

O tripé, o trilema e a política macroeconômica

Luiz Carlos Bresser-Pereira

Publicado no Dossiê da Crise da AKB. Junho de 2013, pp.10-18.

O “tripé macroeconômico” liberal implantado no Brasil em 1999 é apenas semelhante ao novo-desenvolvimentismo quando defende um superávit primário e, portanto, responsabilidade fiscal. Meta de inflação significa para esse regime macroeconômico um *nível* elevado da taxa de juros, e câmbio flutuante, uma taxa de câmbio *cronicamente* sobreapreciada, elevados déficits em conta corrente, e, portanto, irresponsabilidade cambial, enquanto que para o novo desenvolvimentismo meta de inflação significa compatibilizar estabilidade de preços com crescimento, e câmbio flutuante, administrar a taxa de câmbio de forma que ela flutue em torno do seu equilíbrio industrial ou competitivo – o nível de taxa de câmbio que torna competitivas as empresas industriais usando tecnologia atualizada.

Quando a Presidente Dilma Rousseff foi eleita, no final de 2010, seu objetivo foi o de implantar o tripé desenvolvimentista, mas afinal não foi capaz de romper com a política do tripé liberal baseado em um equivocado “triângulo de impossibilidades” que mantém o país preso à armadilha de juros altos e câmbio sobreapreciado. No primeiro ano de seu governo, ela tentou realizar esse rompimento, mas de maneira incompleta. A economia brasileira continua, assim, caracterizada por uma “macroeconomia da estagnação” –um regime de política econômica de baixo crescimento ou quase estagnação. Não é surpreendente, portanto, que, nos primeiros dois anos, os resultados de seu governo tenham sido medíocres em termos de crescimento do PIB: 2,7% em 2011 e 0,9% em 2012. Neste artigo, vou discutir brevemente os governos Lula e Dilma, mas antes farei, a partir da perspectiva novo-desenvolvimentista ou da Macroeconomia

Estruturalista do Desenvolvimento, uma breve discussão sobre três temas macroeconômicos relacionados: o “Novo Consenso”, o tripé macroeconômico, e o triângulo das impossibilidades.

O “Novo Consenso”

O tripé macroeconômico que a ortodoxia liberal celebra insistentemente como um regime macroeconômico bem sucedido está baseado no triângulo das impossibilidades de Mundell e no Novo Consenso Macroeconômico que se tornou dominante no seio da teoria econômica convencional nos anos 1990, no quadro da hegemonia neoclássica e neoliberal. Esse “consenso” derivou, curiosamente, do fracasso da política monetarista de controle da inflação baseada em metas monetárias, e sua substituição, pelos bancos centrais, pela política de metas de inflação que era basicamente correta, porque, definida a meta de inflação, os bancos centrais deveriam buscar atingi-la. Esta política supunha uma também pragmática equação de reação (a regra de Taylor) que relaciona a meta com a inflação em curso, e, dado o nível de ocupação, com a taxa de juros que se espera que trará a inflação para a meta. E, naturalmente, não escapou aos bancos centrais que, além da taxa de juros, poderiam usar a taxa de câmbio como variável de política econômica, apreciando-a para atingir a meta. Como também não escapou que para que sua política de estabilização de preços fosse bem sucedida era necessário deixar claro para os agentes econômicos que o banco central seria firme na sua implementação, de forma a fazer que as expectativas dos agentes coincidissem com a meta. Tínhamos, assim, uma meta de inflação, uma política explícita de taxa de juros para atingi-la, e uma política implícita de taxa de câmbio, nunca confessada, porque a teoria econômica convencional pressupõe que o único instrumento legítimo a ser usado pelos bancos centrais é a taxa de juros, e que o preço da moeda estrangeira seria adequadamente definido pelo mercado. Dado que o regime de câmbio vigente no início dos anos 1990 era o de câmbio flutuante, e que havia acordo quanto à necessidade de responsabilidade fiscal, estava montado um novo regime de política macroeconômica, que era bastante razoável, não fosse a indefinição quanto ao câmbio e a falta de preocupação com o correspondente agregado macroeconômico, o déficit em conta corrente.

