

# Debate Bresser-Pereira – Marcos Lisboa

Abaixo estão o artigo original de Marcos Lisboa na Folha de S. Paulo sobre a taxa de câmbio, a crítica de Bresser-Pereira, e a resposta de Marcos Lisboa – os três artigos publicados na Folha. Deixo ao leitor o julgamento. Não vou replicar a Marcos. Não vale a pena. Não tenho mais uma coluna na Folha; a página 3 tem como norma não publicar artigos do mesmo autor com frequência menor que um mês, e prefiro submeter aos editores artigos diferentes. Observo, apenas, que Lisboa em sua resposta recorreu ao fracasso do Plano Bresser, em 1987, e o artigo meu e de Nakano de 2002 onde houve, pela primeira vez uma crítica às absurdas taxas de juros praticadas no Brasil. O crescimento da economia brasileira entre 2004 e 2010, não obstante a taxa de juros alta e o câmbio apreciado, deveu-se ao boom de commodities. Pergunto-me, porém, por que Marcos foi buscar essas velhas e histórias, ao invés de responder de forma satisfatória minha crítica, que fiz da maneira a mais profissional possível.

## Vamos propor algo diferente?

**Marcos Lisboa**

**Folha de S. Paulo, 13 de maio de 2018**

### **Alguns assessores de candidatos deveriam ser mais precisos sobre a desvalorização cambial**

O setor produtivo no Brasil enfrenta graves problemas no lado de fora da fábrica.

A infraestrutura deficiente, a estrutura tributária disfuncional, a baixa qualidade da educação, o alto custo do capital e a insegurança jurídica prejudicam as empresas há muito tempo. O resultado tem sido o baixo crescimento da nossa economia desde 1995, em comparação com os demais países emergentes.

Apesar dessa imensidão de problemas, alguns insistem no binômio juros-câmbio como o principal desafio para o país. Essa insistência é ainda mais curiosa tendo em vista que, há poucos anos, o governo expandiu o crédito subsidiado, com baixas taxas de juros, e o resultado não foi maior crescimento.

Além disso, a ausência de crise nas contas externas nos últimos 15 anos mostra que algo melhorou desde a adoção do câmbio flutuante. Até então, o governo fixava o câmbio e eram recorrentes as crises externas.

Existem duas principais formas de o governo desvalorizar o câmbio. A primeira é aumentar a poupança pública. Em tempos de crise fiscal, essa agenda teria a vantagem adicional de contribuir para a queda da taxa de juros.

A segunda é intervir diretamente no [mercado de câmbio](#). Aqui começa a controvérsia. Essa política pode aumentar um pouco a taxa de crescimento desde que resulte em aumento da taxa de poupança.

O clássico modelo de Kaldor-Pasinetti descreve o mecanismo. A desvalorização cambial resulta em maior [inflação](#). Caso os salários não sejam reajustados, a renda real dos trabalhadores cai para benefício dos lucros dos capitalistas (a denominação revela a velhice do modelo). Como os capitalistas poupam mais do que os trabalhadores, o resultado é o aumento da taxa de crescimento.

Alguns assessores de candidatos à Presidência defendem a necessidade de desvalorização cambial. Eles deveriam ser mais precisos sobre os instrumentos a serem utilizados, os resultados esperados e as evidências que suportam as suas conclusões.

O ajuste fiscal para estabilizar a dívida pública, que adicionalmente desvaloriza o câmbio, tem o apoio de economistas ortodoxos e alguns heterodoxos. Resta explicar a receita do ajuste, as medidas a serem adotadas, sobretudo para previdência, e mostrar que a conta fecha.

O mesmo apoio não ocorre com a intervenção no mercado de câmbio, cujo duvidoso e modesto sucesso depende do aumento da inflação, da redução do poder de compra dos salários e de muitas outras condições. Não parece a melhor estratégia.

Fica a dúvida: por que não começar por enfrentar os problemas que prejudicam o ambiente de negócios e que dificultam desnecessariamente a vida de nossas empresas?

## **Por que os juros e o câmbio?**

**Luiz Carlos Bresser-Pereira**

***Folha de S. Paulo, 25 de maio de 2018***

**Rentistas e financistas não querem ouvir falar disso**

Meu colega Marcos Lisboa pergunta nesta Folha (13.5.) por que parte dos economistas insiste em explicar a quase-estagnação do Brasil desde 1995 com os juros altos e a taxa de câmbio apreciada, quando haveria outras razões para o fato. Para ele “uma desvalorização cambial resulta em mais inflação, e, caso os salários não sejam reajustados, a renda dos trabalhadores cai para benefício dos capitalistas”.

Frente à questão do amigo liberal, a partir de minha perspectiva novo-desenvolvimentista, eu observo que nossa primeira obrigação como economistas é que os preços estejam certos. Ora, quando a taxa de juros é alta, a taxa de câmbio se torna valorizada no longo prazo, e a taxa de

lucro das empresas industriais é insuficiente para motivá-las a poupar e a investir (se tiverem algum lucro, é melhor para elas distribuir dividendos ou realizar aplicações financeiras). É inaceitável, portanto, deixar esses três preços macroeconômicos errados, fora do lugar.

