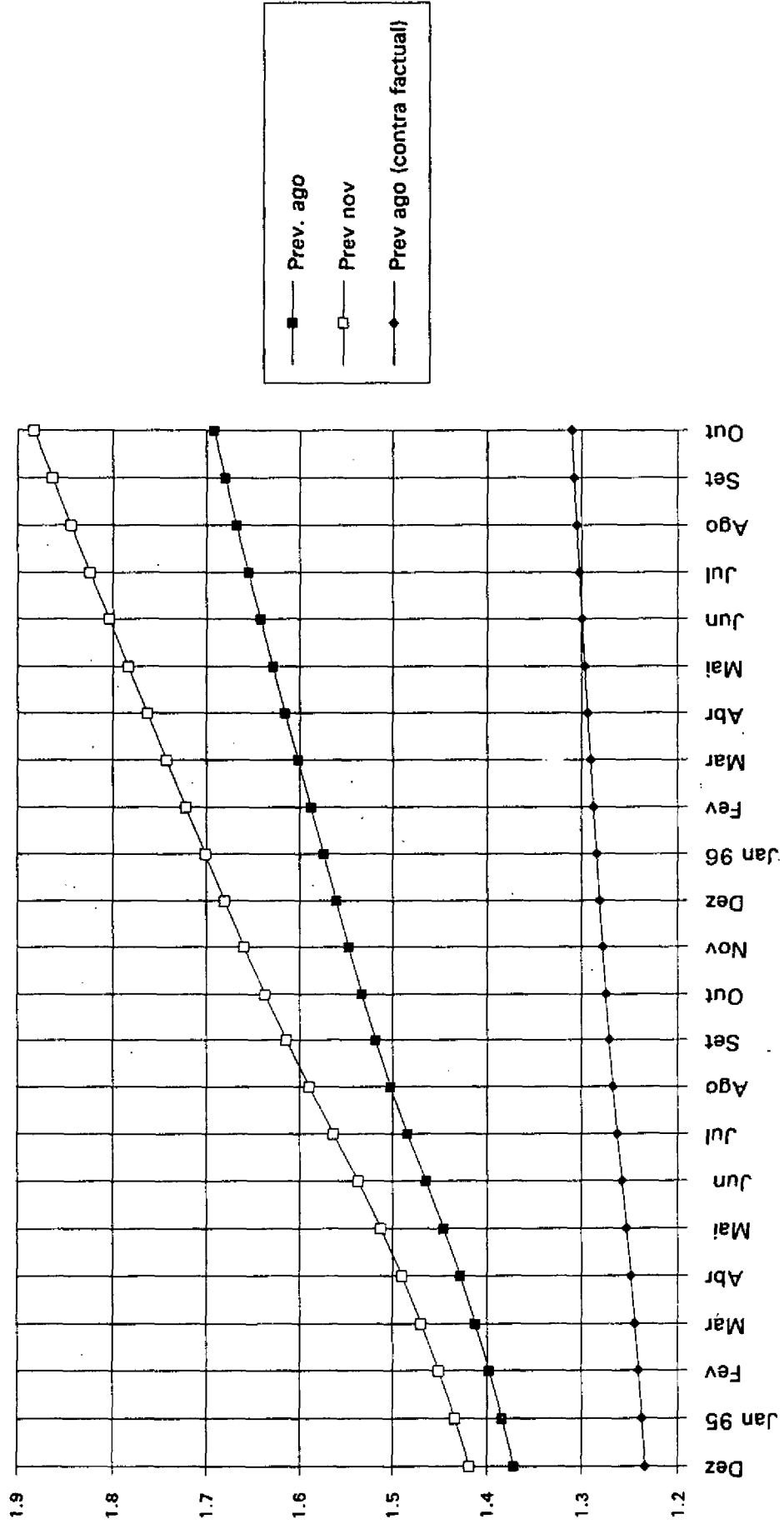




Inflação acumulada desde jul 94 (obs e simulada)



Apreciação da relação salário câmbio (câmbio fixo em \$R 0.85/US\$)