Diante dessa virada pragmática dos bancos centrais, os economistas neoclássicos trataram de submeter essa política macroeconômica às suas teses relativas ao equilíbrio geral e às expectativas racionais, e o modelo teórico correspondente ficou conhecido como “Consenso Macroeconômico”. É um regime de política macroeconômica que garante a estabilidade dos preços, mas não evita as crises financeiras. Não farei aqui a crítica desse consenso, mas apenas a crítica da forma que ele foi entendido e aplicado no Brasil, sob a denominação de “tripé macroeconômico”.

O triângulo e o tripé

Em 1999, diante de uma grave crise de balanço de pagamentos, que mais uma vez confirmou a tendência à sobreapreciação cíclica e crônica da taxa de câmbio, o governo FHC, em acordo com o Fundo Monetário Internacional, adotou o câmbio flutuante, a política de metas de inflação e uma meta de superávit primário que estabilizasse a relação da dívida pública com o PIB. E deram para essa nova matriz macroeconômica o título de “tripé”.

Eu nada teria a opor ao tripé macroeconômico se o que está implícito em cada uma das três expressões correspondesse ao que a ortodoxia supõe que corresponde: que “câmbio flutuante” correspondesse a uma taxa de câmbio que flutuasse docemente em torno do equilíbrio competitivo, que “meta de inflação” implicasse inflação baixa apenas com a utilização da política de taxa de juros, quando na verdade implicou o uso abusivo da política de âncora cambial, e que o superávit primário significasse apenas um superávit que mantém sob controle a dívida pública. Ora, na prática, desde a implantação do tripé, apenas superávit primário tem significado simplesmente o que está implícito, responsabilidade fiscal; a política de metas de inflação tem implicado taxas de juros reais muito altas e o uso abusivo da apreciação cambial, e a política de câmbio flutuante tem implicado uma taxa de câmbio sobreapreciada e elevados déficits em conta corrente que provocam desindustrialização e colocam o país sob ameaça de crise de balanço de pagamentos. De fato, a política como um todo logra manter a estabilidade de preços, mas a custo de baixo crescimento e de alta instabilidade financeira, na medida que coloca o país sempre sob a ameaça de nova crise

financeira. Foi diante desse “tripé perverso”, que, em 2007, dei a meu livro sobre a economia brasileira após o Plano Real de *Macroeconomia da Estagnação*.¹ O governo Lula, naquele momento, alcançou taxas mais elevadas de crescimento, aparentemente falseando minha tese, mas, na verdade, esse crescimento foi principalmente consequência da demanda pela China por commodities e da boa sorte, do que de uma política macroeconômica consistente, novo-desenvolvimentista.

Os três componentes do tripé macroeconômico (superávit primário, câmbio flutuante e meta de inflação) visam, essencialmente, garantir uma taxa elevada de juros reais, que é a demanda básica da coalizão política neoliberal formada por capitalistas rentistas e financistas. O meio encontrado para atingir esse objetivo é dar absoluta prioridade ao controle da inflação, e usar como instrumento desse controle a taxa de juros. Quando apenas esta política não é suficiente, a ortodoxia liberal recorre à política de âncora cambial. Há pouca dúvida que o país deve apresentar um superávit primário, ou, mais precisamente, ser responsável do ponto de vista fiscal. Já é inaceitável que um país em desenvolvimento renuncie a uma política de taxa de câmbio e a deixe flutuar *livremente* no mercado quando sabemos que nos países em desenvolvimento existe uma tendência à sobreapreciação cíclica e crônica da taxa de câmbio. E é igualmente inaceitável que a política de metas de inflação subordine os dois outros objetivos de uma boa política macroeconômica: a estabilidade financeira e um razoável pleno emprego. Não tenho qualquer objeção a que se adote o regime de câmbio flutuante, e que se defina uma meta de inflação e outra de superávit primário, desde que o câmbio flutuante seja cuidadosamente administrado para neutralizar a tendência à sobreapreciação cíclica e crônica da taxa de câmbio, a meta de inflação não seja justificativa para um nível de taxa de juros elevado, e o superávit primário varie de acordo com o ciclo econômico.