Mas como depreciar o câmbio em um regime de câmbio flutuante, que deve ser mantido? A primeira coisa a fazer é ajustar as contas públicas e alcançar mais que um superavit primário, uma poupança pública, como Marcos corretamente afirma no seu texto. Isto baixará os juros, atrairá menos capitais externos, e depreciará o câmbio. A não ser, naturalmente, que o Banco Central não esteja muito interessado em baixá-los porque acredita que o Brasil deve crescer com poupança externa, ou porque acha que taxas de juros muito mais altas do que as dos demais países são necessárias para manter a inflação sob controle, ou porque bons juros interessam aos rentistas.

Mas não basta ajustar a conta fiscal e reduzir os juros. Se o país tiver a doença holandesa, como é o caso do Brasil, será necessário neutralizá-la. Esta doença – uma desvantagem competitiva – estabelece para as commodities uma taxa competitiva, que é, entretanto, valorizada para a indústria. Por isso, é necessário neutralizá-la – o que significará no caso brasileiro um pequeno saldo em conta-corrente.

Para fazer isto muitos países usaram tarifas aduaneiras, mas estas neutralizam a doença holandesa apenas do lado do mercado interno. A forma correta de neutralizá-la é através de uma retenção sobre as exportações de commodities variável de acordo com o preço internacional da commodity. É importante observar que o exportador nada perde, nem deve perder, porque o que ele paga em retenção ele recebe de volta em depreciação.

Por que, então, não se colocam juros e câmbio no lugar certo, se isto é essencial para que o Brasil deixe de ser uma economia semiestagnada desde 1995? Não é apenas porque o ajuste fiscal não interessa a ninguém, como todos nós sabemos. É também porque no curto prazo o ajuste reduz o crescimento, como também a desvalorização o reduz. Principalmente, é porque os brasileiros estão viciados não apenas pelo populismo fiscal, mas também pelo cambial; eles estão acostumados não apenas com deficits fiscais, quando é apenas o Estado, mas também com deficits em conta-corrente, quando é o estado-nação que gasta irresponsavelmente mais que arrecada.

Estão viciados pelo populismo cambial não exatamente porque, no curto prazo, a depreciação baixa os salários reais dos trabalhadores e aumenta o lucro dos capitalistas, como Marcos afirma. É porque, além disso, baixam em termos reais os rendimentos dos capitalistas rentistas sob a forma de juros, aluguéis e dividendos recebidos. No capitalismo moderno, além dos empresários e dos trabalhadores, há os rentistas, estes geralmente herdeiros ou especuladores, associados aos financistas, que fazem a gestão de sua riqueza. Ora, os rentistas e os financistas, que se tornaram muito poderosos, não querem ouvir falar nem de juros nem de câmbio. Esse poder é o desafio maior que as democracias modernas enfrentam.

# Recordar é viver

Marcos Lisboa

*Folha de S. Paulo, 3 de junho de 2018*

## **O governo anterior testou, sem sucesso, taxa de juros menor que a indicada para meta de inflação**

Luiz Carlos Bresser-Pereira escreveu um [artigo](#) nesta Folha comentando uma coluna minha sobre [a taxa de câmbio](#). Bresser concorda que um ajuste fiscal permitiria um câmbio mais desvalorizado.

O seu artigo, porém, vai além e afirma que o ajuste fiscal não seria suficiente. O governo deveria garantir juros mais baixos e câmbio mais desvalorizado do que o permitido pelas contas públicas.

Aqui começam nossas divergências. Bresser afirma que os juros são mantidos altos para beneficiar os rentistas. A tese surpreende, afinal a Selic é determinada pelo [Banco Central](#) para controlar a [inflação](#), seguindo o modelo de metas adotado por muitos países, e está no seu nível mais baixo em 20 anos. Bresser deveria apresentar evidências para justificar a tese e mostrar que uma menor taxa de juros não resultaria, apenas, em maior inflação.

O governo anterior experimentou uma taxa básica de juros mais baixa do que a indicada pelo modelo de metas de inflação. Não deu certo.

A inflação ficou anos perto de 6,5%, apesar do represamento de preços administrados, como combustíveis e energia. O governo também reduziu as taxas de juros cobradas pelos bancos públicos e expandiu o crédito subsidiado do BNDES.

Apesar dessas medidas, a taxa de crescimento econômico do Brasil iniciou uma trajetória de queda a partir de 2011, descolando dos demais países emergentes. Sabemos das consequências.

Além disso, como comentei na coluna, o clássico modelo de Kaldor-Pasinetti aponta que a desvalorização cambial e o aumento da inflação podem permitir um modesto aumento da taxa de crescimento, desde que os salários não sejam reajustados. A proposta de Bresser implica reduzir os salários para aumentar o crescimento?

O Brasil tem uma dívida com Bresser pela notável reforma administrativa realizada no governo Fernando Henrique.

Na macroeconomia, porém, Bresser parece desconhecer a pesquisa aplicada sobre economia e embaralha causas e sintomas. O seu Plano de Estabilização de 1987 fracassou. Em 2002, o seu diagnóstico sobre a crise revelou-se equivocado. Na época, Bresser e Nakano argumentavam que as dificuldades da economia, como o aumento da inflação e dos prêmios de risco, decorriam da elevada taxa de juros.

O primeiro governo Lula, porém, partiu de diagnóstico bem distinto. A origem dos problemas estaria no desequilíbrio fiscal. Por isso, optou-se por aumentar o superávit primário e a taxa de juros. O resultado foi a queda da inflação e dos prêmios de risco, seguida pela recuperação da economia, exatamente o contrário do previsto por Bresser e Nakano.

Qual a evidência de que desta vez será diferente?