## 2. Apreciação cambial e abertura comercial

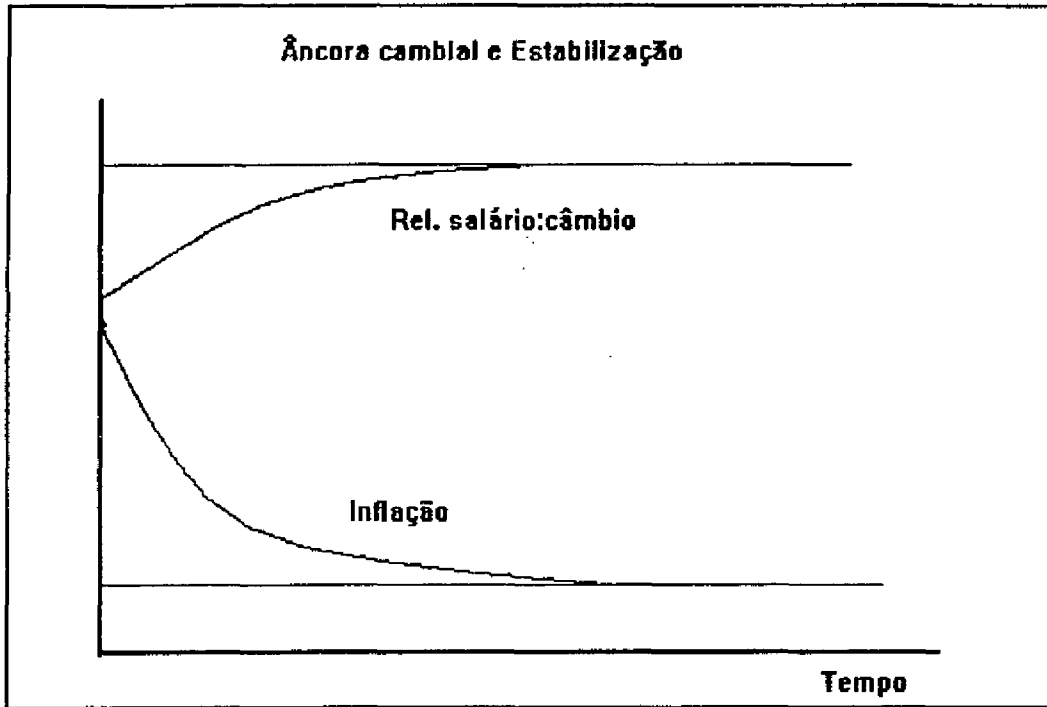
Às três trajetórias da inflação na Figura 2 correspondem as três trajetórias de apreciação da relação salário câmbio da Figura 3. A lógica do plano de estabilização supõe que a apreciação cambial e o aumento da oferta de importados eventualmente fará a inflação convergir para patamares muito próximos de zero, momento em que a taxa real de câmbio estacionaria, tal como mostra a figura 4. Obviamente, o principal desafio do plano é fazer com que o "período de ajuste" seja o mais curto possível e que o grau de apreciação cambial necessário o menor possível.

Entretanto, o grau de abertura comercial não depende apenas da apreciação do câmbio. A abertura comercial é lenta porque a economia brasileira não tem "infra-estrutura" de importações, isto é, as empresas de importação ainda estão se instalando, as clientelas estão em formação, a burocracia para importar é complicada, etc. Entretanto, uma vez criada a infra-estrutura, o processo de abertura será muito rápido --tão mais rápido quanto o nível de apreciação cambial. Na figura 5 abaixo tem-se duas *curvas de abertura comercial*. Estas curvas podem ser entendidas como a soma de dois efeitos: o "tamanho da infra-estrutura" e o "nível de apreciação cambial".