Geralmente esse tripé é justificado pelo “trilema de Mundell” segundo o qual é impossível ter ao mesmo tempo política monetária (política de juros), mobilidade de capitais, e regime de câmbio fixo (política cambial). O trilema, também denominado “triângulo de impossibilidades”, parte de dois pressupostos: que a política de juros é essencial e que a mobilidade de capitais

está dada, e conclui, seguindo um clássico silogismo, que é preciso desistir da política cambial (que denomina “política de câmbio fixo”) e embarcar no regime de pura flutuação da taxa de câmbio, sem qualquer intervenção do governo. De fato, no momento em que se pressupõe mobilidade plena de capitais, a possibilidade de uma política cambial fica prejudicada. Não há, porém, nenhuma razão para se considerar a completa mobilidade de capitais como parte da ordem das coisas.

Para os países em geral é necessário manter a taxa de câmbio razoavelmente estável, e para os países em desenvolvimento, é necessário, adicionalmente, neutralizar a tendência à sobreapreciação cíclica e crônica da taxa de câmbio. Ora, para isto é essencial que haja uma política cambial. Essa política não é prevista nem mesmo pela macroeconomia keynesiana, porque se supõe que os desalinhamentos da taxa de câmbio são apenas de curto prazo, mas isto é apenas relativamente verdade em relação aos países ricos; definitivamente não é verdade em relação aos países em desenvolvimento. Uma política cambial é sempre fundamental, e se divide em duas partes: uma política de médio prazo, que busca administrar o valor da moeda estrangeira, que visa fazer a taxa de câmbio de mercado girar em torno de seu equilíbrio industrial (uma medida em termos de valor da taxa de câmbio), e uma política de curto prazo que busca administrar o preço de mercado da taxa de câmbio através da compra e venda de reservas pelo banco central e pelo controle de capitais (Bresser-Pereira 2013).

Governo Dilma

A presidente Dilma Rousseff recebeu para governar um país cuja economia continuava a crescer a uma taxa muito inferior àquela que é necessária para um verdadeiro catching up, porque seu antecessor não havia enfrentado o desequilíbrio macroeconômico fundamental que é uma taxa de câmbio altamente sobreapreciada. Como economista desenvolvimentista, ela compreendeu desde o início a necessidade de rever a política do tripé. Em discurso de 20 de abril de 2012, por ocasião da formatura de novos diplomatas, declarou que para se desenvolver o Brasil precisa “equacionar as três amarras do país: taxa de juros alta, câmbio e impostos altos”.² Sob a presidência de

Alexandre Tombini, o Banco Central do Brasil voltou a se identificar com os interesses nacionais, e deixou de haver um conflito permanente com o Ministério da Fazenda, que se tornara desenvolvimentista desde que Guido Mantega passou a dirigi-lo em 2006. Assim apoiada, a presidente logrou reduzir substancialmente a taxa de juros em termos nominais e reais, quer afinal caiu para cerca de 3% ao ano. A taxa de câmbio se depreciou de R\$1,65 em janeiro de 2011 para cerca de R\$2,15 por dólar em junho de 2013. Mas essas mudanças, especialmente a relativa à taxa de câmbio, não foram suficientes para tirar o país da desindustrialização e da quase-estagnação.

A depreciação nominal para R\$ 2,15 por dólar depois de dois anos e meio de governo implicou, afinal, uma depreciação real mínima. A taxa de câmbio competitiva ou “de equilíbrio industrial” no Brasil (a taxa de câmbio que torna competitivas empresas utilizando tecnologia no estado da arte mundial), a preços de 2012, era de cerca de R\$2,75 por dólar, conforme demonstrou Nelson Marconi (2012); a preços de 2013, é de R\$ 2,90 por dólar – o que significa que a economia brasileira precisa de uma depreciação de 35% para que sua taxa de câmbio se torne equilibrada e competitiva. Sem dúvida, a principal explicação para os resultados medíocres do governo Dilma em termos de crescimento do PIB (2,7% em 2011 e 0,9% em 2012) é essa sobreapreciação cambial.