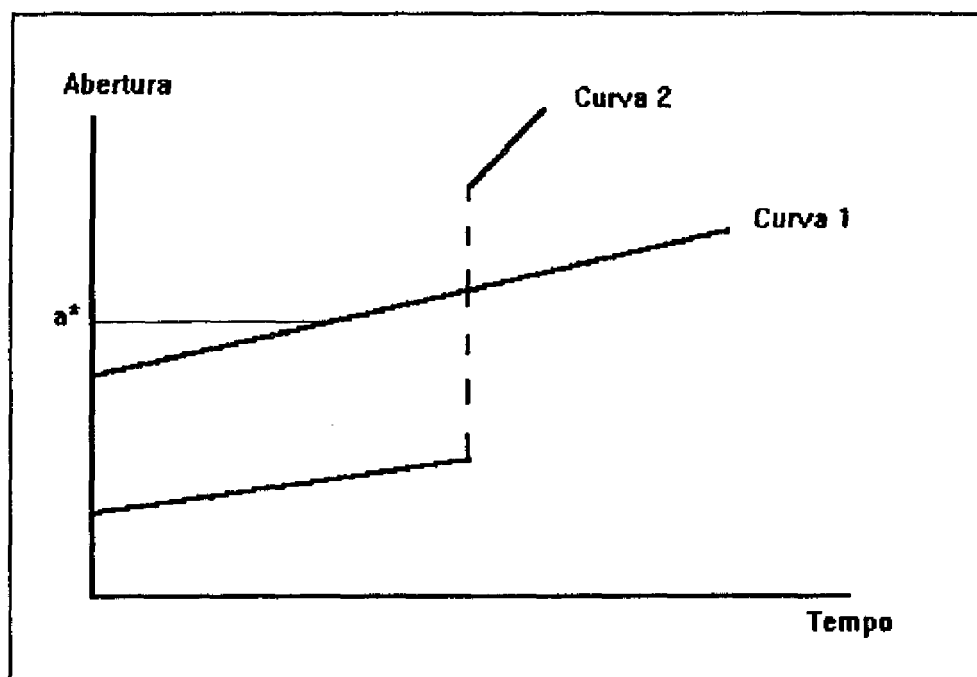
A curva 1 (de "abertura ideal") começa alta e cresce lentamente de tal forma que as empresas, sindicatos, associações setoriais etc têm tempo para adaptar-se (reduzindo margens, aumentando produtividade, fechando plantas obsoletas) e o governo tem flexibilidade para calibrar os efeitos da política (sobre a balança comercial, programas de reestruturação, etc).

A curva 2 mostra um grau de abertura inicial baixo, que permanece baixo por algum tempo devido essencialmente à ausência de infra-estrutura de importações mas que dá um "pulo" quando a formação da infra-estrutura "revela" o tamanho da apreciação cambial. Tudo se passa como se a apreciação permanecesse latente enquanto a infra-estrutura de importações é muito restritiva. A partir de um certo ponto, montada a infra-estrutura e dado o crescimento da relação salário: câmbio, a abertura dá um salto. É como se a montagem da infra-estrutura fosse um fator qualitativo, que altera a posição da curva de abertura.

Figura 4



Firura 5



Pode-se supor que, considerando-se alguns objetivos de política -- inflação, tamanho do deficit comercial, geração de empregos-- exista um grau de abertura ótimo ( $a^*$ ) como mostrado no gráfico. Na curva 1 o grau de abertura ótimo é atingido lentamente. No caso da curva 2, é possível que a economia *salte* de uma trajetória para outra sem que o ponto de ótimo seja alcançado, ou seja que a economia pule de um grau de abertura menor que o ótimo para outro (muito) acima do ótimo. Neste caso, os efeitos da estratégia de abertura podem ser traumáticos e as respostas possíveis seriam o abandono do plano com uma desvalorização do câmbio ou seu "aprofundamento" com as consequências negativas sobre emprego e nível de atividades.

Não é que a curva 2 seja necessariamente mais verossímil que a curva 1. O governo aposta na curva 1 ou pelo menos em que o salto na curva 2 seja pequeno e seus efeitos controláveis.

Entretanto, o crescimento da razão salário:câmbio tem sido muito rápido devido aos motivos explorados na questão 2 acima. Talvez muito rápido relativamente ao processo de contenção da demanda agregada e principalmente de geração da infra-estrutura de importações. Há portanto uma possibilidade de *overkill* na política de abertura comercial.

### 3. Racionalidade limitada e as respostas à abertura comercial

É claro que as questões discutidas até aqui apontam para a possibilidade de inconsistências entre os objetivos de política macroeconômica. A inconsistência básica tem a ver com a relação entre as políticas salarial (das empresas em particular) e cambial. Se não é possível acelerar a geração de infra-estrutura de importações enquanto o nível de apreciação cambial é suportável nem tornar as políticas de contenção da demanda efetivas, a probabilidade de *overkill* eventual na política de abertura aumenta. A fim de reduzir a probabilidade de *overkill* e seus efeitos negativos, talvez fosse necessário examinar políticas complementares.

Dado que os mecanismos clássicos de mercado têm se mostrado lentos ou ineficazes, e que há um risco de ruptura no regime macroeconômico, será possível gerar moderação no movimento de preços e salários de outra maneira? Para que esta pergunta seja relevante é preciso que o risco de ruptura seja verossímil. Suponhamos que seja verossímil.

Neste caso seria preciso imaginar formas de obter o grau de abertura ideal ( $a^*$ ) supondo que a economia encontra-se na trajetória 2. No fundo o que se pretende não é evitar a abertura mas sim evitar a "sobre-abertura" da economia, deslocando a curva 2 para cima e evitando que dê o salto.

Para isto seria preciso convencer os agentes relevantes --empresários e sindicatos-- de que há um risco de sobre-abertura e que a ameaça de manter a

trajetória da abertura é crível. Isto significaria "desenhar" curvas de abertura que mostrem aos agentes os riscos da sobre-abertura. Num certo sentido, o governo espera que os agentes já tenham desenhado tais curvas, já tenham vislumbrado os riscos, já tenham estabelecido suas estratégias e no momento certo agirão racionalmente.

O problema com esta estratégia --baseada na racionalidade dos agentes-- é supor que a racionalidade não seja *limitada* ou não exija cálculos probabilísticos que ensejem respostas equivocadas. Em que sentido?

- É possível que os agentes sejam "míopes": não se dêem conta do cenário de ruptura ou considerem-no pouco provável, caso em que passam a reagir lentamente.

- É possível que haja "rigidez" no sistema: que haja conflitos entre sindicatos e empresas, entre empresas do mesmo setor e entre as empresas e seus fornecedores para lidar com o "jogo de soma-zero" que se lhes apresenta e que estes conflitos impliquem perda de produtividade.

- Por último, é possível que o cenário de ruptura seja perceptível e provável mas dado o elevado grau e abrangência da ruptura, não exista estratégia defensiva ou pro-ativa possível sem ferir princípios básicos de viabilidade econômica.

A depender do grau de "paralizia" que estes efeitos provocam, não é impossível que as respostas dos agentes não antecipem corretamente a ruptura, caso em que ela ocorre e gera seus efeitos.

Sob risco de que o cenário de *ruptura cum paralizia* se concretize, cabe ao governo *promover a (re)ação dos agentes*. De que forma? Procurando antecipar os efeitos do cenário e reduzindo a míopia e rigidez dos agentes. Isto significa, no mínimo, difundir a informação de que a trajetória de ruptura não é inverossímil.

#### 4. Abertura e possibilidade de desindustrialização do emprego

O efeito de um eventual overkill da abertura comercial pode ser analisado com base no modelo a seguir. Tome-se em primerio lugar a relação entre nível de emprego e nível de produção:

$$N = Y/\Delta$$

onde  $N$  = nível de emprego industrial,  $Y$  = nível de produção industrial e  $\Delta$  = produtividade do trabalho. Representando com letras minúsculas as taxas de variação das variáveis, tem-se:

$$(*) \quad n = y - \delta$$

Por outro lado, o nível de produção industrial é dado pela soma da demanda doméstica ( $Z$ ) com o superavit comercial ( $X$ ):

$$(**) \quad Y = Z + X$$

Sempre que as importações forem maiores que as exportações, uma parte da demanda doméstica será suprida por produtores externos. Esta equação pode ser escrita em taxas de variação como a seguir:

$$y = az + bx$$

onde  $a = Z_{-1}/(Z_{-1} + X_{-1})$  e  $b = X_{-1}/(Z_{-1} + X_{-1})$ . Pode-se dizer que a taxa de crescimento da demanda doméstica depende das políticas macroeconômicas que representamos genericamente pela taxa de juros ( $i$ ). Senso assim,  $z$  pode ser escrito como função de  $i$ , isto é,  $z = z(i)$ .