Para compensar essa sobreapreciação o governo adotou uma política fiscal de expansão moderada da despesa pública, e uma política industrial de redução da carga tributária através, principalmente, da desoneração da folha de diversos setores da indústria manufatureira. A política industrial foi desenvolvida para compensar a sobreapreciação cambial, mas não é suficientemente.

Em síntese, o tripé macroeconômico perverso foi superado apenas parcialmente pelo governo Dilma. Por que? Essencialmente porque o governo não tem o apoio na sociedade civil brasileira necessário para realizar essa mudança – no qual o peso de uma direita liberal e dependente é muito grande. O que se conseguiu, depois de dez anos de crítica, foi o apoio da sociedade para a redução das absurdas taxas de juros defendidas pela ortodoxia econômica. Já em relação à taxa de câmbio o que se logrou foi colocar o problema na agenda nacional. Mas

não foi possível persuadir a sociedade quanto à necessidade e possibilidade de se adotar uma política de taxa de câmbio que faça com que o real flutue não mais em torno do equilíbrio corrente mas do equilíbrio industrial, porque os cidadãos têm dificuldade em compreender o papel da taxa de câmbio no desenvolvimento econômico, e porque a hegemonia da ortodoxia liberal é ainda muito grande, apesar da desmoralização causada pela crise financeira global de 2008. A ortodoxia naturalmente rejeita o diagnóstico novo-desenvolvimentista para o baixo crescimento do país, que o explica pela alta taxa de juros e a taxa de câmbio sobreapreciada. Em seu lugar continua afirmando que o problema do Brasil seria a baixa poupança, e, naturalmente, a falta das “mágicas” reformas institucionais liberalizantes que permitiriam tornar os mercados mais livres e todo o sistema econômico mais eficiente... Não perderei tempo em relação a esta segunda tolice. Quanto ao nível de poupança, no Brasil, de fato, ele é baixo, mas, de acordo com a lógica keynesiana, para que ele aumente é preciso que antes aumente o investimento,³ o que depende de duas providências: primeiro, que a taxa de juros seja moderada e a taxa de câmbio seja tornada competitiva, localizada no nível do equilíbrio industrial, porque as empresas só investem quando há oportunidades de investimentos lucrativos para os empresários – algo que se reduz à medida que se aprecia a taxa de câmbio e sobem os juros; segundo, que o Estado realize uma poupança pública positiva, ao invés de apenas alcançar um superávit primário. Ora, não obstante o avanço realizado nos primeiros dois anos do governo Dilma, a taxa de juros real ainda continua alta quando comparada com a dos demais países. E a taxa de câmbio continua substancialmente sobreapreciada, muito distante do equilíbrio industrial de R\$2,90.

Mais especificamente, o governo tem dificuldade em promover a desvalorização necessária da taxa de câmbio porque ela conflita com interesses. Em primeiro lugar, porque o poder dos exportadores de commodities tem impedido que se imponha um imposto variável sobre suas exportações que permita que a taxa de câmbio se aproxime do nível de equilíbrio industrial. Segundo, porque o governo teme o pequeno aumento da inflação que decorrerá da depreciação. Terceiro, porque teme as consequências impopulares da redução dos salários que ocorrerá

no curto prazo , não obstante ela seja temporária pois, um pouco adiante, com o aumento dos investimentos e do crescimento, os salários passarão a aumentar fortemente. E, finalmente, porque bancos e empresas endividadas em moeda forte não querem ouvir falar de desvalorização cambial.