Por outro lado, o crescimento do superavit comercial depende do comportamento no tempo do custo unitário do trabalho ---isto é,  $w - \delta - \epsilon$  onde  $\epsilon$  representa a variação da taxa de câmbio--, do nível de proteção da indústria ( $t$ ) e de um vetor  $A$  que representa tradição, qualidade dos produtos, e capacidade de comercialização no mercado doméstico. Ou seja, podemos escrever  $x = x(w - \delta - \epsilon, t, A)$ .

Tomando as equações (\*) e (\*\*) em conjunto tem-se:

$$(***) \quad n = az(i) + bx(t, A, w - \delta - \epsilon) - \delta$$

Dados  $t$ ,  $A$  e  $c$ , a taxa de crescimento do emprego é dada pela taxa de crescimento da demanda doméstica  $z$  e pela evolução da relação salário-câmbio ( $w - \epsilon$ ) e da produtividade ( $\delta$ ). Note-se que tudo mais constante, o crescimento da demanda doméstica deve provocar crescimento do emprego. O crescimento da razão salário-câmbio, em princípio, levaria a uma redução do nível de emprego devido à queda do superavit comercial. Por último, o crescimento da produtividade tem efeito dúbio: afeta positivamente o superavit comercial mas reduz o emprego se nem  $z$  nem  $x$  se alterarem. Esta ambiguidade se reflete na derivada da variação no emprego em relação a mudanças na taxa de variação da produtividade do trabalho:



$$dn/d\delta = b (dx/d\delta) - 1 > 0 \iff dx/d\delta > 1/b$$

Sempre que o efeito sobre a competitividade for grande o suficiente (a rigor, maior que  $1/b$ ), o crescimento da produtividade terá efeito positivo sobre o emprego. Portanto, o efeito será tão maior quanto mais aberta a economia em questão (maior for  $b$ ) e quanto maior o efeito do aumento na produtividade sobre a competitividade da indústria.

A fim de tornar crível a sua determinação em manter fixo o câmbio, o governo tem acenado com a possibilidade de transformar o atual superavit comercial da ordem de 3% do PIB em um deficit. Houve membros da equipe econômica referindo-se a um deficit de 3%. O período em que isto se daria não está claro, mas pode-se trabalhar para efeito de raciocínio com um período entre 18 e 24 meses.

É importante ter claro que o efeito da transformação do superavit em deficit não é uniforme para todos os setores. Os setores *non-tradables* não sofrem efeito direto da abertura. Supondo que o setor de *tradables* contribua com 60% do PIB, se o superavit comercial corresponde a 3% do PIB total, ele corresponde a 5% do PIB dos setores *tradables*.

Para efeito de exercício, suponhamos que o setor industrial seja responsável por 50% do superavit comercial e a participação do PIB industrial no PIB total seja 40%. Neste caso o coeficiente  $b$  relevante para o setor industrial na equação (\*\*\*) seria aproximadamente 0.04  $((0.03*5)/0.4)$  enquanto o coeficiente  $a$  seria 0.96.

Suponhamos que em 18 meses o superavit de 3% do PIB transforme-se num deficit de 3% e que ocorra um aumento da produtividade do trabalho da ordem de 8% na indústria. A equação (\*\*\*) com estas hipóteses seria escrita como a seguir:

$$n = 0.96 z(i) + 0.04 (-2) - 0.08$$

Esta equação implica que para manter o nível de emprego constante na indústria, a demanda doméstica de produtos industrializados deveria crescer 17% no mesmo período.

# OS CENÁRIOS ALTERNATIVOS PARA 1995-98 : RETOMADA OU FRUSTRAÇÃO

Claudio R. Contador  
Novembro de 1994

## A CONCILIAÇÃO POLÍTICA

O Plano Real teve o papel inegável de definir a sucessão presidencial, mas ainda não garante a estabilidade duradoura e a retomada do crescimento econômico. Por enquanto, o governo conseguiu apenas uma trégua na guerra contra a inflação, pois as reformas estruturais que garantem a efetiva estabilidade dos preços ainda não foram iniciadas. Mais do que o apoio irrestrito ao candidato tucano, a sociedade brasileira deu mostras de esgotamento na complacência com a inflação, e por isso apoiou aquele - que imaginava - mais afinado com a queda da inflação. Mesmo os eleitores do candidato petista - em boa parte marcados pela volatilidade política e sensíveis ao carisma dos mais bem sucedidos - inclinaram-se seu voto em favor do Plano Real. Será este mesmo segmento, majoritário se incluindo as classes média e alta, que cobrará as medidas complementares cruciais para a estabilidade dos preços.

Neste curto ensaio, abordamos os cenários possíveis com o Presidente Fernando Henrique, considerando as diferentes combinações de coligações partidárias para a sua sustentação pelo Congresso e governadores dos estados mais influentes e ricos. Sem coligações partidárias importantes, o PSDB sozinho não tem maioria no Congresso nem entre os governadores. Mesmo com a força de presidente eleito, o executivo terá que negociar a sua sustentação política e reafirmar os princípios que garantem o apoio. No caso do PSDB, o apoio do PFL, do PPR, do PTB e de parte conservadora do PMDB confere uma orientação sócio-liberal ao novo executivo. Porém,

mesmo os trabalhadores e os partidos de esquerda menos radicais terão que ser atraídos ou conquistados através de medidas básicas de justiça social (saúde e educação) e com oferta de espaço na administração pública.

A hipótese central da montagem dos nossos cenários é de que o compromisso com as reformas é sincero, e não apenas um disfarce eleitoreiro. Os elementos variáveis são a dose de apoio do Congresso, dos governadores, dos empresários, dos trabalhadores, e em menor grau, do exterior. São estes atores e como os seus pleitos são atendidos que conferem maior ou menor legitimidade ao próximo executivo e a sua plataforma de ação.

Alem destas questões, outros elementos domésticos ajudam a definir os contornos gerais dos cenários para a próxima gestão:

1 - É inevitável maior cobrança para o atendimento das necessidades sociais da população mais carente. Até agora, o hiato entre o tamanho do Estado desejado pela sociedade - leia-se a variedade de serviços demandados pela base da piramide social até parte da classe média - e aquele possível de ser ofertado pelos pagadores de impostos - as classes de renda mais alta - vinha sendo coberto pelo imposto inflacionário. Para uma estabilidade de preços autêntica e duradoura, este hiato de recursos terá que ser obtido de forma não inflacionária. A questão a ser defrontada pelo próximo governo é definir que paga a conta. Todo plano de estabilização bem sucedido envolve impactos redistributivos. Entretanto, nem o tamanho do onus, nem sobre quem incide o ajuste do Plano Real foram definidos. Pelas entrelinhas dos discursos de campanha, o ajuste incidirá sobre o setor público estatal, com novas privatizações, e sobre o funcionalismo público, com a reforma administrativa. Em ambos os casos, a reação é pesada, e para contrabalançar o governo federal terá que reforçar a sua base politica e dispender grandes esforços em negociações.

2 - O equilíbrio financeiro das contas públicas federais foi extremamente frágil em 1994, e obtido com a liberação gradual dos recursos, graças ao expediente do contínuo adiamento da aprovação do orçamento. Pelas contas preliminares de 1994, o deficit operacional deve ter oscilado em torno dos 0,5 % do PIB, e para 1995, a situação é bem mais grave. A proposta de orçamento enviada para o Congresso tem um deficit previsto de R\$ 10 bilhões, o que corresponde - para efeito de comparação - a arrecadação de dois IPMFs. Vale dizer, ainda que o IPMF seja mantido em 1995 - o que não deve acontecer - o governo terá que criar receitas adicionais de valor semelhante. Este deficit não considera o aumento dos vencimentos do funcionalismo federal, decidido pelo ainda Presidente Itamar, que eleva as despesas com pessoal e encargos de R\$ 22 bilhões para R\$ 27 bilhões, e as da previdência, de R\$ 15 bilhões para R\$ 25 bilhões. A promessa de elevar o salário mínimo para R\$ 100 e a recomposição das perdas reais terão efeitos adicionais não modestos. Enfim, a dedicação ao atendimento das demandas sociais - o item anterior - será impossível nas condições atuais, sem uma ampla, imediata e profunda reforma do setor público. Criar novos impostos seria impopular, improdutivo - devido ao aumento da sonegação - e gera frissuras no apoio dos partidos de direita e não atende aos reclamos da esquerda.