Quanto à poupança pública para financiar os investimentos públicos, continua sendo uma questão fora da agenda do país, que aceita e cumpre desde 1999 a meta de superávit primário igual aos juros reais sobre a dívida pública menos a taxa de crescimento do PIB. Esta meta permite manter constante a relação dívida pública / PIB, e permite que a dívida pública continue a ser um elemento fundamental de liquidez para o sistema financeiro nacional. Mais amplamente, e em conjunto com a política de aumento de reservas que o governo vem realizando através do aumento da dívida pública interna, permitiu que a dívida pública tenha se tornado, conforme enfatizou Miguel Bruno (2010: 83), “o principal eixo da acumulação rentista-patrimonial do período 1991-2008”. É através dela que se garante liquidez ao sistema financeiro brasileiro, e se viabiliza a financeirização – a multiplicação dos ganhos financeiros através do uso de “inovações” financeiras – principalmente de derivativos. Entretanto, essa meta fiscal não viabiliza o financiamento dos investimentos públicos pela poupança pública, como seria ideal em um quadro em que, neutralizada a doença holandesa e controladas as entradas excessivas de capital, ao invés de apresentar déficit, o país apresentaria um superávit em conta corrente. A meta necessária para que os investimentos públicos voltem a ter importância na formação bruta do capital do país é alcançar um resultado fiscal que seja igual à diferença entre a receita pública e a despesa de consumo, mais os recursos necessários para financiar os investimentos públicos, e menos a taxa de crescimento do PIB. Dessa forma a dívida pública permaneceria sob controle e os investimentos públicos poderiam representar entre 20 e 25% do investimento total – um valor compatível com a necessidade de investimentos do setor não-competitivo da economia onde a presença do Estado deve ser dominante.

Enquanto não resolver o desequilíbrio macroeconômico representado por uma poupança pública insuficiente e pela sobreapreciação cíclica e crônica da taxa de câmbio, além de não atingir as taxas de crescimento necessárias para o

alcançamento, o país continuará a se desindustrializar prematuramente. Em outras palavras, enquanto não criar boas oportunidades de investimentos para os empresários, seja mantendo a taxa de câmbio no equilíbrio industrial para tornar competitivas internacionalmente as empresas que utilizam tecnologia no estado da arte mundial, seja realizando investimentos que criam demanda para o setor privado, o país não estará resolvendo o problema do seu desenvolvimento pelo lado da demanda. Em consequência, todos os esforços que o país vem realizando no lado da oferta, no sentido de desenvolver a educação, a ciência, a tecnologia e investir na infraestrutura, serão desperdiçados.

Tanto para colocar a taxa de câmbio no nível correto quanto para aumentar a taxa de investimento público a presidente enfrenta, portanto, problemas econômicos que são, em último análise, problemas políticos, porque nenhum presidente logra governar sem um razoável apoio na sociedade. E esse desafio foi maior, dada a violenta oposição de direita. Esta, seguindo uma velha e conhecida lógica, tentou, durante 2011, cooptar a nova presidente. Quando verificou que isto era impossível – que a presidente estava disposta a fazer compromissos mas não se dispunha a abandonar seus princípios – ela passou para o ataque. Aproveitando o processo do Mensalão, atacou mais violentamente o ex-presidente Lula e o PT, mas afinal esse era um ataque a ela. E quando o PIB de 2012 se revelou decepcionante, atacou a competente política industrial da presidente, afirmando que eram tantas as medidas adotadas que os empresários brasileiros ficavam “confusos”. Ora, isto não é teoria econômica, é “voodoo economics”, é teoria econômica primitiva de quem não tem argumentos sérios a apresentar. É verdade que essas medidas não compensam o juro alto e principalmente a sobreapreciação do real, mas não há dúvida que elas são positivas.

Referências

- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (2007) *Macroeconomia da Estagnação*, São Paulo: Editora 34.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (2013) “The *value* of the exchange rate and the Dutch disease”, *Brazilian Journal of Political Economy* 33(3) julho 2013.

Bruno, Miguel (2010) “Endividamento do Estado e setor financeiro no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento”, in João Paulo de Almeida Magalhães et al. (2010): 71-106.

Marconi, Nelson (2012) “The industrial equilibrium exchange rate in Brazil: an estimation”, *Brazilian Journal of Political Economy* 32 (4): 656-669.

¹ Este livro foi publicado em inglês, com alguma atualização, com o título *Developing Brazil: Overcoming the Failure of the Washington Consensus* (Boulder: Lynne Rienner Publishers).

² Cf. *O Estado de S. Paulo*, 21 de abril de 2012.

³ Desde que o empresário conte com financiamento, é o investimento que determina a poupança, e não o inverso como pretende a teoria econômica neoclássica, mais especificamente, a “teoria do porquinho”, segundo a qual é necessário, primeiro, poupar, e, depois de bem enchido o cofre, investir.