3 - Ao contrário do noticiado nas sucessivas medidas provisórias, a verdadeira ancora do real não está baseada no controle da liquidez, que o governo federal não tem os graus necessários para administrar. Seria mesmo ilógico a adoção da ancora monetária nas condições atuais, por várias causas, desde a dificuldade de estabelecer o grau adequado de monetização; a indefinição do conceito mais representativo (que não é a base monetária, ampliada ou não); e o dinamismo do conceito de moeda no Brasil. Nesta fase de ajuste e com a disponibilidade de reservas cambiais acima de US\$ 45 bilhões, a ancora cambial é de administração mais simples, mais convincente politicamente, evita as pressões inflacionárias da prática das desvalorizações cambiais

anteriores, remete a economia brasileira a situação de deficits em conta corrente, e conseqüentemente a de importador líquido de poupanças externas. Porém, a ancora cambial, sem a certeza de eliminação dos focos inflacionários causados pelo financiamento da desorganização financeira do Estado, acaba em crise cambial e resulta certo ou tarde no retorno das desvalorizações cambiais inflacionárias. Numa primeira fase do governo, digamos até 1996, a ancora cambial pode ser mantida às custas de reservas cambiais. A partir daí, a inflação acumulada impõe perdas nas exportações que terão que ser reparadas.

Outros condicionantes básicos para imposição no sistema de simulação dizem respeito ao crescimento do produto agropecuário, variando entre 3,5 a 5 %; na taxa de juros paga pelo Brasil, não maior que 6 %; do crescimento do comércio mundial, à média de 5 % ao ano; e estabilidade dos preços de commodities e do petróleo.

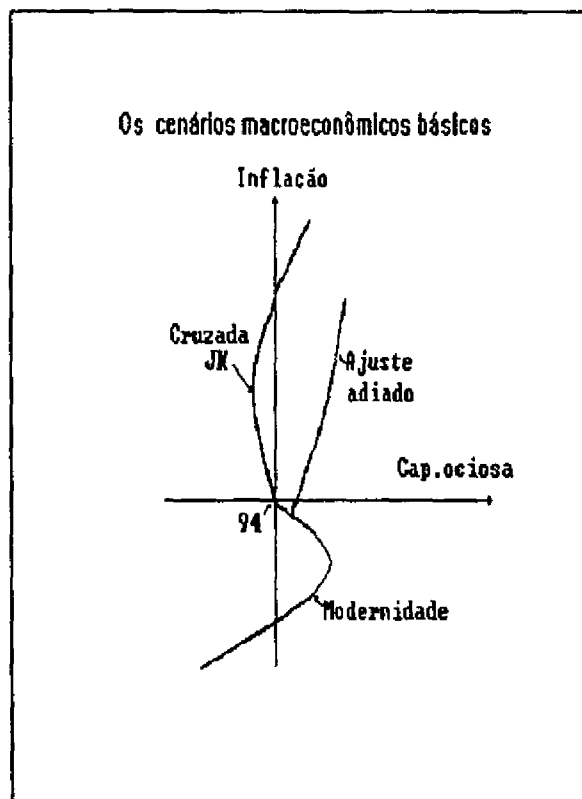
#### OS TRÊS CENÁRIOS

Três cenários são imaginados: (1) "Modernidade"; (2) "Ajuste adiado"; e (3) "Cruzada JK", resumidos na figura em seguida.<sup>1</sup> O cenário da modernidade pressupõe que o governo consiga apoio político e legitimidade popular para realizar as reformas estruturais, o que garante a continuidade do processo de ajuste. Na figura, a trajetória do cenário, em termos de inflação e capacidade ociosa, descreve um movimento para baixo, com a queda da inflação em relação a de 1994 e na média de 1995, um aumento do desemprego e/ou capacidade ociosa. Passada esta fase de ajuste, a economia

---

<sup>1</sup> A quantificação dos cenários utiliza um sistema de simulação baseado num modelo econométrico de médio porte, com 49 equações. A estrutura original do modelo está descrita em C.R. Contador, "Um modelo macroeconômico com choques de oferta", Revista Brasileira de Economia, vol.38, julho/setembro de 1984, e também em "A montagem de cenários com modelos macroeconômicos", Revista Brasileira de Economia, vol.41, outubro/dezembro de 1987. Os resultados do modelo são regularmente publicados no Boletim Indicadores Antecedentes, e em Latin America Consensus Forecasts.

voltaria a crescer, com aumento da acumulação de capital fixo e a inflação continuaria em queda. O crescimento do PIB cresce de 3 % em 1995 para 5 % no final do mandato, e a inflação anual atinge a taxa quase civilizada de 10 %. Uma das consequências do ajuste é o aumento da taxa de formação de investimento fixo, até 22 % do PIB em 1998. Parte dos recursos provem de poupanças externas, com o deficit em conta corrente. O fluxo total do comércio (exportações mais importações) alcança US\$ 100 bilhões.



No cenário de "ajuste adiado", o apoio do Congresso, governadores e sociedade é fulgido, o que exige continuas negociações sobre o onus das reformas. O plano de estabilização baseado no real fracassa. Em termos de trajetória na figura, o movimento é no sentido nordeste, significando crescente inflação e ociosidade, até 1997. Neste cenário a inflação retorna, atingindo mais de mil por cento em 1997. O saldo comercial permanece elevado, acima de US\$ 10 bilhões, e a taxa de investimento estagnada nos 16-17 % do PIB. É uma repetição da administração Itamar, que só consegue algum avanço no ano final do seu mandato.

E finalmente, o cenário desenvolvimentista, batizado de "Cruzada JK", resulta da negação de apoio do Congresso e dos governadores. O executivo busca apoio via populismo e eventualmente de políticas redistributivistas (não necessariamente de justiça social). A inflação retorna, com forte indexação, deficit das contas públicas, e a necessidade de gerar superavit comerciais para

compensação das despesas de serviços e da conta de capital. O crescimento do PIB real fica nos 2,5-3 % ao ano. A taxa de investimento fixo permanece estagnada nos níveis atuais de 15 % do PIB. A modesta geração de empregos conduz a economia brasileira a crescente informalização, à sonegação de impostos e a perda de espaço no comércio e no fluxo de capitais externos.

## CENÁRIOS ECONÔMICOS PARA 1995-98

			Modernidade				Ajuste adiado				Cruzada JK			
	1993	1994 <sup>a</sup>	1995	1996	1997	1998	1995	1996	1997	1998	1995	1996	1997	1998
Produto Interno Bruto:	5,0	4,3	3,0	5,1	5,1	5,0	4,5	4,0	4,0	4,0	4,3	3,0	2,4	2,5
Agricultura	-1,9	6,0	4,1	5,0	5,0	5,0	4,5	4,0	4,0	4,0	4,5	3,5	3,5	3,6
Indústria	9,0	4,9	3,8	7,4	7,4	7,3	6,2	5,1	5,1	5,1	6,0	3,2	2,3	2,4
Serviços	3,5	3,3	2,2	3,5	3,5	3,5	3,4	3,2	3,2	3,2	3,1	2,7	2,2	2,2
Inflação (IGP/DI):														
Dez/dez	2709	1034 30 <sup>b</sup>	42	34	12	10	480	1300	1300	850	630	2800	3000	3000
Taxa de Investimento	15,2	16,0	17	19	21	22	17	17	16	18	16	15	15	15
Exportações, US\$ bil.	38,7	43,1	39	42	45	52	42	43	43	45	43	44	46	47
Importações, US\$ bil.	25,7	31,5	31	33	39	47	29	30	31	35	30	29	28	28
Saldo c/c, US\$ bil.	4,6	3,0	-1,0	-2,0	-3,0	-5,0	2,0	1,0	1,0	-1,0	1,0	2,3	4,1	5,0

<sup>a</sup> Preliminar.

<sup>b</sup> Inflação prevista para o segundo semestre de 1994, anualizada.